

## הסקירה השבועית של ספונסר – 02.11.2007

את הגרפים המצורפים לניתוחים ניתן למצוא באתר ספונסר [www.sponser.co.il](http://www.sponser.co.il) תחת המדורים "ניתוח מדדים" ו-"ניתוח מניות".

### ניתוח מדדים

**סקירת בורסה שבועית** – שבוע מסחר תנודתי שהתחיל בעליות שערים חדות ונגמר בירידות נרשם השבוע בבורסה המקומית. למרות הירידות לקראת סוף השבוע הצליחו המדדים המובילים לסגור את השבוע בצד החיובי למעט מדד התל-טק שנסגר בטריטוריה השלילית. מחזורי המסחר המשיכו להיות גבוהים ועמדו על כ- 2.2 מיליארד שקלים ליום בממוצע.

שבוע המסחר נפתח בעליות שערים חדות בהתאם לראלי שנרשם ביום שישי שעבר בוול-סטריט. המדדים המובילים נסחרו לאורך כל יום המסחר בעליות שערים ומדד המעו"ף אף שבר שיאים חדשים לאחר שפתח את יום המסחר מעל רף ה- 1200 נקודות הפסיכולוגי. ברקע פורסמו המלצות חמות ע"י האנליסטים על מניות גזית גלוב, כי"ל ושטראוס עלית ובסיכום יומי מדד הנדל"ן 15 זינק ב- 4.22% ומדד המעו"ף עלה ב- 2.93%. ביום שני המדדים המובילים נסחרו לאורך כל יום המסחר במגמה מעורבת כאשר בשעות הצהריים המדדים עברו להיסחר בירידות שערים קלות לאחר שראש הממשלה אולמרט הודיע כי **התגלה בגופו סרטן הערמונית**. בשעה 18.30 הכריז בנק ישראל כצפוי על הותרת הריבית ברמה של 4%.

יום שלישי התאפיין בירידות שערים לאחר שחברת טבע פרסמה את דו"חותיה לרבעון השלישי ורשמה ירידות שערים של כ- 3%. לקראת סיום יום המסחר המדדים נסחרו בטריטוריה השלילית בהתאם לפתיחת המסחר בוול-סטריט. יום רביעי נפתח ביציבות בהתאם למגמה העולמית כשברקע לא נרשמו אירועים מיוחדים. המדדים המובילים נסחרו לאורך כל יום המסחר בעליות שערים בהמתנה להחלטת הריבית האמריקאית. בשעות הצהריים פרסמה פרטנר דו"חות מצוינים והמגמה החיובית התחזקה, בהתאם לעליה במדדי ארה"ב, ובהובלה של מניות הבנקים. בשעה 20.15 הכריז הפד האמריקאי על הפחתת ריבית בשיעור של 0.25% לרמה של 4.5% ובתגובה המדדים בוול-סטריט חתמו בעליות שערים חדות.

אתמול, (חמישי), נפתח ביציבות בעליות של עד חצי אחוז במדדים המובילים אולם בשעות הצהריים המדדים עברו להיסחר בטריטוריה השלילית בהתאם למגמה העולמית וצפי לפתיחה שלילית בוול-סטריט. ירידות השערים התחזקו לקראת הנעילה בהתאם למגמה השלילית בוול-סטריט כאשר ברקע חברת פריגו הציגה דו"חות מצוינים, העלתה את תחזית הרווח השנתית ורשמה עלייה חדה של כ- 10% אולם מנגד חברת גיון אימגינג אשר גם היא פרסמה דו"חות טובים אולם הנמיכה את תחזית ההכנסות לשנת 2007 רשמה ירידות חדות.

בסיכום שבועי מדד המעו"ף עלה ב- **2.57%**, מדד ת"א 75 עלה ב- **0.06%**, מדד הבנקים עלה ב- **0.56%**, מדד נדל"ן 15 רשם השבוע עליה של **2.16%** ואילו מנגד מדד התל-טק 15 רשם ירידה שבועית של **2.29%**. בשוק המט"ח הדולר היציג רשם ירידה שבועית של 0.70% לרמה של 3.968 ש"ח לדולר.

