אוניברסיטת תל-אביב TEL AVIV UNIVERSITY

מכון יוסף קסירר
למחקר בחשבונאות
THE JOSEPH KASIERER
INSTITUTE FOR RESEARCH
IN ACCOUNTING

היבטים של עסקאות מכירה בחסר

דן גלאי
רויטל אבירם

1996 מרץ

אוניברסיטת תל-אביב TELAVIV UNIVERSITY

מכון יוסף קסירר
למחקר בחשבונאות
THE JOSEPH KASIERER
INSTITUTE FOR RESEARCH
IN ACCOUNTING

היבטים של עסקאות מכירה בחסר

דן גלאי
רויטל אבירם

אוגוסט 1996

היבטים של עסקאות מכירה בחסר

דן גלאי

רויטל אבירם

ברצוננו להביע את תודתנו והערכתנו העמוקה לפרופ' יצחק סוארי, לפרופ' מנחם ברנר, לד"ר יהושע רוזנצוויג ולמר דרור שליט על הערותיהם המועילות, ולמכון יוסף קסירר למחקר בחשבונאות - עבור מימון המחקר.

תוכן העניינים

עמוד

1. הצגת הנושא. 1

2. מאפייני עיסקת מכירה בחסר

2.1 היבטים מצד השואל. 3

2.2 היבטים מצד המשאיל 6

2.3 היבטים מצד המתווך הפיננסי 8

2.4 היבטים של שוק ההון. 8

3. ההיבטים הכלכליים של עסקה בחסר

3.1 הביקוש, ההיצע ועלות העסקה 14

3.2 כלל ה- UP-TICK. 16

3.3 מגבלה לגבי תקופת השורט. 19

3.4 שורט סיננטי 20

4. ההיבטים המשפטיים של עסקה בחסר 22

5. עסקאות מכירה בחסר - בבורסה בישראל

5.1 שוק ההון בישראל 25

5.2 הוראות הבורסה 30

5.3 כללי קרנות נאמנות 36

6. עסקאות מכירה בחסר - מיסוי

6.1 המס החל על המשאיל 38

6.2 המס החל על השואל. 40

6.3 המס החל על הרוכש. 47

תוכן העניינים - המשך

עמוד

7. עסקאות מכירה בחסר - הטיפול החשבונאי

7.1 תקן בינלאומי 32 48

7.2 הטיפול החשבונאי המוצע בספרי המשאיל. 51

7.3 הטיפול החשבונאי המוצע בספרי השואל. 55

7.4 הטיפול החשבונאי במניות חברה מוחזקת שהושאלו 58

8. הערות סיכום 60

9. נספח

9.1 פרק י"ח לתקנון הבורסה. 64

9.2 רשימה ביבליוגרפית 68

היבטים של עסקאות מכירה בחסר

פרק 1
הצגת הנושא

משקיע רציונלי בשוק ההון רוכש נייר ערך כשהוא מצפה שערכו עומד לעלות, ולמכור נייר ערך כשהוא מצפה שערכו עומד לרדת. הפעולה של מכירת נייר ערך שטרם נרכש נקראת "**עסקת מכירה בחסר**". עסקת מכירה בחסר (או SHROT SALE בלעז) מורכבת מארבעה שחקנים בשוק ההון - משאיל, שואל, מתווך פיננסי ורוכש.

המשאיל - הינו בעל נייר ערך המשאיל אותו לשואל לתקופת זמן מוגבלת, בדרך כלל בהסכם השאלה ובדרך כלל תמורת דמי השאלה.

השואל (השורטיסט) - הינו אדם השואל מאדם אחר נייר ערך, תוך שהוא מתחייב להחזירו לו במועד עתידי, בתנאים הנרשמים בהסכם ההשאלה. את נייר הערך המושאל רשאי השואל למכור לצד ג' - הרוכש.

המתווך הפיננסי - הינו גוף פיננסי הפועל להפגיש בין השואל והמשאיל תוך לקיחת חלק מהסיכון. המתווך דואג לפרטים הטכניים של העיסקה, תמורת דמי עמלה.

הרוכש - הינו צד שלישי בעיסקה, הרוכש נייר ערך משואל ואין הוא מודע כלל שנייר הערך שרכש מקורו בעיסקה בחסר.

שם העיסקה "מכירה בחסר" מתאר את הפעולה הנעשית על ידי השואל - מכירת נייר ערך שאינו שלו, תוך כדי שהוא מתחייב לרכשו בזמן כלשהו בעתיד. אולם, אין שם העיסקה מעיד לגבי מעמדה בידי המשאיל או לגבי מערכת היחסים בה התקשרו השואל והמשאיל.

בשווקים רבים אסור לבצע עיסקאות בחסר ולמכור נכס שאינו בבעלותו של המוכר. ככל ששוק ההון מפותח יותר, ממוחשב יותר ויעיל יותר, בדרך כלל תתחיל להתפתח הדרישה לביצוע עסקאות בחסר, המסייעים בשכלול השוק ובהגדלת הנזילות בו.

ביצוע עסקאות בחסר הינו בעיה המורכבת ממספר היבטים. היבט מעשי טכני, היבט כלכלי, היבט חוקי-משפטי, היבט מיסויי והיבט חשבונאי.

מרבית הבעיות נובעות מהעובדה שבעל נייר הערך אינו מחזיק בו בפועל, וכי בו בעת נוצר בעל נייר ערך נוסף - הרוכש או השואל אם טרם מכר את הנייר שהשאיל. כפל החזקה זה מעורר שאלות רבות הנוגעות ליחס בין המחזיק (המחזיק הרשמי - המשאיל והמחזיק בפועל - השואל או הרוכש) לבין החברה המוחזקת. כך למשל מתעוררות שאלות לגבי מי זכאי לדיבידנד שמוכרז באותה תקופה, מיהו בעל זכויות ההצבעה בחברה, למי הזכויות בעת פירוק, פשיטת רגל או מיזוג, מה קורה אם ישנה הפסקת מסחר, האם יש לדווח על אחזקה של מניות מושאלות מעל לשיעור מסויים לגופים כגון הבורסה, רשות ניירות ערך, הפיקוח על הבנקים, הפיקוח על הביטוח, מיהו בעל הזכויות לצורך יישום גילויי הדעת החשבונאים השונים, מתי נדרש שינוי שיטת הדיווח החשבונאית כאשר מניות שליטה ניתנו בהשאלה ועוד.

בחיפוש אחר הפתרון לבעיות האמורות מתעוררת השאלה הבסיסית והיא מדוע צריך בכלל את מנגנון ההשאלה ומדוע לא לחילופין, למשל, למכור ניירות ערך עם בטחונות מתאימים לרכישתם חזרה במועד מאוחר יותר. התשובה כמובן נעוצה בכך שמדובר בנכס פיסי - נייר ערך שהוא נכס בסיס, שיש לו, מלבד שווי כלכלי, גם זכויות שונות, כגון זכויות הצבעה, זכויות למנות מנהלים, זכויות ברווחים, זכויות בפירוק ולכן לא ניתן למכור נכס פיסי שלא קיים ולא ניתן כמובן לגוף כלשהו להנפיק זכויות בגוף אחר. לכן הדרך היחידה לבצע עיסקת מכירה בחסר היא על ידי השגת נכס הבסיס בהשאלה.

הבעייתיות שבעיסקה האמורה מחייבת, בדרך כלל, קביעת כללים ונוהלים לביצוע עיסקאות בחסר, תוך הגבלת העיסקאות לעיסקאות מסויימות בלבד.

בעבודה זו נבצע ניתוח מטריציוני של האספקטים השונים - כלכלי, משפטי, חשבונאי ומיסויי, לגבי כל אחד מהשחקנים השונים - משאיל, שואל, מתווך פיננסי ורוכש, ונציג את הבעיות והשאלות המתעוררות מניתוח ובחינת התמריצים החיובים והשליליים שיכולים לנבוע מכל אחת משיטות הטיפול המוצעות.

פרק 2
מאפייני עיסקת מכירה בחסר

2.1 היבטים מצד השואל

יכולים להיות שני מניעים כלכליים עיקריים לעיסקה בחסר, אשר הינם בדרך כלל קשורים ביניהם. האחד - מימוני והשני - ספקולטיבי.

ההיבט המימוני - עסקת מכירה בחסר מורכבת מתזרים מזומנים חיובי בהתחלה, אשר יש להשיבו בסוף תקופה, שכן השואל מקבל את תמורת נייר הערך שמכר חלף התחייבותו לרכוש את נייר הערך ולהחזירו בעתיד. מרכיב הריבית בעסקה מתבטא בשינוי הצפוי במחיר נייר הערך ובדמי ההשאלה, שינוי הכולל בתוכו בתוחלת גם את פרמיית הסיכון. יחד עם זאת יש להדגיש כי פעמים רבות הבטחונות הנדרשים בעיסקת השורט עלולים לבטל את היתרון המימוני האמור (כמו למשל כאשר נדרשים להפקיד בידי חבר בורסה את מלוא סכום העיסקה במזומנים).

ההיבט הספקולטיבי - מתייחס לציפיות לרווח צפוי מירידת מחיר נייר הערך. באופן פשטני מקובלת הטענה כי האסטרטגיה להרויח בשוק ניירות ערך יורד היא על ידי ביצוע עסקה בחסר. השורטיסט, קרי שואל ניירות הערך, משתמש באסטרטגיה זו רק כשהוא מאמין שהשוק עומד לרדת או מחיר הנייר הספציפי עומד לרדת. במקרה זה כדאי למכור את נייר הערך בהווה, כשמחירו גבוה, ולרכוש אותו רק בעתיד כאשר מחירו יירד.

במציאות, העסקאות סבוכות יותר ומניעים שונים קיימים לכניסה לעסקאות שורט כמו גורמים ספציפיים של הענף או החברה. כך למשל ניתן לבצע אסטרטגית השקעה בה יבוצעו עסקות שורט גם במצבי צמיחה כאשר השורטיסט עובד לפי אסטרטגיה של תיק השקעות בסיכון שיטתי אפס ומנסה להרויח על הדיפרנציאל של שתי מניות של חברות מתחום פעילות דומה אשר לפי הציפיות מחירן יעלה בקצב שונה. באסטרטגיה זו השורטיסט קונה את המניה שהוא מאמין שתשתפר ומוכר את זו שהוא מאמין שבאופן יחסי תרד.

דוגמא נוספת הינה שימוש במכירה בחסר במסגרת ביצוע אסטרטגית השקעה מול אסטרטגיה סטטית או דינמית או ביצוע ארביטראג'ים, למשל בין בורסות. ניתן לבצע אסטרטגיה של SHORT AGAINST THE BOX בה השורטיסט מחזיק את נייר הערך עצמו (נכס הבסיס) ומבצע לגביו עסקת שורט כשהנייר משמש לו כביטחון. כך הוא נותר בעל זכויות ההצבעה ומנטרל את הסיכון בעיסקה.

