

תיבה ד'-1: גלי ההנפקות וביצועי החברות לאחר ההנפקה בבורסה

- בשנים 2022–20 התרחש גל הנפקות בבורסה בישראל, כחלק מתופעה עולמית של התעוררות בפעילות ההנפקות. היקף ההנפקות בישראל בלט בהשוואה למדינות המפותחות האחרות.
- ביצועי המניות שהונפקו בשוק הראשוני בישראל בחמש השנים הראשונות שלאחר ההנפקה נחותים מאלה של המניות האחרות בשוק.
- תרומתן של מניות החברות שהנפיקו לראשונה להיקפי הנזילות והסחירות בשוק מעטה – מה שמתבטא באי הכללתן במדדי הבורסה.

1. עיקרי הדברים

בשנים 2022–2020 התרחש בבורסה בתל אביב גל הנפקות חדשות שלא היה לו תקדים ב-20 השנים האחרונות: 133 חברות הנפיקו את מניותיהן לציבור לראשונה. כאשר בוחנים את ההנפקות של חברות חדשות לאורך זמן ניתן לראות כי ההנפקות מגיעות ב"גלים": תקופה של פעילות הנפקות ערה מתחלפת בתקופה של פעילות נמוכה עד כדי העדר הנפקות כמעט מוחלט. פעילות ההנפקות מתואמת עם תנאי השוק: בשוק עולה הפעילות ערה, ובשוק יורד היקף ההנפקות נמוך (איור 1).

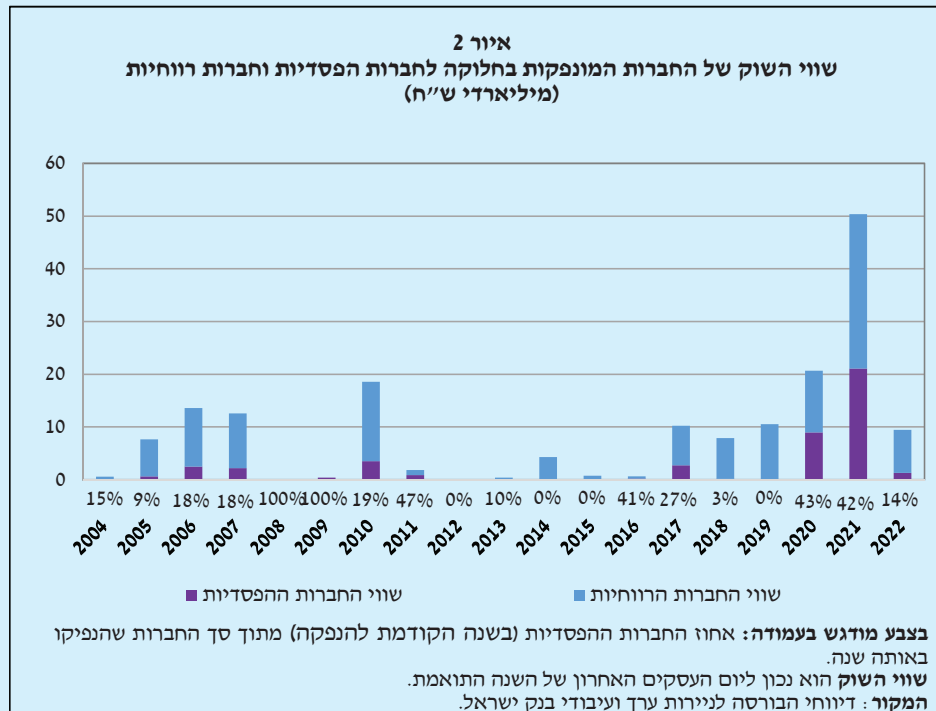


גל ההנפקות של השנים 2020–2022 בישראל היה חלק מתופעה עולמית של התעוררות פעילות ההנפקות בתקופה זו. עם זאת, הגל בישראל בולט בהיקפו ביחס לשאר המדינות בעולם.¹ בתיבה זו נבחנו ההנפקות של גלי הנפקות קודמים ושל גל הנוכחי בפרמטרים שונים: שיעור החברות ה"הפסדיות"² מתוך החברות המנפיקות וביצועי המניות של החברות לאחר הנפקה (בטווח הארוך). נבחנה גם השאלה אם חברות המונפקות בגלי הנפקות נכללות בהמשך דרכן במדדי הבורסה; זאת משום שאיכות המסחר (הסחירות, הכמות הצפה וכד') של החברות הכלולות במדדים המובילים גבוהה משמעותית מזו של שאר החברות.