**תחזית** – מדד המעו"ף רשם כאמור בשבוע החולף עליות חדות בפתיחה אולם גם ירידות בסופו ואף רשם שיא חדש ברמת 1248 נקודות. בתחילת השבוע התקבל איתות קניה ברור ומוצלח על מדד המעו"ף לאור התחזית שלנו משבוע שעבר בה ציינו כי איתות כזה יתקבל במקרה של פריצה ברורה של רמת 1200 הנקודות שאכן התרחשה כבר ביום ראשון. כעת מדד המעו"ף צפוי לדשדש ואולי אף להמשיך ולתקן במעט את העליות האחרונות וייסחר בהתאם למגמה בוול סטריט כאשר ההתנגדות נמצאת ברמת השיא החדש כאמור כאשר מלמטה ישנה תמיכה שצפויה להיות חזקה מאוד ברמת 1200 נקודות.

**שקל-דולר** – הדולר נסחר השבוע בירידות שערים קלות מתחת לרמת 4 שקלים לדולר, שערן היציג נקבע ברמה של 3.968 ש"ח לדולר. הניתוח הטכני איננו משתנה כרגע וכפי שצינו בשבועות האחרונים ברגע שנשברה התמיכה החשובה ברמת 4.17 ש"ח לדולר התקבל איתות שורט על הדולר כאשר כעת אף הגענו ליעד שצינו לאורך כל הדרך באיזור 3.95-4 לדולר. שבירה ברורה של רמות אלו תהווה איתות שלילי משמעותי מאוד לטווח הבינוני-ארוך.

**נאסד"ק** – מדד הנאסד"ק נסחר ביום שני ושלישי ביציבות מעל רף 2800 נקודות וביום רביעי המדד חתם בשיא שנתי חדש לאחר הכרזת הריבית לחודש נובמבר, כאמור הפד הוריד את גובה הריבית ב- 0.25% ל- 4.5%, אולם יום חמישי המדד חתם בירידה חדה של 2.25% בעקבות הורדת המלצה לסיטיגרופ. טכנית המדד נסחר במגמה חיובית, אך



בטווח הקצר המדד עושי להתממש אל עבר רמת התמיכה החזקה ב- 2725 נקודות. פריצה של רמת ה- 2861.5, רמת שיא שנתי, תהווה איתות חיובי להמשך המגמה העולה.

**S&P 500** – המדד צנח ביום חמישי ב- 41 נקודות בהובלה של סיטיגרופ (סימבול: C), בנק אוף אמריקה (סימבול: BAC) ואקסון מוביל (סימבול: XOM). טכנית התמיכה הקרובה והמהותית לטווח הקצר שוכנת ב- 1490 נקודות כך שבמידה והמדד יתהפך מעל רמה זו המדד יקבל איתות חיובי כשמחיר היעד הקרוב סומן ב- 1532 נקודות. שבירה של רמת התמיכה תהווה איתות דובי שעשוי להחזיר את המדד לאזור 1435 נקודות.

**נפט** – בסיכום שבועי הנפט רשם שבוע מחסר חיובי למרות המימוש החד שנרשם ביום שלישי. ביום רביעי המדד התהפך חזרה כלפי מעלה לאחר פרסום דוח המלאים אשר הוציג ירידה חדה מן הצפוי. החלטת הריבית אף היא תדלקה את העלייה במחיר חוזה הנפט. גם השבוע הנפט כבש את מחיר היעד אשר ציינו בסקירה האחרונה (\$96.50) כאשר הגבוה היומי של יום חמישי עומד על רמה של \$96.24. מחיר היעד החדש סומן ב- \$97.7. רמת התמיכה הקרובה שוכנת ב- \$89.80.

**מדד BSESN (הודו)** – סקירת המשך לשבוע שעבר - המדד ההודי רשם השבוע עליות שערים נאות לאחר שקיבל בתחילת השבוע בהתאם לסקירה משבוע שעבר איתות קניה לאחר שפרץ את רמת 19200 הנקודות. אתמול (חמישי) הספיק המדד גם להתמך מעל רמה זו וכל עוד לא ישבור אותה בבירור לא יתקבל איתות מכירה.

## ניתוח מניות

**אידיבי אחזקות (736579)** – חברת אידיבי אחזקות נסחרת בתנועה צידית (דשדוש) בין רמת ה- 13790 נקודות לבין רמת ה- 13680 נקודות. טכנית פריצה של רמת ההתנגדות ב- 13790 נקודות בליווי חזור מסחר גבוה תהווה איתות טכני חיובי להמשך המגמה העולה אל עבר רמת השיא ב- 14400 נקודות. מנגד שבירה של רמה זו תהווה איתות לתחילת תיקון כלפי מטה אל עבר רמת ה- 12800 נקודות.