עסקות מכירה בחסר הינן עסקות בעלות מרכיב סיכון גבוה. בפני השואל עומדים בעיקר הסיכונים הבאים:

1. חשיפה להפסד בסכום בלתי מוגבל במידה ומחיר נייר הערך יעלה ולא ירד;
2. במועד פקיעת חוזה ההשאלה לא ניתן לרכוש חזרה את כל הכמות שהושאלה (קונים בלבד, מוכרים בלבד, ביצוע חלקי, חוסר נזילות בשוק);
3. החברה הרלבנטית פשטה את הרגל;
4. הופסק המסחר בנייר הערך במועד פקיעת חוזה ההשאלה (בשל חקירות למשל);
5. השואל עצמו פשט את הרגל.

בדרך כלל עדיף להיכנס לפוזיציה של שורט במצב בו מחזורי המסחר גבוהים יותר שכן אז הסיכון היחסי נמוך יותר. יש שווקים האוסרים על שורט בניירות ערך בעלי סחירות נמוכה.

ביצוע פעולות שורט מחייב היכרות טובה עם שוק ההון, הענף והחברה הפועלת בו, לרבות ניתוחים פיננסיים שונים ולכן בדרך כלל השורטיסטים הם גופים מקצועיים.

החוק הישראלי, ובמדינות רבות בעולם, אוסר על מכירת נכסים שאינם מצויים בידי המשקיע, פרט לחוזים עתידיים על סחורות או לשם השקעה בשוק האופציות בחוזים עתידיים על מדד המעו"ף. כיוון שכך, לשם ביצוע העיסקה זקוק השואל לנייר הספציפי באופן זמני, כדי שיוכל למכרו, ולרכשו בשלב מאוחר יותר - על מנת לסגור את העיסקה ולהחזיר את נייר הערך שניתן לו במקור.

על פי פרק י"ח לתקנון הבורסה בישראל, שואל ומשאיל המתקשרים ביניהם בעסקת השאלה, צריכים לחתום על כתב השאלה. בכתב השאלה זה מפורטים תנאי ההתקשרות ביניהם הכוללים את הפרטים הבאים (סעיף 115(ז) לתקנון הבורסה): נתונים על זהותם של המשאיל והשואל, תאריך התחלת ההשאלה, שם נייר הערך המושאל ומספרו, כמות נייר הערך המושאל, פרטי ההסדרים ביניהם לענין חלוקת הכספים, הזכויות וההטבות המגיעים בגין ניירות הערך המושאלים בתקופת ההשאלה, הבטחונות והפיצוי בגין ההשאלה במידה וניתנו. המשאיל מתחייב שלא למכור את ניירות הערך שהשאיל ולא לעשות בהם כל עיסקה אחרת. השואל מתחייב להתכסות בניירות הערך ולהשיבם למשאיל תוך פרק זמן המוסכם על הצדדים ובלבד שלא יעלה על פרק זמן שנקבע בהנחיות הבורסה (פרק זמן זה נקבע לתקופה שלא תעלה על 90 יום).

בארצות הברית אין מנגנון של כתבי השאלה אלא מאגר משאילים באמצעות המתווך הבנקאי. כיוון שההשאלה נעשית ON CALL ויש ביטוח של הברוקר, הבעלים שהוא המשאיל, אדיש למעשה לעיסקת ההשאלה.

קיים בנוסף מצב של "**שורט טכני**" - מצב בו בשל ענינים טכניים משקיע בשוק ההון נכנס לפוזיצית שורט. כמו למשל, מכירה בתחילת יום כדי להתכסות במשך היום. או מצב בו בשל העובדה שהתהליך הטכני של מימוש אופציה למניה נמשך מספר ימים (בדרך כלל שלושה או ארבעה) נמכרה מניה שטרם נתקבלה. מצב זה יכול להיווצר ביום פקיעת האופציות כשמתברר כי מחיר המימוש נמוך ממחיר המניה ולכן כדאי לרכוש את האופציות ולממש את המניות. מימוש כאמור מותר בבורסה בישראל למרות שהמניה טרם הגיע לידי המממש. (פורמלית משקיע המעונין להיכנס לשורט טכני צריך לחתום על טופס "מימוש בלתי חוזר").

2.2 היבטים מצד המשאיל

אחת הסיבות לקושי בהתפתחות שוק העיסקאות בחסר הינו בעיית המשאילים. בדרך כלל קשה לאתר גופים שישאילו ניירות ערך שכן ההשאלה "נועלת" את ניר הערך של המשאיל עד למועד בו הניר חוזר לידיו בתום סיבוב השורט שביצע השואל. המשאיל נדרש בתקופת ההשאלה להתחייב לא לעשות שימוש בזכויות ההצבעה בחברה, לא לשעבד את ניירות הערך וכו'. ניתן להניח שמשאיל ניר ערך לתקופה קצובה, התכוון מלכתחילה להחזיק בו למשך אותה תקופה ולפיכך מצבו אינו מורע מעצם השאלת הניר וקבלתו חזרה בתום תקופת ההשאלה. למרות זאת, בתקופת ההשאלה חשוף המשאיל לסיכונים. ניתן להצביע על שלושה סיכונים עיקריים העומדים בפני המשאיל:

1. האפשרות שניר הערך המושאל לא יוחזר (כמו למשל בשל חוסר בסחורה בשוק) והמשאיל יקבל אמנם פיצוי כספי אך עלול לאבד את החזקתו בחברה.
2. חשש משינוי מבנה הבעלות בחברה. לפי הוראה של הבורסה עסקאות שורט בארץ מבוצעות רק לאחר כתיבת כתב השאלה בו מוותר המשאיל על זכויות ההצבעה שלו, והפקדת ניירות הערך בחשבון חסום למסחר.
3. השפעת עיסקת השורט על שווי ניירות הערך המושאלים. הגדלת היצע ניירות הערך מאפשר ללחוץ את מחירם כלפי מטה. יחד עם זאת השוק משיג שווי משקל יציב יותר, שמהווה משקל נגד למניפולציות בניירות ערך.

קיימת טענה כי עצם העובדה שמתבצעות עסקאות שורט על ניר ערך מסויים (נתונים אלה מפורסמים על ידי הבורסה) מהווה ראיה כי קיימים משקיעים המאמינים שהוא הגיע לשיאו ומחירו עומד לרדת. הם ממהרים לנטוש את "הספינה הטובעת" וגורמים לתחזית להתגשם. התוצאה הפוכה לאינטרס של המשאיל המעונין כי מחיר ניירות הערך שלו יעלה.

הפיצוי עבור הסיכון למשאיל הינם דמי ההשאלה. בדרך כלל דמי ההשאלה שהשואל משלם למשאיל נמוכים יחסית, ולכן, בשל התמורה הנמוכה למשאיל לעומת הסיכון הגבוה, קיים מצידו חוסר ענין כלכלי. אמנם, כמו בכל מפגש בין ביקוש והיצע יכול המשאיל לדרוש דמי השאלה גבוהים יותר, אבל אז עלול השואל לאבד עניין בעיסקה.

קיימים מקרים, בעיקר בארצות הברית, בהם דמי ההשאלה נמוכים ביותר בשל האפשרות לקרוא (ON CALL) לניירות ערך, לפי דרישה. גובה דמי ההשאלה נגזר, בין היתר, מאורך תקופת ההשאלה, הבטחונות בעיסקה, הכמות המושאלת, מחיר נייר הערך בשוק, רמת הסחירות של נייר הערך ועוד.

במדינות שונות, למשל בארצות הברית, נפתרה חלק מבעיית המשאילים על ידי כך שגופים מתווכים שונים (כמו המוסד הבנקאי המעמיד אשראי לניירות ערך, או ברוקרים מסויימים) התנו את שירותיהם, בין היתר, בחובת הלקוח להעמיד את ניירות הערך שלו לביצוע שורט. במקרים אלה מנוטרל חלק מסיכון בעלי ניירות הערך על ידי העברתו לברוקרים.

פעילים בשוק ההון מתייחסים בביטול לחששם של בעלי ניירות ערך להשאיל את ניירותיהם ומכנים אותו כחשש פסיכולוגי מביצוע הפעולה האמורה, חשש שלדעתם בטל לעומת היתרונות האדירים של פיתוח שוק עסקאות בחסר והשפעתו החיובית על הנזילות והשכלול של השוק. גופים שונים אשר מחתימים את הלקוחות על מתן היתר לביצוע עסקאות שורט בניירותיהם, מצביעים על חוסר ההגיון להשאיר נכס השקעה ללא תשואה. הם משווים את תיק ניירות הערך לזמן ארוך לכל נכס הון אחר בפירמה לגביו דורש המחזיק תשואה.

התשואה על השאלת ניירות ערך, היינו דמי ההשאלה, נעה סביב פרומילים משווי ניירות הערך המושאלים (בארצות הברית העמלה השנתית נעה בין 2 פרומיל ל-7 פרומיל, לפי הביקוש) היכולים להצטבר לסכומים לא מבוטלים לגבי תיק השקעות משמעותי.

2.3 היבטים מצד המתווך הפיננסי

האפשרות לתת את ניירות הערך לברוקר או מתווך פיננסי כדי שהוא ישאילם בעיתוי הנכון לשואל המחפש ניירות ערך כאלו, מהווה שרות נוסף המרחיב את היקף המסחר ויוצר עמלות. שירות זה מגדיל את עומק השוק ונזילותו ומושך יותר שחקנים.

המתווך הפיננסי לרוב יוצר POOL של משאילים ומבצע עבורם את העיסקה. על המתווך הפיננסי מוטלות חובות שונות, כגון חובת הנאמנות. בארץ למשל אם השואל לא מחזיר את נייר הערך רשאי המתווך הפיננסי למכור לשואל את ניירות הערך המושאלים המוחזקים בפקדון נפרד.

בארץ המתווך הפיננסי אינו לוקח סיכון כלשהו במסגרת העיסקה אלא אחריות משפטית בלבד. לעומת זאת, ישנם מודלים אחרים, כמו בארצות הברית, בהם המתווך מהווה מעין מבטח למשאיל והוא לוקח על עצמו את הסיכון והאחריות, תמורת עמלה. על בניית מאגר המשאילים והשואלים, חיפוש פעילים או ניירות ערך מסויימים, ליווי מקצועי, יצירת כתב ההשאלה וכו', לוקח המתווך הפיננסי עמלה. בארץ, למרות שאין המתווך לוקח חלק בסיכון של העיסקה, נעות העמלות, לדוגמא לפי הצעת חברת "מאה - המרכז למסחר ניירות ערך מחוץ לבורסה בע"מ", בשיעור 0.25% במניות ו-0.1% באג"ח ממשלתיות ובמק"מ.

2.4 היבטים של שוק ההון

התפתחות שוק שורט תורמת לשכלול שוק ההון. התרומה החשובה ביותר של שוק השורט היא הרחבת אפשרות יצירת פוזיציות של הגנה בשווקים פיננסיים שונים.