נמצא ששיעור החברות ההפסדיות עולה עם מספר ההנפקות בתקופה נתונה, וכי בחמש השנים הראשונות מיום ההנפקה כלל החברות המנפיקות מציגות (בממוצע) תשואות עודפות שליליות (ביחס לשוק). כמו כן נמצא שגלי הנפקות מאופיינים בשיעור גבוה של חברות שאינן מצליחות, בהמשך המסחר בהן, להיכלל באחד המדדים של הבורסה.

2. מאפייני גלי ההנפקות

מהמדגם שנבחר (2000–2022) עולה כי ההנפקות בבורסה בתל אביב הגיעו בעיקר בשני גלים: הגל הראשון התרחש בשנים 2004–2007 ונקטע על רקע המשבר הפיננסי הגדול, והגל השני התרחש בשנים 2020–2022, בתקופת היציאה ממשבר הקורונה. שנת 2021 הייתה חריגה בפרספקטיבה של עשרים השנים האחרונות. הגל השני נקטע בשנת 2022, על רקע החמרת התנאים הפיננסיים בעולם והעלאות ריבית משמעותיות בעולם ובישראל. ניתוח של מאפייני החברות מעלה הבדלים בין שני הגלים: ההנפקות של הגל השני מאופיינות בשיעור גבוה וחריג של חברות הפסדיות ביחס לחברות שהונפקו בשנים הקודמות (איור 2). הסבר אפשרי להבדל נעוץ בהרכב החברות: בגל של שנות ה-2000 בלטו



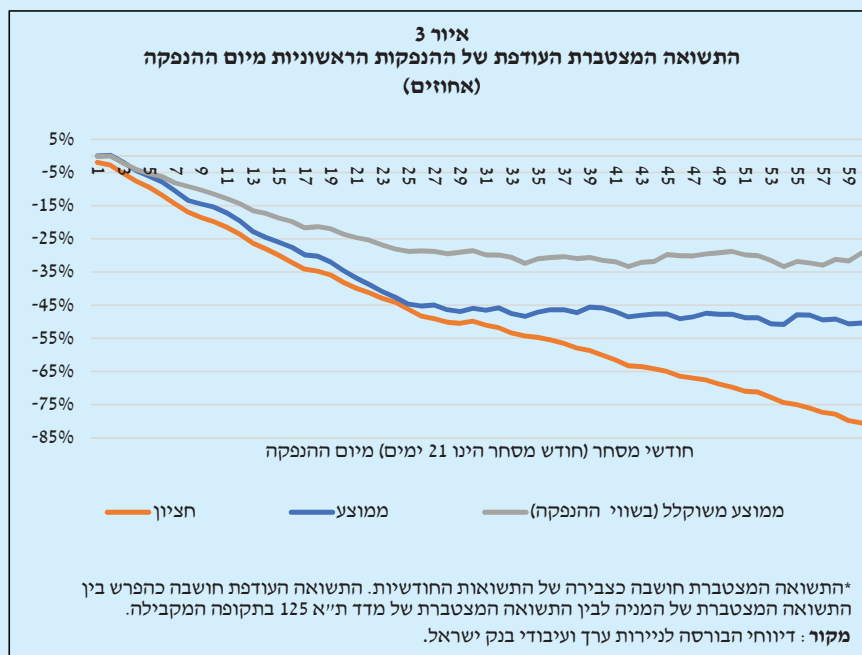
¹ "שיעור החברות החדשות בבורסה בת"א אביב הינו במקום השני בעולם". פרסומי הבורסה לניירות ערך.

² חברות הפסדיות הן חברות שהציגו רווח שלילי בשנה שקדמה להנפקה.

בעיקר חברות מסחר ושירותים, ואילו בגל של 2020 בלטו חברות היי-טק, שהיו הרוב המוחלט (כ-75%) של החברות ההפסדיות. חברות היי-טק ללא רווחים נחשבות לחברות בסיכון גבוה יחסית. לרוב אלה חברות צעירות, שטרם הציגו רווחים, ולכן אי-הוודאות באשר להמשך פעילותן גבוהה מזו של חברות רווחיות. הגל השני אופייני אפוא בסיכון גבוה יותר מאשר הראשון.