**בזן (2590248)** - המנייה נמצאת מעל קו מגמה עולה ברור בשלב זה. אתמול שברה תמיכה על 325 - אך נעצרה על תמיכת קו המגמה. שבירת תמיכת קו המגמה העולה יוביל לתמיכת 313 ולאחריו 310 בשילוב ממוצע 50 – שם נמקם את ה-SL לטווח הקצר. בינתיים כל עוד שנתמכת מעל קו מגמה עולה אזי עדיין אין אתות שלילי. התנגדות כרגע על 325 ולאחריה 330.

**פרטנר (1083484)** - בהמשך לסקירה מהשבוע שעבר שהופיעה כאן...המנייה ממשיכה במהלך העולה ונתמכת על קו מגמה עולה לטווח בינוני. אתמול אף סגרה בשיא חדש – ולמעשה נגעה ביעד הראשון שהוקצב לה. ניתן לראות כי מחזורי המסחר ערים לאחרונה. השבוע פרסמה החברה מאזן חיובי לרבעון השלישי. כעקרון כל זמן שהמנייה ממשיכה לשהות מעל קו המגמה העולה אזי הינה חיובית, בנוסף-התבססות מעל רמת 7490 ייתן למנייה כח להמשך חיובי.

במבט יותר רחב ע"ג הגרף ניתן לראות כי לאחרונה נסחרה המנייה בטווח רחבי 6000-7490 - כעת המיבחן יהיה לפרוץ בברור את הטווח הנ"ל - לכן להתבססות מעל 7490 ובנוסף כאמור שמירה על קו המגמה העולה התומך - ייתנו כח להמשך חיובי כנאמר.

**דלק רכב (829010)** - החברה, דלק מערכות רכב בע"מ, פועלת באמצעות חברות ותאגידים אחרים בבעלותה, כיבואנית כלי רכב וחלקי חילוף לרכב. הפעילות כוללת יבוא, הפצה ומכירה של כלי רכב, אביזרים וחלקי חילוף מתוצרת מאזדה, פורד ולינקולן בישראל. כמו כן מפעילה דלק רכב באמצעות חברה בת בבעלותה המלאה, מוסך מרכזי לשם מתן שירותי אחזקה ותיקונים ללקוחותיה וכן נותנת שירותי תמיכה והדרכה לרשת הסוכנים והמוסכים המורשים של מכוניות "מאזדה" ו-"פורד" ברחבי הארץ. לדלק רכב 33% מהבעלות והשליטה בחברת החזקות עד"ך, שהיתה פעילה אף היא בענף הרכב. בתחילת שנת 2005 מכרה עד"ך את פעילות שירותי הגרירה לרכבים, שירותי תיקוני רכב ושירותי רכב חלופי וכן את המוניטין, הנכסים וההתחייבויות הקשורים לפעילות. בסוף שנת 2005, התקשרה קבוצת דלק רכב בהסכם למכירת כל זכויותיה בשותפות המוגבלת "דלק-לפיד".



ניתוח טכני- המנייה נעה כשבועיים במגמת דשדוש כאשר אזור 4800 נקודות משמש תמיכה. לדעתנו פריצת 5000 נקודות בליווי מחזור ער יכול להוות איתות כניסה למי שבחוץ. שבירת 4800 נקודות תהווה איתות מכירה ברור למי שמחזיק.

**כור תעשיות בע"מ (649012)** - החברה, כור תעשיות בע"מ, הינה חברת החזקות הפועלת בעיקר בתחומי טלקומוניקציה, אלקטרוניקה צבאית, אגרו-כימיה וכימיקלים אחרים, תיירות, טכנולוגיה והשקעות הון סיכון - זאת באמצעות חברות מאוחדות, חברות מאוחדות באיחוד יחסי וחברות וכלולות. מבין החזקותיה העיקריות של כור ניתן למנות את מכתשים אגן, טלרד ושרתון מוריה (ישראל). בספט' 2007 הושלמה עסקת מיזוג לפיה נמכרה אי סי איי טלקום במלואה, ובכך חדלה כור מלהחזיק בה. עד יוני 2007 היתה מוגדרת כור כחברה כדואלית, כאשר מניותיה נסחרו הן בבורסה בתל אביב והן בניו-יורק. כאמור, נמחקו מניות כור מהמסחר ב-NYSE.

ניתוח טכני- המנייה פרצה בשבוע שעבר רמת התנגדות ששכנה ב 33300 נקודות בליווי מחזורי מסחר ערים והתקבל איתות קניה טכני. איתות מכירה יתקבל במידה והמנייה תשבור כלפי מטה את אזור 33000 נקודות.