בנוסף, קיום שוק שורט מהווה אמצעי חשוב לריסון עליות שערים דרסטיות ולשמירה על ערך ניירות הערך סביב ערכם הריאלי. כשיש אפשרות לבצע שורט על ניירות ערך בודדים, אזי קשה יותר "להריץ" מחירים, לנפח או לווסת שערים. שוק שורט מגדיל את נפח ניירות הערך הפוטנציאליים בשוק.

בספרות המקצועית נהוג פעמים רבות לכנות את עסקאות השורט כ"שוט המשליט סדר על השור המשתולל" בשל העובדה ששוק עולה מכונה שוק "שורי" וביצוע עסקאות בחסר ממתן ומאזן את התופעה.
בשוק הון בעל סחירות נמוכה, ניירות ערך רבים מצוטטים במחיר המנותק משוויים, מהטעם הפשוט שבעלי עניין ומשקיעים מוסדיים אינם מוכרים אותם, גם אם המחיר יקר. מנגנון השורט עשוי לגרום לניירות ערך אלו להתכנס לשוויים ה"אמיתי".

מדד המשמש בבורסה בארצות הברית למדידת אינטנסיביות השורט הינו **מדד ה- SIR** (SHORT INTEREST RATIO). יחס זה מחושב על בסיס חודשי. יש המחשבים את היחס בין כמות המניות היומית הממוצעת הנמכרת בחסר לבין היקף המסחר היומי הממוצע במניות החברה, ויש המחשבים את היחס בין כמות השורט הפתוחה אצל כל חברי הבורסה ביחס להיקף המסחר היומי הממוצע במניות החברה. בגירסה השנייה היחס נמדד בימי מסחר נדרשים כדי לכסות את פוזיצית השורט הפתוחה בשוק. עבור אלה הפועלים בשוק ההון לפי כללים טכניים, עליה ב- SIR מהווה אינדיקציה לשוק "שורי". כאשר היחס עולה, פירוש הדבר שקיימות יותר עסקאות שורט פתוחות אשר תצטרכנה להיסגר בעתיד על ידי רכישת מניות. כלומר, יש ביקוש מובנה למניות בשל מכירות בחסר שבוצעו לפני כן. לכן, לפי ה"טכנאים" יחס SIR גבוה, מסמן שהשוק עומד לפני תיקון למעלה. לעומת זאת, לפי דעה אחרת, המדד מייצג מידע פנים על ירידה צפויה בערך החברה.

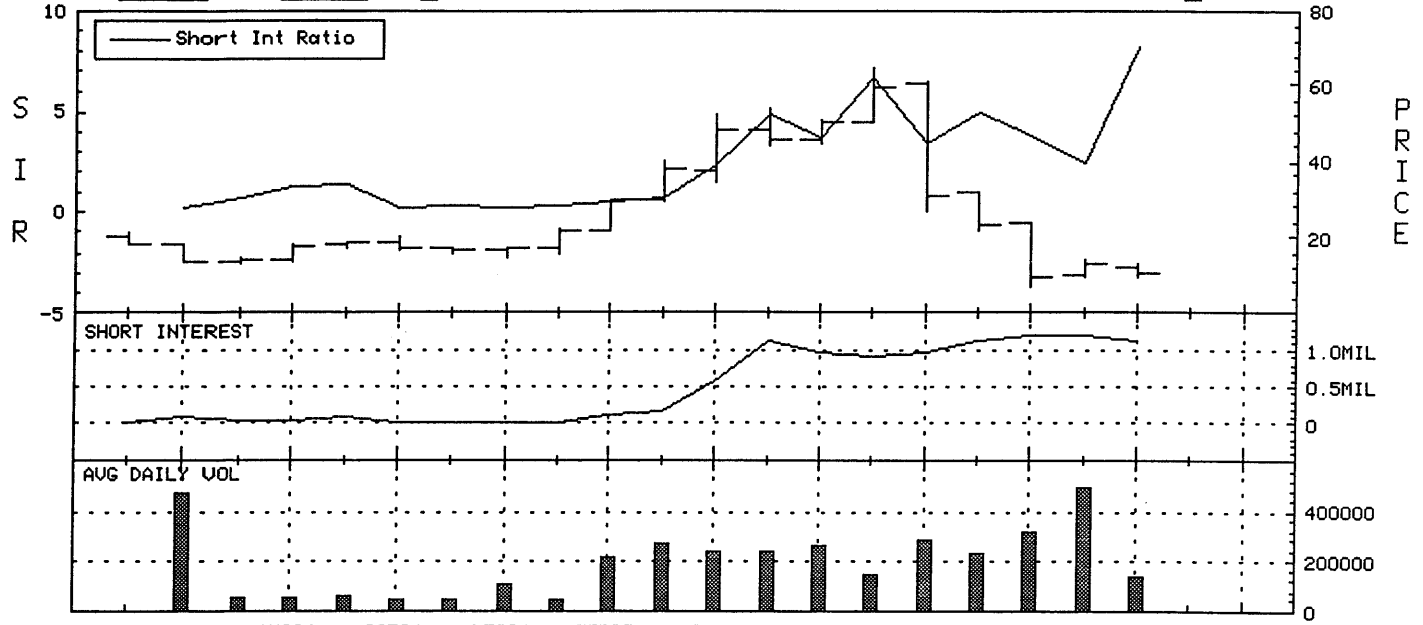
רצ"ב מספר דוגמאות לשימוש במדד ה-SIR במניות ישראליות הנסחרות בבורסה בניו יורק: אינדיגו, סייטקס וטבע. במניית אינדיגו ניתן להבחין בעליה משמעותית בעסקאות בחסר עם העליה התלולה במחיר המניה בתקופה מרץ 1995-מאי 1995. מענין שהירידה התלולה במחיר המניה מאוגוסט 1995 לא הביאה לירידה משמעותית בכמות המניות בחסר, למרות שערכן הדולרי ירד באופן תלול עם ירידת מחיר המניות. במניית טבע כמות העסקאות בחסר היא נמוכה יחסית בהשוואה למניה תנודתית כמו סאיטקס. לאורך רוב התקופה, ינואר 1994 - דצמבר 1995, פוזיצית החסר במניית טבע עמדה על רמה הנמוכה מ- 1, לעומת מניית סאיטקס אשר נעה בטווח שבין 2 ל-8. במניית טבע ובמניית סאיטקס ניתן להבחין במתאם שלילי באופן כללי, וכאשר מחיר המניה עולה מדד ה-SIR נמוך יחסית לרמתו כאשר מחיר הקנייה נמוך.

1 DGL7 **Message**

Enter all values and hit <GO> or # <PAGE> for table.

SHORT INTEREST FOR **INDGF US** $ INDIGO NV

From 5/94 to 1/96 A V-Monthly Vol, A-Avg Daily vol or N-None Y Price(Y/N)



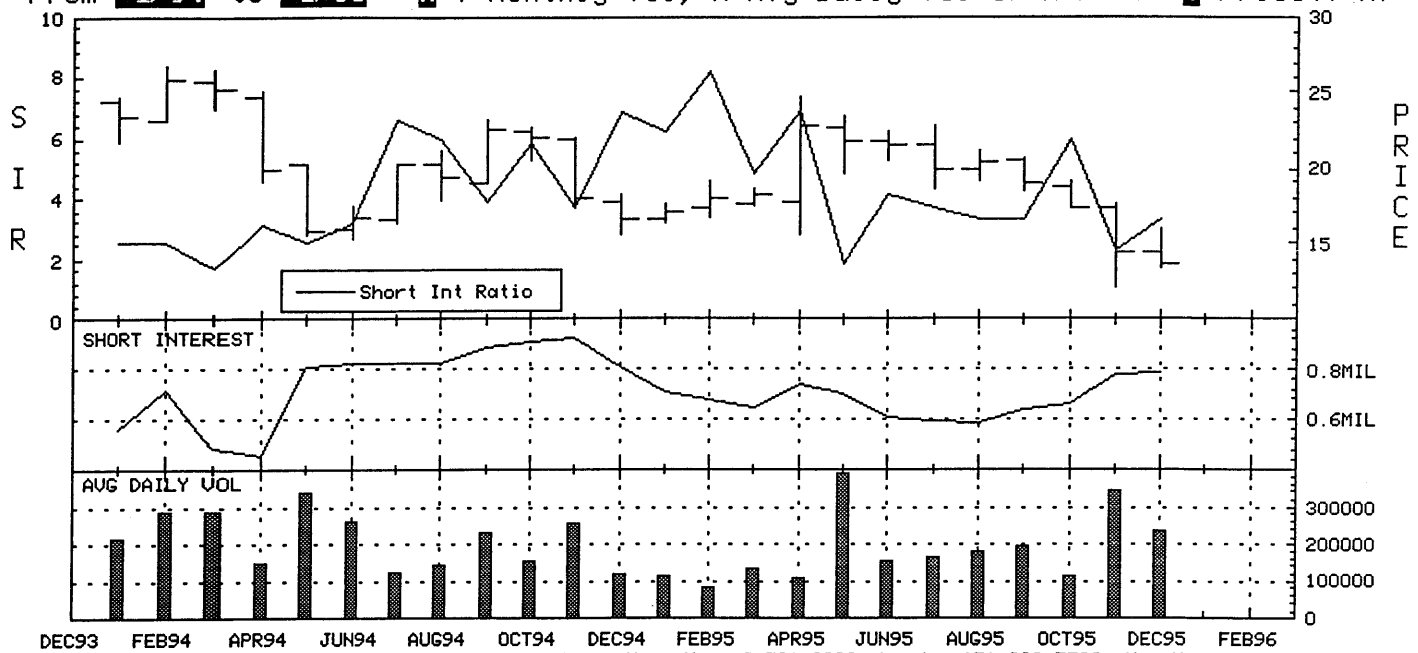
Bloomberg-all rights reserved. Frankfurt:69-920410 Hong Kong:2-521-3000 London:171-330-7500 New York:212-318-2000
Princeton:609-279-3000 Singapore:226-3000 Sydney:2-777-8600 Tokyo:3-3201-8900 Washington DC:202-434-1800
G149-264-0 23-Jan-96 11:57:00

1 DGL7 Equity SI

Enter all values and hit <GO> or # <PAGE> for table.