א. ביצועי המניות לאחר הנפקה

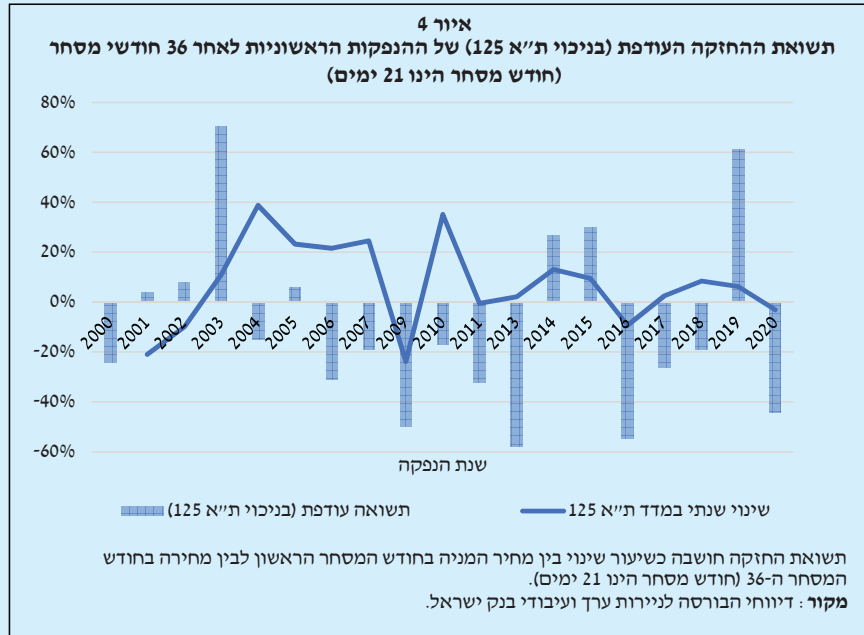
מחקרים שבחנו את ביצועיהן של מניות לאחר ההנפקה הראשונית הראו כי המניות מאופיינות בביצועי חסר, שבאו לידי ביטוי בתשואות עודפות שליליות ביחס לשוק בכלל וביחס לחברות בעלות שווי שוק דומה מאותו ענף בפרט.³ בתיבה זו חושבה התשואה המצטברת העודפת (בניכוי תשואת מדד ת"א 125) מיום ההנפקה (איור 3). ניתן לראות כי התשואה המצטברת (החציונית) הופכת עם הזמן לשלילית יותר; משמע שהחברות מציגות, בהמשך דרכן, ביצועים נחותים ביחס לשוק.⁴ כדי להתייחס לעובדה שההנפקות אינן מתפלגות באופן אחיד על פני זמן אלא באות בגלים, חושבה לגבי כל שנת הנפקה תשואת ההחזקה במשך 36 חודשי מסחר.⁵ התוצאות מוצגות באיור 4, המראה שברוב השנים אשר נבחנו הייתה למניות אלו תשואת חסר, ובכלל זה גם בתקופות של פעילות הנפקות ערה (גלי ההנפקות של 2004–2007 ושנת 2020, שהיא חלק מהגל של 2020–2021).



³ (Ritter, 1991, Ritter and Welch, 2002); Coakley et al., 2008

⁴ הואיל ובמהלך הזמן חברות נמחקות מהמסחר מסיבות שונות, החישוב מניח שהכסף אשר הושקע בחברות שנמחקו מושקע מחדש באופן אחיד במניות של חברות הממשיכות להיסחר.

⁵ חודש מסחר מוגדר כ-21 ימי מסחר, כך ש-36 חודשי מסחר מקיפים תקופה של כשתי שנים קלנדריות.