**אלביט מערכות - (1081124)** - החברה, אלביט מערכות בע"מ, פועלת בתחום פרוייקטי השבחת פלטפורמות צבאיות מוטסות, יבשתיות וימיות ובפרוייקטים לפיתוח ויצור של מערכות משולבות עתירות תוכנה. כמו כן עוסקת אלביט מערכות בתכנון, פיתוח, יצור, שילוב ושיווק של מערכות ומוצרים אלקטרוניים ואלקטרו אופטיים מתקדמים עתירי תוכנה בתחום הצבאי ונגזרותיו ובמתן תמיכה ושירותים למוצרים ומערכות אלה.

ניתוח טכני - המניה ממשיכה להיסחר בין קו מגמה עולה לקו התנגדות עולה. פגשה השבוע את ההתנגדות האופקית ברמת 21010 הנקודות, רמה שעצרה את המניה בגל העליות האחרון (יחד עם קו ההתנגדות העולה) ושלחה אותה לתיקון. כרגע רמות 21010-21100 מהוות התנגדות אופקית. פריצה של איזור זה תאותת על אפשרות למהלך עולה לפחות עד לקו המגמה העולה. פריצה של קו המגמה העולה תהווה איתות קניה חזק יותר.

**בזן - (2590248)** - החברה, בתי זקוק לנפט בע"מ, יחד עם החברות הבנות שלה, הינן חברות תעשייתיות הפועלות בישראל והעוסקות בעיקר בייצור מוצרי נפט, מוצרים לתעשייה הפטרוכימית, חומרים ארומטיים לתעשיית הכימיה והפלסטיקה וייצור שמנים בסיסיים ושעווה.

עד ספט' 2006 הפעילה בזן בתי זיקוק בחיפה ובאשדוד. במסגרת הליך הפרטת החברה, פוצלה פעילותה באופן שבית הזיקוק באשדוד נמכר לחברה בת של החברה, אשר נמכרה במועד הפיצול לחברת פז נפט. נכון לפבר' 2007 מפעילה בזן את בית הזיקוק בחיפה בלבד.

ניתוח טכני - המניה פרצה בתחילת השבוע את ההתנגדות האופקית ששכנה ברמת 325 הנקודות ובמשך השבוע התבססה מעליה. ביום המסחר האחרון שברה המניה בחזרה את רמה זו אך נבלמה ע"י קו תמיכה עולה. שבירה של קו ז תשלח את המניה לבדוק את התמיכה הנמצאת ברמת 314 הנקודות. היפוך על קו זה ופריצה מחודשת של רמת 325 הנקודות ששבה להיות התנגדות תאותת על אפשרות כניסה מחודשת למניה כאשר השיא העולה האחרון הנמצא ברמת 333.50 הוא ההתנגדות הקרובה.

## על רגל אחת

**בריינסווי (1100718)** - המניה נמצאת במהלך של התכנסות מחירים. פריצת רמת ההתנגדות ברמת 450 נקודות תתן לדעתנו יעד ראשון לאיזור התנגדות אופקי ב- 500 נקודות.

**לודן (10181439)** - המניה פרצה את השיא ששכן ברמת 1710 נקודות בליווי מחזור ער. למי שמחזיק במנייה שבירת 1710 נקודות תהווה איתות טכני שלילי.

**דניה סיבוס (1084144)** - המניה שברה השבוע קו מגמה עולה קצר טווח אך נתמכה ביום המסחר האחרון מעל רמת התמיכה הנמצאת באיזור 5700 הנקודות. קיימת אפשרות כניסה אגרסיבית ברמה זו כאשר SL ימוקם בשבירה ברורה של רמה זו. איתות כניסה סולידי יתקבל בפריצת רמת 6500 הנקודות.



**הוט - (510016)** - המניה פרצה השבוע רמת התנגדות אופקית של 4800 הנקודות. לאחר שכבר נגעה ברמת 5500 הנקודות שבה ובדקה את הרמה שנפרצה ואכן הצליחה להיתמך מעליה. חשוב לראות שמחזורי המסחר גבוהים יותר בימי העליות מבימי הירידות. קיימת אפשרות כניסה ברמת המחירים הנוכחית עם SL בשבירת רמת 4800 הנקודות או בשבירת רמת 4680 הנקודות שהיא התמיכה הבאה מלמטה.