SHORT INTEREST FOR **SCIXF US** $ SCITEX CORP LTD

From 1/94 to 1/96 A V-Monthly Vol, A-Avg Daily vol or N-None Y Price(Y/N)



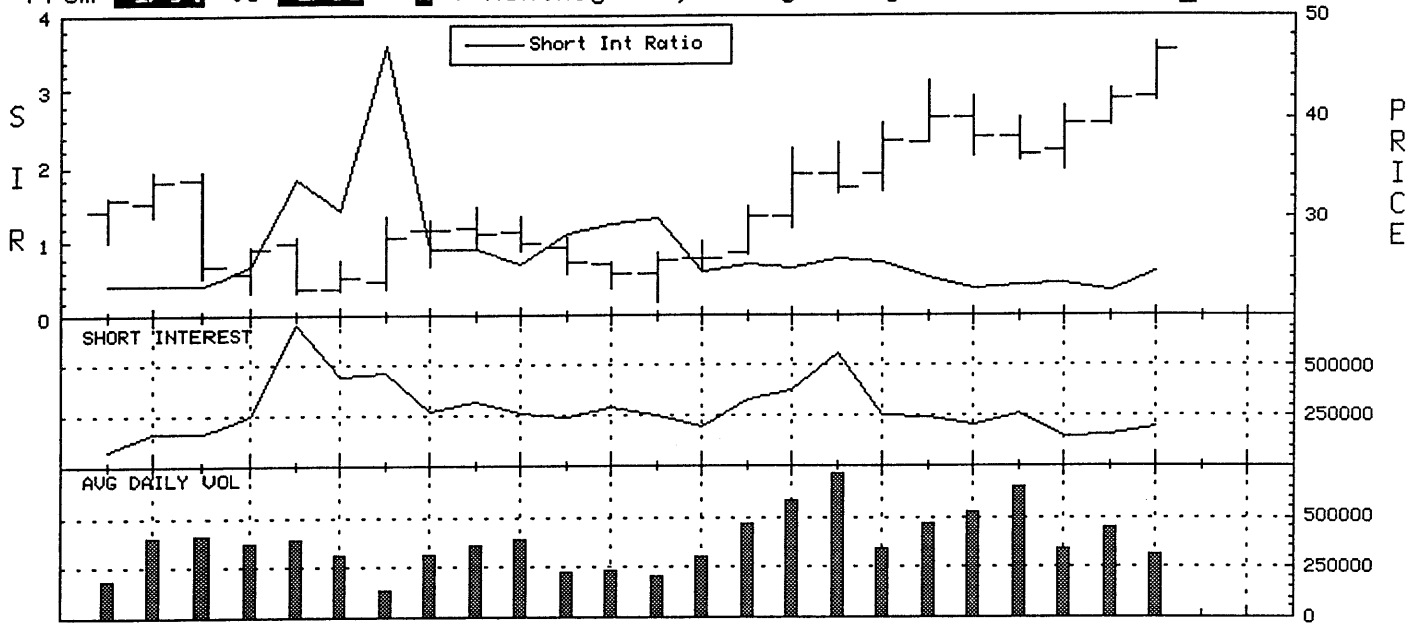
Bloomberg-all rights reserved. Frankfurt:69-920410 Hong Kong:2-521-3000 London:171-330-7500 New York:212-318-2000
Princeton:609-279-3000 Singapore:226-3000 Sydney:2-777-8600 Tokyo:3-3201-8900 Washington DC:202-434-1800
G149-264-0 23-Jan-96 12:00:45

1 DGL7**Message**

Enter all values and hit <GO> or # <PAGE> for table.

SHORT INTEREST FOR **TEVIY US** $ TEVA PHARM-ADR

From 1/94 to 1/96 A V-Monthly Vol, A-Avg Daily vol or N-None Y Price(Y/N)



Bloomberg-all rights reserved. Frankfurt:69-920410 Hong Kong:2-521-3000 London:171-330-7500 New York:212-318-2000
Princeton:609-279-3000 Singapore:226-3000 Sydney:2-777-8600 Tokyo:3-3201-8900 Washington DC:202-434-1800
G149-264-0 23-Jan-96 11:49:58

בארצות הברית, שם הפעילות בבורסה במכירות בחסר היא בהיקפים משמעותיים מזה עשרות שנים, נערכו בדיקות אמפיריות אשר בחנו את השפעת המכירות בחסר על פעילות שוק ההון. עבודה שפורסמה לאחרונה (1996) על ידי ספידיין ווילהלם בחנה את השפעת המכירות בחסר על מחיר ההנפקה של מניות סחירות בהן מתבצעת הנפקה נוספת. לפני 1988 היתה טענה כי לחץ מכירות בחסר במניות לפני הנפקה נוספת בהן גורם להורדת שער ההנפקה, קרי לנכיון גדול בין מחיר המניה טרום ההודעה על ההנפקה לבין מחיר ההנפקה. כתוצאה מכך, רשות ניירות הערך האמריקאית התקינה ב-1988 תקנה אשר אסרה על שימוש במניות הנקנות בהנפקה לכיסוי עסקאות בחסר אשר נוצרו לאחר מסירת ההודעה על ההנפקה.

ספידיין ווילהלם בדקו באיזו מידה התקנה הפחיתה את לחץ המכירות בחסר ואת הנכיון במחיר. הכותבים מצאו בעבודתם שמדד ה-SIR בימים לפני ההנפקה, יחסית לממוצע שלו בתקופה טרום ההודעה על ההנפקה, עדיין היה גבוה אך נמוך מרמתו לפני 1988. כמו כן הם מצאו שיחס זה נמוך יותר במניות בהן מתקיים מסחר באופציות. האפשרות ליצור פוזיציות סינטטיות באופציות (ראה פרק 3.4 להלן) מאפשר לעקוף בקלות את התקנה של הרשות לניירות ערך. (ראה גם מאמרם של פיגלוסקי וב מ-1993 על התחליפיות בין שורט במניות לבין שורט סינטטי דרך פוזיציות באופציות).

עבודות מוקדמות יותר של סנקה (1967) וקריגן (1974) מצאו קשר שלילי מובהק בין מדד ה-SIR לבין התשואות של מדד המניות בפיגור זמן מסוים. באולין ורוזף (1987) מצאו גם הם קשר שלילי בין פוזיצית השורט של עושי השוק לבין תשואות המניות. בטצ'ריה וגלינגר (1991) מראים שמכירות שורט של עושי השוק מקדימות את מכירות השורט של המשקיעים, ומקדימות את ירידות המחירים בשוק.

פיגלוסקי, בעבודתו מ-1981, מוצא שלמניות עם פוזיצית שורט גבוהה יחסית היו ביצועים פחות טובים באופן משמעותי מאשר מניות עם מדד SIR נמוך יחסית. באופן דומה סנצ'ק וסטרקס (1993) בדקו 2,419 מניות, בשנים 1980 - 1986, שניתנה לגביהם הודעה על עליה משמעותית בפוזיצית השורט בם, ומצאו תגובה שלילית מובהקת במחירי המניות בתקופה שלאחר מכן.

פרק 3
ההיבטים הכלכליים של עסקה בחסר

3.1 הביקוש, ההיצע ועלות העיסקה

שוק ניירות הערך, כמו כל שוק סחורות, מונע על ידי כוחות הביקוש וההיצע. מחירי ניירות הערך נקבעים על ידי מפגש בין הביקוש לבין ההיצע.

אפשרות בלתי מוגבלת לביצוע עסקאות בחסר משמעה למעשה כמות בלתי מוגבלת של סחורה בשוק וצריכה להתבטא בגמישות גבוהה מאוד של עקומת ההיצע. ביצוע עסקה בחסר משפיע בכיוון של גידול הכמות המוצעת כל זמן שהעיסקה פתוחה. כלכלית לעסקה בחסר יש השפעה "מצננת" על מחירי נייר הערך בו נעשתה. אורך הזמן של ההשפעה ה"מצננת", תלוי באורך הזמן של העיסקה. ברגע שנסגרת העיסקה, הכמות המוצעת קטנה חזרה. במקרה זה צריכה להיות השפעה הפוכה על מחירי נייר הערך והם צפויים לעלות. לפיכך רואים בעסקות שורט עיסקות אשר ממתנות את התנודתיות בשוק והפועלות לרוב כנגד המגמה.

בשוק הון משוכלל לעסקאות שורט לא צריכה להיות השפעה על נקודת שיווי המשקל, למעט ההשפעה הממתנת על שינוי במחיר ועל תנודתיות נייר הערך. לעומת זאת, בשוק לא תחרותי אפשרות לביצוע עיסקות שורט תביא לחיזוק מגמת התחרותיות ולאפקט חזק יותר בהתאמת המחיר לערך הכלכלי של נייר הערך.

השואל מתחייב לרכוש בחזרה, במועד שנקבע, את ניירות הערך המושאלים ולהשיבם למשאיל. במקרה שקיים חוסר בשוק של סחורה והשואל חייב לקנות את הסחורה, הוא נידרש להעלות את המחיר עד אשר ימצא מוכר. במצב של כמות "צפה" קטנה של מניות יכולה הדרישה להתכסות להביא לעליית מחירים גדולה. במקרה הקיצוני יתכן והשואל לא יהיה מסוגל לרכוש את ניירות הערך בחזרה על אף שהציע מחירים הולכים וגדלים לנייר. הטרמינולוגיה להתנהגות זו של השוק היא "**שוק פינתי**" ("MARKET-CORNERING") - השוק מתכנס לפינה ולא מוכן לספק סחורה בשום מחיר.

מקרה כזה הוא אפשרי שכן קבוצות השחקנים בשוק ההון הן מועטות - מוכרים, רוכשים ומחזיקים. ייתכן מצב בו קבוצת המוכרים מורכבת מבודדים מספר, או באופן קיצוני, מגוף אחד אשר האינטרס שלו כרגע הוא להחזיק ולא למכור. התופעה בולטת במקרה בו לאחר ביצוע עיסקת השורט, התפרסמו בכלי התקשורת ידיעות טובות על החברה ומחירי ניירות הערך שלה החלו להאמיר, תופעה המחריפה בשל הביקוש שיוצר השואל וגורמת למחזיקי ניר הערך להימנע מלמכרה בשלב זה.

לגבי עלות העיסקה, נשאלת השאלה מה העלות הסבירה לביצוע מכירה בחסר. בישראל משאילים פוטנציאליים נקבו במחירים שהגיעו עד ל-16% לשנה, ומספר מוסדות פיננסיים שפרסמו את שרותיהם בנושא דרשו מחיר מהשואל הנע בין 6% ל- 10% לשנה. בארצות הברית דמי ההשאלה אינם עולים ברוב המקרים על אחוז אחד. המשאיל האמריקאי מקבל רק פרומילים בודדים תמורת השאלת המניות. העלויות הגבוהות בישראל נובעות מההיצע הנמוך של מניות להשאלה. למעשה אין סיבה כלכלית שהוצאות אלה לא תרדנה באופן משמעותי עם התפתחות המסחר ושכלול הכלי של מכירות בחסר.

מבחינת המשאיל הפיצוי הכספי צריך להיות בשל השפעה אפשרית על מחיר המניה כתוצאה ישירה של המכירה בחסר, וכן בשל הסיכון שהמניה לא תוחזר לפי תנאי ההסכם (קרי סיכון אשראי) למשל בשל פשיטת רגל של השואל. במידה והמתווך הפיננסי מבטיח את ביצוע ההסכם, פרמיית סיכון האשראי לכיסוי האפשרות שהשואל יפשוט רגל, או מסיבות אחרות לא יחזיר את המניה ששאל, צריכה להיות בסכום זניח.

המשאיל בכל מקרה אינו זכאי לריבית ללא סיכון על ערך המניות המושאלות. המשאיל מקבל בסופה של העסקה את המניה בערכה החדש. מראש, ערכה של המניה בעתיד משקף את התשואה הצפויה עליה, וזו מהווה פונקציה של הריבית על איגרות חוב ללא סיכון בתוספת פרמיית סיכון. כלומר, הערך העתידי של המניה מגלם את הריבית וכן את הסיכון בהשגת התשואה. לפיכך, אין מקום לשלם ריבית על המניות המושאלות מאחר ויש בכך תשלום כפול.