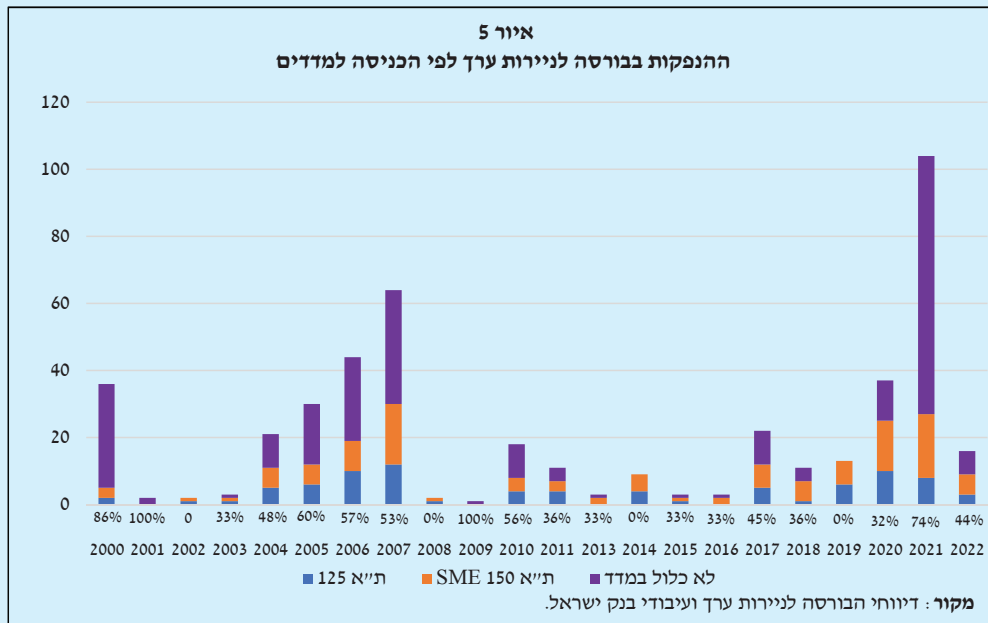
ב. בחינה של הכללת ההנפקות במדדי הבורסה

תדירות המסחר היא גורם משמעותי בקביעת איכותו של השוק המשני בבורסה. העובדה שרוב פעילותה של הבורסה ממוקדת בקבוצה מצומצמת של חברות, הנכללות במדדים המובילים שלה בעוד ששאר החברות מאופיינות בנתוני מסחר נחותים יחסית, מדגישה את חשיבות ההיכללות במדדים. לכן אחד הקריטריונים האפשריים לבחינת התפתחות של חברה מנפיקה הוא כניסתה למדד מניות של הבורסה. כניסת חברה למדד מעידה על הצלחת החברה משתי סיבות: ראשית, הכניסה מותנית בקריטריונים כגון שווי השוק, הכמות הצפה⁶ והסחירות, הנקבעים על ידי הבורסה, כך שרישום למדד מרכזי מאותת כי החברה עמדה בדרישות הבורסה, כלומר נחשבת לחברה איכותית; שנית, רישום למדד מעורר תשומת לב של המשקיעים לחברה, וכך מסייע לה בפעילות העסקית ובגיוסי הון עתידיים, ואף מגביר את תדירות המסחר במניותיה. מסיבות אלו בדקנו את שיעור החברות המנפיקות שהצליחו להיכנס למדד ת"א 125⁷ (לשעבר מדד ת"א 100), כבנצימרק לחברות גדולות יחסית, ולמדד ת"א 150SME,⁸ כבנצימרק לחברות קטנות. התוצאות, המוצגות באיור 5, מראות ששנים של גלי הנפקות מאופיינות בשיעור גבוה של חברות שאינן מצליחות, בהמשך המסחר בהן, להיכלל באחד המדדים. עם זאת חשוב לציין שחברה זקוקה, בממוצע, ל-4.35 שנות מסחר (החציון הוא 3.54 שנים) כדי להיכנס למדד ת"א 125 ול-5.28 שנים (החציון הוא 2.46) כדי להיכנס למדד ת"א 150SME; לפיכך באשר לגל האחרון נראה שעדיין מוקדם מדי להעריך את הצלחתן של החברות מבחינה זו.

⁶ הכמות הצפה של מניה היא ההון הרשום למסחר בידי הציבור הרחב (ולא בידי בעלי עניין).

⁷ למדד ת"א 125 נכנסות 125 מניות בעלות שווי השוק הגבוה ביותר ממאגר "רימון". תנאי הכניסה למאגר "רימון" הם שיעור מינימלי של החזקות הציבור (כ 30%), שווי שוק ממוצע מינימלי של החזקות הציבור (כ-100 מיליון ש"ח) ומינימום סחירות (המחזור היומי הממוצע) של כ-50 אלף ש"ח) במחצית השנה האחרונה.

⁸ במדד ת"א 150SME נכללות 90 המניות בעלות שווי השוק הנמוך ביותר במדד ת"א 125 ונוסף עליהן 60 המניות בעלות שווי השוק הגבוה ביותר במאגר "רימון" שאינן נכללות בת"א 125.



3. מקורות

- Coakley, J., Hadass, L., & Wood, A. (2008). "Hot IPOs can damage your long-run wealth!" *Applied Financial Economics*, 18(14), 1111–1120.
- Ritter, J. R. (1991). "The Long-Run Performance of initial Public Offerings", *The Journal of Finance*, 46(1), 3–27.
- Ritter, J. R., and Welch, I. (2002). A review of IPO activity, pricing, and allocations. *Journal of Finance*, 57(4), 1795–1828.