**כלכלית ירושלים (198010) -** המניה ממשיכה את הניתוח משבוע שעבר. נתמכת מעל רמת 8050 אותה פרצה בתחילת החודש. כרגע המניה נסחרת בין רמה זו לרמת 9000 ששימשה בעבר כהתנגדות וכתמיכה. התנגדות נוספת קיימת גם ע"י קו מגמה יורד שבלם את גל העליות האחרון. יציאה מאיזור זה של 8050-9000 יאותת על הכיוון להמשך כאשר שבירה של 8050 תשלח את המניה לבדוק את התמיכה הקיימת באיזור 7540 ופריצה של 9000 תוכל לאותת על אפשרות כניסה למניה עם יעד ראשון על 9540 ואח"כ איזור 9800.

**דמרי (1090315) -** מנייה עם סחירות בינונית לגבוהה בדר"כ. ניתן לראות לאחרונה כי המנייה נסחרת בהתכנסות מחירים- משמע- קו תומך עולה ומנגד קו התנגדות יורד שנפגשים ויוצרים תבנית דמוי משולש. פריצת \ שבירת התכנסות זו תעיד על המגמה להמשך- כאשר כרגע תמיכה נמצאת על אופקי 4600. סגירה מעל 5000 לדעתנו ותוך מחזור ער ייתן אתות חיובי ולמעשה פריצת ההתכנסות.

**דלק רכב (829010) -** מנייה עם סחירות גבוהה בדר"כ. בשלב זה תמיכת רמה אופקית 4800 עושה את העבודה – וכל פעם שמגיעים לתמיכה זו לאחרונה – נראה שהיא מקבלת יותר משמעות. למעשה לאחרונה נסחרת המנייה בסמוך לתמיכה זו – כאשר היעד הראשון מעל לתמיכה זו -מצוי השיא- על רמת 5400. כמו כן נתמכת המנייה גם על ממוצע 50 השוכן בקרבת תמיכת 4800.

**אמות (1097278) -** מנייה הנסחרת תוך מחזורי מסחר בינוניים\ נמוכים בדר"כ. ניתן לראות שלאחרונה נסחרת המנייה על קו מגמה עולה – וכל זמן שכך אזי התנועה היא כלפי מעלה. התנגדות ראשונה על 1284 וסגירה מעליה ייתן יעד ל- 1366.

**דורי הנדסה (473017) -** מנייה הנסחרת תוך מחזורי מסחר בינוניים\ גבוהים בדר"כ. לאחר מהלך עולה רצוף לאחרונה - מתממשת המנייה וכרגע התמיכה עומדת על רמת 400 שהיא גם תמיכה אופקית וגם תיקון פיבו יורד ש"ש למהלך העולה האחרון. כ"כ גם ממוצע 50 נמצא בסמוך ותומך. יש לציין כי הירידות האחרונות הינם תוך מחזורי מסחר נמוכים. אם כך – כעת תמיכה על 400 – התנגדות על 460. יציאה מתחום זה יעיד על ההמשך. כאשר שבירה וסגירה מתחת ל-400 מהווה SL.

## תחת זכוכית מגדלת – מידע פנים

מאת: [oded](#)

לא פעם אנו מסתכלים על מניה שעולה בעקביות ומציגה ביצועים משופרים לאורך זמן, מילים כ"איוסף" ו"העמסת סחורה" עפות לכל עבר, ואנחנו תוהים ומשתוממים "מה, לעזאזל, קורה במניה הזו, ולמה אני לא יודע על-כך כלום?". כעבור מספר ימים, כשמתפרסמת, למשל, הצעת רכש לאותה מניה ומחיר הצעת הרכש הנקוב גבוה באחוזים רבים ממחיר המניה בשוק, אנו שואלים את עצמנו מי היו אותם אנשים ברי-מזל שהיה ברשותם את המידע בדבר הצעת הרכש, שרכשו מניות בכמות גדולה טרם הפרסום, ושכעת גורפים רווחים עצומים? לצערנו, התשובה במקרה זה ברורה, ולמזל אין כאן בכלל תפקיד. לאנשים אלה היה מידע פנים. אמנם שתי מילים קטנות, אך בעלות משמעות עצומה.

במאמר זה אסקור בקצרה את נושא המסחר בעזרת מידע פנים, כפי שהוא משתקף מצורת המסחר במניות חברות המטרה, סביב מועד פרסום הצעות הרכש, ולקראת סופו אוסיף מספר מילים על הנושא בכללותו.