3.2 כלל ה-UP-TICK

כדי לחזק את התרומה למיתון התנודתיות תוך חיזוק הפעילות כנגד המגמה, נקבע במספר בורסות בעולם כלל לפיו אין לבצע עסקה בחסר לאחר עיסקות בהן ירד מחיר נייר הערך.

כלל ה-**UP-TICK** בארצות הברית מוגדר בשני אופנים (עמ' 25 בספר "INVESTMENT" של SHARPE W., בהוצאת PRENTICE HALL, 1985): או שביצוע עיסקה בחסר יכול להתבצע רק אם בעיסקה שלפני כן מחיר הנייר עלה, או- במחיר השווה למחיר עיסקה קודמת ובלבד שהעיסקה האחרונה שנעשתה במחיר שונה היתה נמוכה ממחיר עיסקה זו. כלל ה-UP-TICK בארץ מגביל את ביצוע העיסקה למחיר שאינו נמוך ממחיר הסגירה של היום הקודם.

הוראות אלה מקורן בגופי פיקוח שחששו **מהשפעה מדבקת** (EFFECT CONTAGIOUS) וחשבו שמנגנון ה-UP-TICK ימנע החרפת הירידות על ידי הגדלת היצע המניות העומדות למכירה.

השאלה היא האם רצוי מבחינת תפקוד השוק להגדיל את עיתוי הפעילות של מכירה בחסר והאם החשש מהשפעה מדבקת הוא מעשי. חסידי גישת שוק ההון המשוכלל יתנגדו לכל מגבלה בטענה שיש לתת לשוק לוסת את עצמו ולקבוע מחירים ללא הפרעות חיצוניות. במידה ויש ידיעות שליליות יש לאפשר לשוק להתאים מחירים למטה במהירות האפשרית. גם אם יש תגובת יתר, והשוק יורד מעבר לערך הכלכלי של מניה מסויימת, תופעה זו תדרבן רוכשים פוטנציאלים להיכנס לשוק ולרכוש את המניה המצויה למטה ממחיר שווי המשקל. לפי גישה זו אין גורם חיצוני שיכול לדעת מראש מהו השווי הכלכלי של מנייה מסויימת ומה עלולה להיות תגובת יתר.

לפי גישת השוק המשוכלל מגיעה פרמיה לאותו גורם שגילה מידע מוקדם יותר או פעל בזריזות בשוק על סמך המידע החדש. פרמיה זו תהווה תמריץ לפעילים בשוק להשקיע בחיפוש מידע רלבנטי ועיבודו, וכתוצאה מכך יגיע מידע מהר יותר לשוק.

גישה חלופית טוענת שלעתים יש להטיל מגבלות כדי ליעל את פעולת השוק בקביעת המחירים. טענת היסוד בגישה זו היא שלא לכל המשקיעים יש אותה נגישות למידע חדש המגיע לשוק או אפשרות להגיב במהירות למידע החדש. אי לכך משקיעים כאלה עלולים להיפגע לעומת גורמים בעלי מידע ויכולת תגובה מהירה. בנוסף, קיים חשש מתגובות היסטריות ותגובות יתר העלולות להוות תחילה של "**אפקט דומינו**". כלומר, תגובת יתר במניה בודדת אינה מהווה גורם מאיים על השוק, אלא, אם קיים "אפקט הדבקה" וירידות דרסטיות במניה אחת יגרמו לירידות חזקות במניות אחרות. לפי גישה זו לתגובות היתר, לסכנת ההדבקה, וליצירת תנודתיות כתוצאה מ"רעשים" יש עלות חברתית, עלות שיתכן וניתן לחסוך אותה על ידי פעולות מעכבות.

משבר אוקטובר 1987, שעה ששוק המניות בכל רחבי העולם נפל תוך מספר ימים בכ-30%, הביא לחשיבה מחודשת על תפקוד הבורסות. המסקנה האופרטיבית העיקרית היתה שיש מקום ליצור "פקקי ביטחון" בתוך המערכת, אשר תפקידם לאפשר זרימת המסחר ללא הפרעות, כל עוד אין הפרעות במערכת המסחר. הבעיה היא הגדרת "הפרעות" בשוק ההון המחייבות עיכובים במסחר. עיכוב במסחר מעורר בעיה שהיא בעיקרה בעיה של צדק חברתי - היינו, כיצד יש לחלק רווח או הפסד כתוצאה מעיכוב הפעולות? האם יש למנוע מהמשקיע שאיתר את המידע לנצל את המידע עד תומו? האם יש מקום וצורך להגן על המשקיע הקטן גם במחיר הקטנת הפרמיה בגין מידע חדש?. אין תשובה חותכת לגבי הצדק החברתי. מצד אחד חשוב לתת תמריץ ליצירת מידע כלכלי רלבנטי, אך מצד שני אין עניין להברחת משקיעים קטנים ופסיביים מהשוק מתוך תחושה שידם תמיד על התחתונה. לפיכך יש לכייל את פקקי הביטחון כך שיתנו למסחר לזרום גם מול הפרעות קטנות ובינוניות ולהגיב רק לאירועים קיצוניים.

לפי גישה זו, לדעתנו, יש לקבוע שער מינימום שמכירה בחסר לא תוכל להתבצע בשיעור הנמוך ממנו באחוז מסויים באותו יום. כלומר, אין מקום למנוע מכירות גם בשוק יורד אך יתכן ויש מקום לעכב מכירות בשוק יורד בשיעור חזק וחריג. הצעה זו תשיג את המטרה של מניעת ההדבקה.

בארצות הברית פועל ה-UP-TICK לא כפקק ביטחון אלא כמעכב פעילות. אמנם נכון היה יותר לקבוע כי לא ניתן יהיה לבצע מכירה בחסר אם המחיר ירד ביותר מ-X% במשך היום, או בשעה האחרונה לפני מתן ההוראה למכירה בחסר. מגבלות אלה הן אפקטיביות יותר להשגת המטרות תוך הפרעות מינימליות למסחר השוטף.

בארץ, מאוגוסט 1993, שוק האופציות מקדים את שוק ה-SPOT ומשקף טוב יותר ומהר יותר התפתחויות בשוק ה-SPOT. מכאן ייתכן כי הגבלה על ביצוע עיסקה בחסר הינה אכן מיותרת, בעיקר לאור האפשרות לבצע שורט סינטטי, כמוסבר בסעיף 3.4 להלן.

מדיסי, מיטשל ונטר (1989) מנתחים במאמרם את כלל ה-UP-TICK, הרקע לאימוצו והשפעתו על השווקים, החל מראשיתו ב-1939, כולל במשבר אוקטובר 1987. המחברים ממליצים לבטל את הכלל ולאפשר מכירות שורט ללא מגבלות כלל. לטענתם באופן כזה השוק יהיה יעיל יותר, במיוחד על רקע האפשרות למכור את השוק דרך אופציות וחוזים עתידיים, יעבוד בסינכרוניזציה, ויאפשר לבלום זעזועים ביעילות רבה יותר.

ז'נבי (1992) מחזיק בדיעה הפוכה וממליץ להשאיר את כלל ה-UP-TICK ולהרחיבו גם למניות הנסחרות ב-OTC. מאמר זה מתבסס על דוח ועדה של הקונגרס האמריקאי אשר טענה לקיום תופעה של הרצת שמועות שליליות על חברות בהן לסוחרים היתה פוזיצית שורט משמעותית, ועל החשש שהגברת היצע המניות יביא ללחץ על מחירי המניות. לפיכך ז'נבי ממליץ על השארת כלל ה-UP-TICK. ועדת הקונגרס תומכת, בין השאר, בגילוי הזהות של בעלי פוזיציות שורט נכבדות כדי לספק מידע טוב יותר לשוק, ובהגברת תדירות הפרסום של ה-SIR, המופיע כיום אחת לחודש בלבד.

3.3 מגבלה לגבי תקופת השורט

שאלה נוספת אליה צריך להתייחס בנוגע למכירות בחסר היא האופטימליות של קביעת זמן קצוב לעיסקה (למשל עד שלושה חודשים בישראל), או שמא, עדיף שכל השאלה תהיה ON CALL, כלומר, ניתנת לביטול בכל עת ועת כפי שקיים בארצות הברית.

אותם השיקולים שהוצגו לעיל לגבי גישות היסוד בהתערבות בנעשה בשוק ההון בנושא קביעת מגבלות על המסחר (UP-TICK RULE), יפים גם לגבי קביעת מגבלות על ביצוע עיסקאות שורט.

לכאורה, בשוק הון משוכלל אין ערך כלכלי לויתור המשאיל על המניה לתקופת ההשאלה, כיוון שאם המשאיל מעונין למכור את המניה שאינה ברשותו הוא יכול לבצע מכירה בחסר. לעומת זאת בשוק הון לא משוכלל, בהשאלה לתקופה קצובה המשאיל מוותר על יכולתו להגיב במהירות למידע שלילי חדש שמגיע לשוק, ואשר במידה והמניה לא הייתה מושאלת, היה גורם לו למכור לאלתר את המניה. מכאן, שמבחינת המשאיל ישנה עדיפות לעיסקת חסר ON CALL.

מבחינת השואל כל המגבלות האמורות מהוות התערבות בקבלת החלטות, ומגדילות את הסיכון שהוא עומד לפניו. משמעות המגבלה של זמן קצוב הינה שאם לא התממשו ציפיותיו בזמן הקצוב הוא נאלץ לצאת מהעיסקה. היתרון הוא שכיוון שהוא יודע את מועד פקיעת העיסקה הוא יכול לתכנן היטב את צעדיו כיצד להתכסות במועד. לעומת זאת, כאשר המניה היא ON CALL הוא חשוף בכל רגע לתביעת המניה חזרה. בעיה אחרונה זו נעלמת כאשר לברוקר יש מאגר משאילים פעיל והוא יכול בכל רגע לכסות את העיסקה הפתוחה ולפתוח אחרת, כך שהן המשאיל והן השואל יהיו אדישים לעובדה שמדובר בנייר ON CALL.

בישראל ניתן להתקשר בעיסקת השאלה ON CALL ובלבד שסך תקופת העיסקה לא תעלה על תקופה שנקבעה בהנחיות הבורסה - כיום 90 יום. כלומר נעשה שילוב של שתי המגבלות האמורות.

3.4 שורט סינטטי

התפתחות השוק לאופציות וחוזים עתידיים יצרה אלטרנטיבות לפוזיצית השורט. היכולת לרכוש ולכתוב אופציות בשילוב לקיחת הלוואות (כולל אג"ח ומק"מ) יוצרת אפשרות ליצירת "**שורט סינטטי**", כלומר, ליצירת פוזיציה הדומה לשורט מבחינת הרווח או ההפסד.

זרמי כספים מותנים בזמן T מפוזיצית שורט (I)
ומפוזיציה אלטרנטיבית הכוללת אופציות (II)

זמן:	To	T_1	
פוזיציה:		$S_1<K$	$S_1>K$
I. שורט	+ So	$-S_1$	$-S_1$
	====	=====	=====
II. כתיבת אופצית רכש	+ Co	0	$-(S_1-K)$
קניית אופצית מכר	- Po	$+(K-S_1)$	0
לקיחת הלוואה	+ K/(1+R)	$-K$	$-K$
	_____	_____	_____
	+Co-Po+K/(1+R)	$-S_1$	$-S_1$
	==========	=====	=======

כאשר:

So, S_1 = מחיר המנייה בזמן 0 ו- 1.

To, T_1 = הזמן - הווה או עתיד, בהתאמה. T_1 הוא זמן מימוש האופציות.

Co, C_1 = מחיר אופציית רכש בזמן 0 ו- 1.

Po, P_1 = מחיר אופציית מכר בזמן 0 ו- 1.

K = מחיר מימוש האופציה.

R = שער הריבית על איגרות חוב ממשלתיות שזמן פדיונן בזמן T_1.

אופצית המכר הנרכשת ואופצית הרכש הנכתבת הן על אותו נכס בסיס, לאותו זמן פדיון ובאותו מחיר מימוש. מכירת המק"מ נעשית בערך נומינלי השווה למחיר מימוש האופציה. כלומר מכירת מק"מ הנמצא במלאי או מכירת מק"מ בחסר הן שוות ערך ללקיחת הלוואה ללא סיכון המובטחת על ידי העיסקה בניירות הערך. מהלוח לעיל עולה כי תיק I ותיק II נותנים בדיוק אותו ערך בזמן T_1, הן אם מחיר המניה נמצא מעל למחיר המימוש או מתחתיו. כלומר, שתי הפוזיציות הן זהות לחלוטין מבחינת ערכן בזמן T_1.
לפיכך, וכדי למנוע ארביטרג', חייב להתקיים שערך ההשקעה בשתי הפוזיציות זהה בהווה, קרי:

$$+ Co - Po + K/(1+R) = +So$$

זהו תנאי ה- **PUT-CALL PARITY**. מתנאי זה נובע שניתן ליצור באופן סינטטי פוזיציה זהה למכירה בחסר על ידי כתיבת אופצית רכש, וקניית אופצית מכר על הנכס אותו רוצים למכור בחסר, לתקופת זמן דומה לזו של המכירה בחסר, וכן לקיחת הלוואה בגובה מחיר המימוש בערכו המהוון. ממשוואה זו מתקבל משוואת השורט הסינטטי כדלקמן:

$$-So = - Co + Po - K/(1+R)$$

סימן מינוס לפני נכס מסמן פוזיצית שורט וסימן פלוס מסמן רכישת נכס.

כאשר על מכירה בחסר מוטלות מיגבלות, כגון ה-UP-TICK RULE, או עלויות עיסקה גבוהות - ישירות, סמויות או עקיפות - כדאי לעיתים ליצור פוזיצית שורט סינטטית שעלותה יכולה להיות נמוכה באופן משמעותי.

ניתן להראות שאם הוצאות העמלה, על בסיס מניה אחת, לכתיבת או רכישת אופציה נמוכות מאשר הוצאות העמלה לרכישת או מכירת המניה עצמה, אזי האלטרנטיבה של מכירה בחסר סינטטית עדיפה על מכירת המניה בחסר. במידה והוצאות העמלה באופציות (למניה) דומות לאלה הנקובות במסחר במניה עצמה, אזי יחסי הארביטרג' ישארו ללא כל שינוי.

פרק 4
ההיבטים המשפטיים של עסקה בחסר

ההיגיון של עסקה בחסר נוגד את כללי המשפט הבסיסיים לפיהם אסור לאדם למכור נכס שאינו ברשותו. עסקה בחסר יוצרת "יש מאין", היינו, נוצרות מניות שבפועל אינן קיימות על ידי כך שמספר המחזיקים בהן גדול ממספר המניות בפועל.

הבעיות המשפטיות מתעוררות בעיקר לא בקשר שבין השואל (השורטיסט) לבין צד ג' לו מכר את הנייר המושאל, אלא דווקא בקשר שבין השואל והמשאיל. הקשר הזה מעורר שאלות משפטיות מהותיות כגון מהן הזכויות המשפטיות של המשאיל? האם המשאיל יכול לפנות לבית המשפט לכפות על השואל להחזיר לו את ניירות הערך, או שמא רק את שווים הכספי, או לחילופין האם יש למשאיל זכות תביעה כנגד החברה עצמה? מי זכאי לדיבידנד או הריבית בתקופת השורט? וכיצד החברה עצמה יודעת במועד חלוקת דיבידנד למי לחלק למחזיק בפועל או למשאיל? במידה ומתקיים בינתיים הליך של פירוק החברה המקורית, האם המשאיל זכאי לחלוקת נכסים בפירוק או האם הוא יכול לתבוע את החברה המתפרקת על אף שנתן מניותיו בהשאלה? האם למשאיל יש זכויות הצבעה בחברה? למי משלם השואל את פיצוי הדיבידנד - למשאיל, לצד ג' או לחברת הרישומים? ומי נושא בנזק אם השואל פושט רגל לפני מועד חלוקת הדיבידנד ואין בידו לפצות את הזכאי לו?

בארץ פתרו את מרבית השאלות בעזרת החיוב לבצע השאלה של ניירות ערך לפני ביצוע העיסקה, ולחתום על הסכם השאלה. הסכם ההשאלה יכול לכלול כל תנאי בין שני הצדדים, אך חייבת להיות בו התייחסות לנקודות המהותיות שהועלו לעיל (לא נקבע נוסח מחייב של פיתרון). הסכם ההשאלה נעשה בין המשאיל לבין השואל ואין בו כדי ליצור חובות או זכויות לצד ג' - הרוכש.

החוק בארץ מבחין בין שלושה מצבים שונים: "מכר", "שכירות" ו"שאילה". חוק המכר, התשכ"ח - 1968 מגדיר "מכר" כהקניית נכס תמורת מחיר, לרבות חליפין.

לפי חוק השכירות והשאילה, התשל"א-1971, "**שכירות**" היא זכות שהוקנתה בתמורת דמי שכירות, להחזיק בנכס ולהשתמש בו שלא לצמיתות, בעוד ש"**שאילה**" היא זכות להחזיק בנכס ולהשתמש בו שלא לצמיתות, כשהזכות הוקנתה שלא בתמורה.

מהגדרות אלה עולה כי כאשר נקבע בהסכם ההשאלה תשלום דמי השאלה, המדובר למעשה בעיסקת שכירות, ואם לא משולמים דמי השאלה מדובר בעיסקת השאלה. לפי הטכניקה בארץ ניירות הערך המקוריים נשמרים בפיקדון חסום, כך שבפועל מוחזרים בתום תקופת ההשאלה אותם ניירות ערך ממש, ואילו לשואל נפתח חשבון ניירות ערך שלילי המכוסה בעת רכישת ניירות הערך בסיום תקופת ההשאלה. לא ניתן לטעון כי למעשה הנכס המקורי נמכר ומוחזר נכס זהה, אלא הנכס המקורי נשאר ברשות הבעלים אך השימוש בו, וזכויותיו, מועברים לבעלים הנוסף החדש.

ריבוי הבעלים יוצר שאלות משפטיות קשות לגבי זכויותיהם. מחד ברור שהרוכש רכש את הזכות בתום לב והוא מאמין ובצדק שהינו מחזיק בעל זכויות מלאות בנייר הערך שרכש. מאידך, הבעלים הרשום של המניה הינו המשאיל, אשר דורש גם כן את הזכויות השונות. כדי לפתור בעיה זו קובע פרק י"ח לתקנון הבורסה כי השואל מחוייב לפצות את המשאיל בכל הכספים, הזכויות וההטבות להן היה זכאי המשאיל לולא היה משאיל את ניירות הערך. אולם, אין השואל מתחייב, וגם אין זה אפשרי לחייבו, לפצות את המשאיל בגין שימוש שיעשה בזכויות ההצבעה שהועברו במסגרת עיסקת ההשאלה.

העברת זכויות ההצבעה משמעה העברת השליטה במניה לידיים אחרות. ההפרדה בין ההחזקה הפיסית במניה ובזכויות שהיא מקנה לבין זכויות ההצבעה - מסוכנת מאוד מבחינת המשאיל, והופכת את המצב למורכב מבחינה משפטית.

בנוסף, ביצוע עיסקת השאלת המניות נרשם אצל המתווך הבנקאי אך לא נדרש כל פירסום נוסף של עיסקת ההשאלה. כתוצאה, עשויים הרישומים והדיווחים של רשויות פיקוח ומעקב שונות להיות מוטים, כגון הרישומים בבורסה לניירות ערך, אצל המפקח על הבנקים, המפקח על הביטוח, הממונה על שוק ההון, ועוד.

לדוגמא, רכישת החזקה מעל שיעור מסויים מחייבת דיווח לבורסה ולרשות ניירות ערך על בעל העניין. במידה ובעל עניין משאיל את מניותיו לעיסקת שורט, והרוכש הופך עקב הרכישה לבעל עניין וכנדרש מדווח על החזקותיו לבורסה, ייתכן תיאורטית כי סיכום החזקות בעלי עניין יעלה על 100%.

במידה ולא נדרש דיווח על השאלת מניות כי אז ניתן לצייר מספר תסריטים של עסקאות של בעלי ענין במניות חברת האם, דרך חברת הבת, העושות שימוש בעובדה שאין חובת דיווח. כך למשל בעל ענין בחברת האם, המעוניין לממש את מניותיו, ישאיל אותן לחברת הבת על מנת שזו תמכור אותן בשורט. בדרך זו הוא דוחה את מועד הדיווח על המכירה עד לתום תקופת ההשאלה. בדרך זו מוסתרת זהות המוכר במשך כ-3 חדשים (בהתאם להנחיות הבורסה כיום כי תקופת ההשאלה מוגבלת לתקופה שלא תעלה על 90 יום).

לפי דרישת הרשות לניירות ערך, קרן נאמנות המחזיקה במניות חברה חייבת להשתתף באסיפת בעלי המניות. ביצוע עיסקה בחסר על ידי קרן הנאמנות מעלה את השאלה מה דינה של קרן נאמנות אשר השאילה את כל מניותיה לפני קיום האסיפה הכללית. לכאורה קרן הנאמנות ויתרה על זכותה להשתתף באסיפה הכללית אם זו מתקיימת בתקופת ההשאלה. אפשרות זו לא בהכרח עולה בקנה אחד עם דרישת הרשות האמורה, מאחר ודרך זו של ביצוע עיסקאות בחסר פותחת פתח לקרן נאמנות להימנע מהשתתפות בישיבות שאין ברצונה להשתתף בהן, יחד עם שמירה על בעלות על המניות לאורך זמן?