חוק ניירות ערך מגדיר מידע פנים כ"מידע על התפתחות בחברה, על שינוי במצבה, על התפתחות או שינוי צפויים, או מידע אחר על החברה, אשר אינו ידוע לציבור ואשר אילו נודע לציבור היה בו כדי לגרום שינוי משמעותי במחיר נייר ערך של החברה". בנוסף, הצורה החצי חזקה של תיאורית השוק היעיל טוענת כי מחיר נייר הערך משקף את כל המידע הציבורי הידוע לגביו, כך שרק אנשים אשר יש בידיהם מידע שאינו ידוע לכלל הציבור ("מידע פנים") יוכלו ע"י שימוש בו להשיג תשואה עודפת על תשואת השוק. במטרה למנוע מקרים של שימוש במידע פנים, בשנת 1981 נוסף לחוק ניירות הערך פרק ח'1, אשר אוסר על שימוש במידע זה, וכפי שמבהיר כבוד השופט מיכאל חשין בפסק דין רוזוב נ' מדינת ישראל (ע"פ 4675/97) "תכלית החוק היא למנוע ניצולה (לרעה) של עדיפות במידע והנחת היסוד בו היא, שאיסור על ניצול (לרעה) של מידע פנים יעשה צדק בין השחקנים בשוק ההון". למרות עונש המאסר המאיים של עד 5 שנות מאסר הקבוע בחוק, ובסיוע העובדה כי הוכחת עבירת השימוש במידע פנים היא מלאכה מורכבת ביותר, ניתן להניח, וזאת מבלי לקחת סיכון גדול מדי, כי מתבצע שימוש במידע פנים באופן כזה או אחר במסחר בניירות ערך בארץ ובחו"ל. מחקרים רבים בדקו האם השימוש במידע פנים עשוי להניב למחזיקים בו תשואות ורווחים גבוהים יותר מאשר תשואת השוק, בקשת רחבה מאוד של מיקרים בהם ניתן להניח כי מתבצע שימוש במידע זה. ככלל, מרבית המחקרים בתחום זה מבוצעים בדרך של מדידת תשואת המניות בהן יש חשד כי פועלים בהן גורמים בעלי מידע פנים, אל מול תשואת השוק באותה תקופה בדיוק. מחקרים שונים לוקחים בחשבון פרמטרים נוספים, אולם זה הבסיס שעומד ברובם של מחקרים אלה.

המחקרים החשובים הראשונים שבדקו האם בעלי עניין משיגים תשואות עודפות במסחר בניירות ערך של חברותיהן, דהיינו קניה ומכירה של מניות החברות בהן הם מוגדרים כבעלי עניין, נערכו ע"י [Jaffe [1974] ו-[Finnerty [1976]. מתוצאות מחקריהם עולה כי באופן עקבי השיגו בעלי העניין תשואות עודפות משמעותיות על-פני השוק, ולמעשה הם "מכים את השוק" ללא עוררין, כפי שנהוג לומר. לגבי הציבור שאינו נמנה על בעלי-העניין, מתברר כי בהתחשב בעמלות הכרוכות במכירה וקניית המניות, אותו ציבור יוכל להשיג תשואות עודפות רק אם יחזיק את אותן מניות לתקופה של חודשים.

ראוי לציין כי בשני מחקרים אלה, המידע בדבר הפעולות של בעלי-העניין הגיע מהירחון של הרשות לניירות ערך האמריקאית, ובו מדווחות אך ורק פעולות שנעשו ע"י בעלי-עניין, ואינו כולל מידע בדבר פעולות של משקיעים פוטנציאליים נוספים כדוגמת קרובים, חברים או עובדים אחרים, שהיתה להם גישה למידע הפנים. מאחר וכמעט בלתי אפשרי לאתר שימוש במידע פנים בזמן אמת, אפקט של שימוש במידע זה עשוי לבוא לידי ביטוי כאשר חברה רוכשת חברה אחרת, וזאת ע"י התנהגות מניות החברה הנרכשת טרם ההודעה בדבר הצעת הרכש, מתוך הנחה כי גם משקיעים אלה רוכשים את מניות החברות הנרכשות, וזאת, כאמור, מבלי לדווח על כך שכן הם כלל אינם נדרשים לעשות זאת.

בתחום זה נעשו מחקרים רבים, אך ראוי לציין במיוחד את המחקרים שנעשו ע"י Halpern [1974], Mandelker [1974], Keown and Pinkerton [1981] ו-[Gregor, Mitchell and Stafford [2001], אשר הראו כי מניות חברות המטרה משיגות תשואות עודפות ניכרות בתקופה שלפני הצעת הרכש (כל מחקר בחן פרקי זמן שונים), ומהיום שלאחר ההודעה על המיזוג כמעט שאין שינוי בתשואת המניות יחסית לתשואתן הנורמלית. לקריאה נוספת ניתן לעיין במחקרים המופיעים בקובץ המצורף בסוף המאמר.