ייתכן בנוסף, כי הוראות הדיווח השונות חלות גם על השואל, מרגע שחתם על הסכם ההשאלה ועד אשר מכר את ניירות הערך המושאלים לרוכש. המצב הוא שאין כל התייחסות כיום בכל הכללים לאפשרויות אלה.

פרק 5
עסקאות מכירה בחסר - בבורסה בישראל

5.1 שוק ההון בישראל

התפתחות המכשירים הפיננסיים והעסקאות העתידיות לא פסחה בעשור האחרון גם על שוק ההון הישראלי. למרות פעילות הולכת וגדלה בתחום האופציות, בעיקר מאז אוגוסט 1993 עת החל המסחר במעו"ף, לא התפתח שוק העסקאות בחסר למימדים רציניים, למרות שזהו אחד מאפיקי הפעילות המשוכללים ביותר בכל שוק הון מודרני.

באופן כללי המצב החוקי הוא כי מותר בישראל לבצע עסקת מכירה בחסר כאשר העיסקה מבוצעת על פי התנאים שנקבעו בחקיקה, בכללים ובהוראות הבורסה. המוכר בחסר חייב לשאול מראש את ניירות הערך שאותם הוא מעוניין למכור ולחתום עם המשאיל על הסכם השאלה, המגביל את תקופת ההשאלה כיום לעד 90 יום.

בארצות הברית בממוצע כ-20% מכמות המניות הנמכרת בבורסה של ניו יורק מקורה בעסקות שורט. בארץ היקף הפעילות דל כפי שמעידים נתוני הבורסה בלוח הרצ"ב בעמוד הבא, לגבי התקופה יוני 95 עד ינואר 96. יתרה מכך, 80% מהעסקאות בתקופה האמורה נעשו על ידי חבר בורסה אחד, ו-20% הנותרות על ידי חבר בורסה שני.

למעשה, שוק המעו"ף בישראל הוא שהחדיר לתודעה באופן מסיבי, את האפשרות לבצע עסקאות בחסר ולהרוויח גם בשוק יורד, על ידי רכישת אופציות PUT ו/או כתיבת אופציות CALL. אבל שוק המעו"ף נתן פתרון חלקי בלבד לרווחים בבורסה יורדת, וזאת, משום שהמסחר הוא רק על מדד מעו"ף.

בשוק קטן, שמרבית ההחזקות בו הן בידי בעלי שליטה שאינם מעוניינים להשאיל את ניירות הערך שלהם, הפוטנציאל להתפתחות שוק עסקאות בחסר בעל היקפים גדולים הינו קטן. גם אם היו מי שרצו לשאול ניירות ערך כמעט שלא היה מי שישאיל להם.

פעילות מכירות בחסר: יוני 95 - ינואר 96

	שם נייר הערך		מס' השבועות בהם היתה יתרת שורט	יתרת שורט ממוצעת (אלפי ש"ח)	יתרה מקסימלית (אלפי ש"ח)
1	חסין אש		35	739	1547
2	בזק	מ	8	177	727
3	לאומי	מ	7	174	419
4	אלביט	מ	7	93	221
5	טבע	מ	12	88	219
6	כור	מ	19	76	172
7	פועלים	מ	6	40	95
8	ברום	מ	5	53	86
9	אסם	מ	6	64	78
10	כלל אלקט'	מ	2	39	77
11	כיל	מ	2	30	59
12	כלל תעשיות	מ	2	19	37
13	אבנר יה"ש		3	83	230
14	חנ"ל יה"ש		2	79	158
15	שדות יה"ש		2	15	29
16	לפידות יה"ש		2	12	23
17	רציו יה"ש		2	8	16
18	יוזמה		2	45	89

מ=נייר מעו"ף

מקור: הבורסה לניירות ערך

עד לאחרונה גם הגופים המוסדיים הגדולים, כמו קופות הגמל וקרנות הנאמנות היו מנועים מלבצע עיסקאות בחסר על פי חוק . הברוקרים, מנהלי התיקים והגופים המוסדיים נמנעו מפעילות כאמור תוך שהם מנמקים זאת בקשיים הנערמים בדרך לביצוע העסקה, כולל דרישות של הרשויות השונות, כמו הרשות לניירות ערך, הבורסה, ונציבות מס הכנסה. בנוסף לחוסר תודעה או חשש מעסקאות כאמור ומגבלות מוסדיות של הבורסה לניירות ערך, ושלטונות מס הכנסה, ההוראות וכללי הבורסה המתירות ביצוע עסקאות בחסר גרמו לכך שהפעילות בעסקות שורט נעשתה יותר בקטגוריה של "שורט טכני" מאשר בקטגוריה של עסקות השאלה חוקיות, המלוות בהשאלת נייר הערך מראש וחתימת כתב השאלה.

בתקופה האחרונה חל מפנה. מפנה זה הוא עדיין בראשיתו והוא בא לידי ביטוי בשינוי עמדתם של הנוגעים בדבר לגבי חשיבות עסקאות שורט ובגילוי עניין גובר והולך בשוק זה, ענין אשר עדיין לא בא לידי ביטוי במספר העסקאות בפועל. הגופים האחראים - האוצר, בנק ישראל ורשות ניירות ערך - נפנו לעסוק במלאכת החקיקה בנושא, וגם הבורסה לא רק ששינתה תקנונה בהתאם אלא אף החלה לבדוק את האפשרות להקמת מרכז השאלה במסלקת הבורסה.

בעקבות השינוי האמור בתקנון הבורסה, שהתיר בין השאר שורט במק"מ ובאג"ח החל לאחרונה להתפתח גם שוק שורט במק"מ שניצניו ניראים בלוח לדוגמא הרצ"ב בעמוד הבא, המתפרסם על ידי הבורסה מדי שבוע.

מספר חברות ברוקרים (כמו בטוחה, בנק דיסקונט, סהר, מאה ועוד) הודיעו על כוונתם להקים מאגר ניירות ערך לשימוש השורטיסטים. כך למשל חברת הברוקרים "בטוחה" הודיעה בסוף מרץ 1995 על הקמת מאגר כתבי השאלה ל-25 מניות המעו"ף. את שאלת הבטחונות פתרה "בטוחה" על ידי דרישה, משורטיסט הפועל באמצעות חבר בורסה אחר, של בטחונות על כל כמות ניירות הערך ששאל, בלי חשיבות כמה מתוך זה מכר בפועל. שיטת בטחונות זו מנטרלת את השורט ככלי להשגת אשראי זול.

בתקנות שהותקנו מכוח חוק השקעות משותפות בנאמנות, התשנ"ד-1994, ניתן בפעם הראשונה היתר לקרנות נאמנות להשאיל ניירות ערך שלהם לביצוע עסקאות בחסר.

הבורסה לניירות ערך בתל אביב בע"מ
THE TEL AVIV STOCK EXCHANGE LTD

18/02/96
00194/T

הפצה מס' 12

לכבוד
חברי הבורסה

אג"נ,

הנדון: יתרות מכירות בחסר

בהתאם לדיווחי חברי הבורסה, להלן יתרות המכירות בחסר ושווים נכון ליום 15.2.96 .

ניירות הערך	במהלך השבוע גידול/(קיטון) (ש"ח ע"נ)	יתרות מכירות בחסר	
		ש"ח ע"נ	באלפי ש"ח
1. חסין אש		132,791	1,416
2. כיל	(15,000)	0	0
3. אסם	3,000	3,000	61
4. מ.ק.מ 0516 *		900,000	875
5. מ.ק.מ 0556 *		299,000	288
6. מ.ק.מ 1056 *		50,000	45

* היתרות בחסר נוצרו במהלך חודש ינואר 1996 אולם בשל תקלה טכנית, לא פורסמו.

ב ב ר כ ה,

לאה יעקובוביץ
מחלקת חברים ופיקוח

רח' אחד העם 54, תל אביב 65202. ת"ד 29060, תל אביב 61290. טל: 03-5677411, פקס: 03-5105379
54 AHAD HA'AM ST., TEL AVIV 65202. P.O.BOX 29060, TEL AVIV 61290. TEL: 972-3-5677411, FAX: 972-3-5105379

לשר האוצר הוענקה בחוק סמכות לקבוע תקנות לגבי קופות גמל בנושא של השאלת ניירות הערך המוחזקים בקופת הגמל או ביצוע בפועל של עסקאות כאמור על ידי קופת הגמל עצמה. בהוראה בכתב שהוציא אגף שוק ההון בינואר 1996 קיבלו קופות הגמל היתר להשאיל מניות משתנים, איגרות חוב ממשלתיות סחירות ומק"מ לתקופה של עד שלושה חודשים ובתנאי שלא ישאילו יותר משיעור מסוים (5%) מסך נכסיהן. הבורסה לניירות ערך שינתה את תקנונה כך שיסיר מכשולים שונים בביצוע עסקאות כאמור. על שינוי זה נמתחה ביקורת בעיקר לגבי הגבלת ביצוע העסקאות רק בין לקוחות החבר בינם לבין עצמם. מגבלה זו אינה אפקטיבית למעשה שכן כל חבר יכול לפתוח חשבון אצל חבר אחר ולהתגבר על מכשלה זו, אך הדבר יוצר סירבול מיותר.

במקביל להסרת מכשולים טכניים והתחלת תהליך של היווצרות מאגר של משאילי ניירות ערך, הבהירה נציבות מס הכנסה את עמדתה בטיפול בעסקאות בחסר, תוך כדי שהיא יוצרת הבחנה מלאכותית בין שוק המעו"ף - המטופל באופן שונה, לבין שוק עסקאות החסר (ראה בהרחבה בפרק 6). עמדתה של נציבות מס הכנסה גררה ביקורת חריפה על ידי הפעילים בשוק ההון הרואים למעשה בהיבט המיסוי את המכשול העיקרי להיווצרות שוק פעיל.

בהתאם לתקנון הבורסה ישנם מצבי "שורט טכני" המותרים לביצוע, בעיקר על ידי מנהלי תיקים וסוחרים בניירות ערך. בביצוע עסקאות אלה לא נדרשת השאלת ניירות ערך בטרם ביצוע עיסקת השורט. אין הוראה האוסרת ביצוע פעולות שורט טכני בבנקים ובחברות ביטוח, למעט ההוראות בתקנון הבורסה המפורטות להלן בפרק 5.2.2, החלות באופן זהה על כל הפעילים בשוק. תנאים ומגבלות אלו כוללים דרישה לכיסוי מיידי של שורט טכני תוך פרק זמן שנקבע בהנחיות הבורסה (על פי הנחיה 5 להנחיות הבורסה מקסימום תוך שני ימי מסחר מהיום בו ארעה הטעות). רק במקרה של טעות, מנהל הבורסה רשאי, בהתחשב בסחירות נייר הערך, להאריך את התקופה במסגרתה על החבר לכסות יתרה שלילית, במספר ימי מסחר נוספים - שנקבע בהנחיות לשמונה. על החבר חלה חובת דיווח על יתרות טעות שלא כוסו בתקופה.

לכאורה ביצוע שורט לתקופה קצרה של יום או יומיים ניתן לבצע על ידי ביצוע שורט טכני שהוא פשוט יותר במקום שורט רגיל הדורש הזדהות, כתב השאלה וכו'.