בכל הנוגע למחקרים שנעשו על מידע פנים והצעות רכש בארץ, עולים ממצאים דומים. יגיל זיו [1999], למשל, בדקו 113 מיזוגים ורכישות שהתבצעו בין השנים 1991 ל-1996, וגילו כי גם בארץ, מניות החברות הנרכשות השיגו תשואה עודפת של כ-10% החל מחודשיים לפני הצעת הרכש ועד לשבועיים אחריה.

ממחקרים אלה, ועוד רבים נוספים, עולה, אם-כן, כי משקיעים אשר ברשותם גישה למידע פנים, יכולים לסחור בעזרתו ולהשיג תשואות עודפות וגבוהות באופן עקבי, בפרט כאשר מדובר בהצעות רכש. אולם, אם בחלק מהמקרים ניתן לזהות תנועות שנעשות ע"י שימוש במידע פנים, בכל הנוגע להצעות רכש, בפני הרשויות האמונות על האיתור והמניעה של שימוש במידע פנים עומדת משימה קשה ביותר.

כאשר חברה ניגשת להציע הצעת רכש למניותיה או למניות חברה אחרת, היא נזקקת לשירותיהם של אנשי מקצוע רבים, אשר כפועל יוצא מעבודתם על ההצעה נחשפים לפרטיה. אנשים אלה עשויים לכלול משרדי עורכי-דין, משרדי רואי-חשבון, בנקים, אנשי יחסי ציבור, ועוד. חשוב לזכור כי כל אדם הנוגע באופן ישיר במידע בדבר הצעת הרכש עשוי להעבירו לאדם אחר, וכך המעגלים אשר מתוודעים להצעת הרכש הנרקמת הולכים ומתרחבים במהירות. התרחבות זו היא שמקשה על הרשויות לאתר את כל אותם אנשים שעשויים להשתמש במידע פנים ולסחור תוך ניצולו. מכאן ניתן להניח כי לא רק שמתקיימת דליפה של מידע אשר מגיע אל השוק, אלא שעד מועד ההצעה עצמה עבר מספיק זמן כדי שחלק ניכר מהשוק כבר יכיר את המידע, ומחירי המניות כבר ישקפו מידע זה באופן חלקי, אף-על-פי שמידע זה טרם פורסם בפומבי. למרות שניתן להניח כי שימוש במידע פנים לפני מיזוגים הוא יחסית נפוץ, איתור מי שעושה שימוש במידע זה בזמן אמת הינו, כאמור, כמעט ובלתי אפשרי, שכן בנוסף לאמור לעיל, קיימות דרכים רבות בהן משקיעים

בעלי מידע פנים יכולים לחמוק מהרשויות, בין אם יעשו זאת למשל ע"י ביצוע פעולות קנייה ומכירה מחשבוניות בנק שונים, או "יעזרו" בבני משפחה וחברים. מעבר לכך, עצם ההוכחה כי פלוני ביצע פעולה כלשהי בנייר ערך על בסיס מידע פנים שהיה ברשותו, היא לכשעצמה קשה ומסובכת, אולם כאן נכנסות לתמונה רשויות החוק, שתפקידן הוא לאתר את אלה הסוחרים בעזרת מידע הפנים ולמצות איתם את הדין.

למרות חוסר השוויון הברור הנוצר כתוצאה מהימצאותו של מידע פנים בידי מספר משקיעים, אשר כפי שהראיתי ניתן לזהותו בקלות למשל בצורת המסחר במניות חברות המטרה טרם פרסום הצעת רכש, קיימות מדינות אשר אינן אוסרות על מסחר בעזרת מידע פנים. ניתן להניח כי המחשבה העומדת מאחורי קו זה היא שדווקא נושאי המשרה והעובדים הבכירים של חברות בורסאיות, אשר מטבע הדברים חשופים לפעילותן העסקית כתוצאה מעבודתם בהן, יזרימו את המידע החדש לשוק בצורה איטית, ובכך יתרמו לתמחור נכון והוגן של מחיר המניה. על-כן, באם ייאסר השימוש במידע פנים, אותו מידע חשוב יישאר בידי אותם בכירים מעטים, וחוסר הגעתו לשוק ימנע ממחירי המניות לשקף את שוויון האמיתי, כך שהתרת השימוש במידע פנים למעשה דווקא מסייעת להתפתחותו של שוק הון יעיל...

ככלל, נושא השימוש במידע פנים הינו סבוך ביותר. עם התפתחותו של שוק ההון ופיתוחם של כלים ומכשירים פיננסיים חדשים, גם ההגדרות ה"מסורתיות" יאלצו להשתנות, ויהיה צורך להגדיר מחדש למשל מהו מידע פנים, מה מוגדר כשימוש במידע פנים, ומי הם אותם אנשים שנמצאים בתוך אותה קבוצה הנקראת "אנשי פנים". האם בעל בית דפוס המדפיס דוחות כספיים של חברה ולאחר מכן רוכש את מניות אותה חברה עובר על עבירת שימוש במידע פנים? ומה לגבי איש מכירות שהבחין שבתקופה מסוימת היקפי המכירות בחברה בה הוא עובד גדלים בצורה משמעותית, ורץ לקנות את מניותיה בבורסה מתוך הנחה כי החברה עתידה להציג ביצועים משופרים, דבר שישפיע לטובה על דוחותיה? האם גם הוא משתמש במידע פנים?

כמובן שקיימות דוגמאות רבות ומסובכות הרבה יותר. האם מקורבים לבנימין נתניהו ואריק שרון, אשר מידע בדבר התפטרותו של נתניהו ואשפוזו של שרון הגיע אליהם טרם הגעתו לשוק, ואפשר להם לגרוף רווחים עצומים ע"י רכישת אופציות put (למשל), ניתן לסווג כשימוש במידע פנים? והאם חֶטֶא הרמטכ"ל לשעבר דן חלוץ כשמכר את תיק מניותיו טרם ההחלטה על יציאה למלחמת לבנון השנייה, החלטה אשר הפילה באותו יום את מדדי המניות? בשתי הדוגמאות הללו ניתן לומר כי מאחר וחוק ניירות ערך מתייחס למידע פנים הנוגע לחברות בלבד, המשקיעים למעשה לא עברו על החוק היבש. אולם הבעייתיות זועקת לשמיים, והרשויות תאלצנה למצוא פתרונות גם למקרים כגון אלה.

כפי שראינו, לחלק מהשאלות דווקא יש תשובות אך הן בעייתיות מאוד לכשעצמן, לחלקן החוק היבש עדיין לא מצא תשובה, ואת חלקן הציבור הוא ששופט, עפ"י אמות המידה האתיים והמוסריים המקובלים והנהוגים בו. בסופו של דבר, כולנו משחקים במשחק שתוצאותיו ידועות מראש – בעלי מידע הפנים ישיגו תשואות טובות יותר מהמשקיע הממוצע, ולו בזכות המידע יקר הערך שברשותם.

מעניין יהיה לבחון את הנושא בשנים הקרובות, לאור הקלות הרבה בהשגת מידע, השפעת האינטרנט, והשימוש במערכות מסחר משוכללות, שעשויים מצד אחד להקל על הגעת המידע לציבור רחב יותר של משקיעים, ומן הצד השני להקל על מי שברשותו מידע הפנים, להסתיר ולהסוות את פעולותיו. כמובן שיהיה מעניין גם לבחון את התפתחות התחום מן הפן המשפטי שלו.

אסיים במשפט מתוך ספרו הנהדר של הסופר מארק האדון, "המקרה המוזר של הכלב בשעת לילה": "העולם מלא בדברים מובנים מאליהם שבני האדם פשוט אינם מבחינים בהם". נראה שגם אופן המסחר לפני אירועים משמעותיים בחייהן של חברות בורסאיות מתאים במדויק לקביעה זו.

כל הגרפים בסקירה זו הופקו באמצעות תוכנת בורסה גרף לניתוח טכני – [www.bursagraph.com](http://www.bursagraph.com)

סקירה זו נועדה על מנת לעזור לאנשים לקבל ראיית מבט אישית של צוות ספונסר לגבי השוק ולגבי כיוונים אפשריים שלו אך כותב ההודעה אינו יכול להיות בטוח בהתבצעות התרחישים המועלים כמו שאין שום דבר בטוח בשוק ההון בכלל.

לגבי כל המניות שהוזכרו לעיל אין באמור בהודעה זו המלצה או ייעוץ לקנות או למכור או לבצע כל פעולה אחרת במניות שהוזכרו, כותב השורות עלול להחזיק בחלק מהמניות המדוברות.

אין בסקירה זו משום המלצה לקנות את הנייר או למכרו והעושה זאת פועל על סמך שיקול דעתו בלבד.

אין באמור לעייל משום ייעוץ או המלצה לקנייה או מכירה של ני"ע ו/או מכשירים פיננסיים.