5.2 הוראות הבורסה

פרק י"ח לתקנון הבורסה (המתוקן) עוסק במכירת ניירות ערך בחסר, בין אם המכירה מבוצעת בבורסה ובין אם מחוץ לבורסה, ובין אם חבר בורסה הוא צד לעיסקה ובין כשהוא פועל כסוכן לחשבון לקוחות. הוראות הבורסה לניירות ערך אינן חלות על תעודות השתתפות בקרן נאמנות, ולכן למעשה אין נושא השורט מוסדר לגבי שוק זה.

5.2.1 ביצוע מכירה בחסר על פי תקנון הבורסה

"מכירה בחסר" הוגדרה כמכירת נייר ערך על ידי לקוח שאינו רשום בספרי החבר כזכאי לנייר הערך. מכירה בחסר מותרת רק אם נתמלאו כל התנאים שלהלן:

א. סוג הנייר הנמכר - ניתן לבצע מכירה בחסר של סוגי ניירות הערך הבאים:
   * מניה.
   * תעודת התחייבות (איגרת חוב או שטר הון) שאינה ניתנת להמרה.
   * יחידת השתתפות בשותפות מוגבלת (לחיפושי נפט או השקעה בסרט).
   לא ניתן לבצע עסקה בחסר למכירת ניירות ערך ניתנים להמרה (על אף שהגדרת מניה בסעיף 101 בפרק י"ז כוללת גם ניירות ערך הניתנים להמרה במניות) לרבות זכויות למניות ואופציות למניות.

ב. השאלה והסכם השאלה - ניתן לבצע מכירה בחסר רק אם נשאלה מראש כמות ניירות הערך אותה עומד השואל למכור, והמשאיל הסכים לכך בכתב השאלה (שהדרישות ממנו יפורטו להלן).

ג. הצדדים לעיסקה - ניתן לבצע עיסקה בחסר רק אם ההשאלה נעשית בין לקוחות של אותו חבר, או בין חבר ללקוחו. כלומר השואל יכול להיות לקוח של החבר או החבר עצמו. לכאורה לא ייתכן מצב בו לקוחות של שני חברים שונים יבצעו ביניהם עיסקת השאלה. בפועל הוראה זו ניתנת לעקיפה בקלות על ידי כך שחבר בורסה אחד פותח חשבון אצל חבר הבורסה השני.

ד. נייר הערך המושאל חופשי למכירה - כלומר אין זכויות צד ג' בנייר והוא נקי מכל עיקול או שיעבוד. כמו כן נדרש כי נייר הערך אינו חסום למסחר על פי הוראות תקנון הבורסה וההנחיות על פיו. הוראה זו נדרשת כדי שהשואל יוכל למכור את המניה לצד ג' ללא כל מיגבלה. משמעות הוראה זו כי הצדדים לכתב ההשאלה לא יכולים להתנות ביניהם בנושא זה.

ה. הגבלה על מחיר המכירה (בעסקות בבורסה בלבד) - כאשר המכירה מבוצעת במהלך המסחר בכר"ם ניתן לבצעה רק אם הפקודה למכירה בחסר מוגשת בהגבלת שער בשער הגבוה משער הבסיס באותו יום או שווה לו.
לגבי מכירה המבוצעת במהלך המסחר במשתנים, ניתן לבצע מכירה בחסר רק כאשר השער בו מבוצעת המכירה בחסר גבוה משער הבסיס באותו יום או שווה לו.
הוראה זו מחליפה את כלל ה - UP-TICK האמריקאי - ראה סעיף 3.2 לעיל.

ו. בטחונות לחבר - המשאיל נדרש להפקיד בידי החבר כתב הרשאה בלתי חוזר המסמיך את החבר למכור לשואל את ניירות הערך המושאלים במקרה ולא יעמוד בהתחייבותו ולא ירכוש את ניירות הערך שהושאלו עד תום תקופת ההשאלה. היינו, במקרה בו השואל מכר את נייר הערך לאחר ולא רכש אותו חזרה להשיב למשאיל, נדרש החבר למכור בפועל את ניירות הערך המושאלים שהוחזקו בפקדון נפרד מהמשאיל לשואל על מנת לתת תוקף לעיסקת המכירה שעשה השואל.
החבר מצידו, נדרש לסמן את ניירות הערך המושאלים של המשאיל באופן שניתן יהיה להבחין בינם לבין יתר ניירות הערך, ולא להתיר למשאיל למכור את ניירות הערך המושאלים, למשכן אותם או להשתמש בהם כבטחונות לכל צורך שהוא במשך תקופת ההשאלה.
סעיף זה כולל למעשה את הדרישות הספציפיות מהמתווך הפיננסי.

ז. כתב השאלה - הסכם ההשאלה צריך להערך בכתב, בין המשאיל לשואל, והעתק ממנו צריך להישמר במשרדי החבר.
כתב ההשאלה צריך לכלול נתונים על זהותם של המשאיל והשואל, תאריך התחלת ההשאלה, שם נייר הערך המושאל ומספרו, תקופת ההשאלה (המוגבלת כיום לעד 90 יום) כמות נייר הערך המושאל, ויתור המשאיל על זכויות ההצבעה הנובעות

מנייר הערך המושאל במשך תקופת ההשאלה, פרטי ההסדרים בין המשאיל לשואל לענין חלוקת הכספים, הזכויות וההטבות המגיעים בגין ניירות הערך המושאלים בתקופת ההשאלה, הבטחונות והפיצוי שניתנו בגין ההשאלה או ציון מפורש כי ההשאלה הינה ללא בטחונות או ללא פיצוי.

ח. תקופת ההשאלה - כאמור הסכם ההשאלה צריך לציין את תקופת ההשאלה ודו אסור שתעלה על פרק זמן שנקבע בהנחיות הבורסה - לפי הנחיה מספר 1 בפרק ז' נקבעה תקופת ההשאלה לתקופה שלא תעלה על 90 יום.
הסכם ההשאלה יכול לקבוע שההשאלה תהא ON CALL כלומר להחזרה מיידית ובלבד שסך תקופת ההשאלה לא תעלה על 90 יום.
מהנוסח עולה כי לא ניתן לתת אופציה להאריך את תקופת ההשאלה וכי הארכה תיתכן רק על ידי סגירת הפוזיציה ופתיחתה מחדש. כלומר ביצוע עיסקה חדשה, כולל חתימה על הסכם השאלה חדש.

המשאיל מאבד את הזכות לניירות הערך המושאלים בתקופת ההשאלה. תקנון הבורסה העלה את הדרישה כי כתב ההשאלה יכלול ויתור המשאיל בתקופת ההשאלה על זכויות ההצבעה הנובעות מנייר הערך המושאל. דרישה זו היא למעשה מיותרת כיוון שהמשאיל מאבד כל זכות, לרבות הזכות להצבעה. כנראה הכוונה היתה כי השואל יכול לשפות את המשאיל על איבוד הזכויות וההטבות להם היה זכאי לולא ההשאלה בגין חלוקת דבידנד, מניות הטבה, זכויות, ריבית או כל הטבה אחרת המשולמת או מחולקת במשך תקופת ההשאלה. ברם, לא ניתן להבטיח למשאיל את התוצאות האפשריות וההשלכות של איבוד זכויות ההצבעה במהלך תקופת ההשאלה.

יצויין כי במספר מארצות אירופה בהן תשלום הדיבידנד השנתי מתרכז בחודש מסויים בשנה, מוטלות מגבלות על מכירות בחסר באותו חודש. כך למשל בשוויץ אין פעילות שורט בחודש שבו מבוצעים תשלומי דיבידנד.

5.2.2 שורט טכני

פרק י"ח לתקנון הבורסה מזהה מצבים מסויימים של מכירת נייר ערך על ידי לקוח שאינו רשום בספרי החבר כזכאי לאותו נייר ערך, מצב המוגדר כעסקת מכירה בחסר, ואשר בכל זאת לא יחשב כמכירה בחסר לצורך ההוראות המפורטות בתקנון הבורסה (להלן - **שורט טכני**). המצבים הם כדלקמן:

א. זכויות וניירות ערך המירים לנייר הערך הנמכר

כאשר הוקצו ללקוח על פי תשקיף זכויות לרכישת נייר הערך הנמכר, או הלקוח הינו בעל נייר ערך המיר לנייר הערך הנמכר, ובלבד שנייר הערך הנמכר הינו מסוג הנסחר כבר בבורסה והחבר קיבל מהלקוח לפני מכירת נייר הערך הוראה בלתי חוזרת לניצול מיידי של הזכות לרכישת נייר הערך או להמרת נייר הערך ההמיר, לפי הענין.

ב. הנפקה שבוצעה וטרם הוקצאה

הלקוח זכאי על פי תוצאות הנפקה שבוצעה לקבל את נייר הערך הנמכר ונייר הערך הנמכר הינו מהסוג הנסחר כבר בבורסה.

ג. מניות הטבה שטרם התקבלו

הלקוח זכאי למנית הטבה ומכירת המניה מבוצעת בין יום האקס ליום ההקצאה.

ד. ארביטראג' במשתנים

המדובר בכמאה מניות סחירות בבורסה שהמסחר בהן נעשה על ידי קביעת לידר במערכת אלקטרונית ואחר כך מספר סיבובי מסחר (לפחות שניים ביום). ניתן טכנית למכור בסיבוב הראשון ולקנות בסיבובים הבאים ועל ידי כך ליצור שורט טכני במהלך יום המסחר. אפשרות זו של מכירת נייר לפני רכישתו נאסרה במקרה שהוכרזה הטבה כלשהי בנייר הערך הנמכר בפרק זמן (שנקבע בהנחיה 2) של שלושה ימי מסחר הקודמים ליום הקובע לזכאות להטבה.
במקרה ולא עלה בידי המוכר בחסר לרכוש את המניות הוא חייב לרכשן ביום המסחר הבא.

ה. **ארביטראג' בין הבורסה בתל אביב ובין בורסה בחו"ל**

ניר הערך נסחר בבורסה בתל אביב ובבורסה בחוץ לארץ ביום בו מתקיים המסחר בחוץ לארץ, וכן יחד עם מסירת ההוראה למכירת ניר הערך בבורסה בתל אביב נתן הלקוח לחבר הוראה לרכוש בחוץ לארץ באותו יום וללא הגבלת שער, אותה כמות של ניר הערך הנמכר ולהעביר מיד לישראל את ניירות הערך שנרכשו בחוץ לארץ או לחילופין צירף אישור בכתב מהברוקר באמצעותו הוא פועל בחוץ לארץ, כי נתן לו הוראה לרכוש בחוץ לארץ באותו יום וללא הגבלת שער, אותה כמות של ניר הערך הנמכר ולהעביר מיד לישראל את ניירות הערך שנרכשו בחוץ לארץ.

אפשרות זו של מכירת ניר לפני רכישתו נאסרה במקרה שהוכרזה הטבה כלשהי בניר הערך הנמכר בפרק זמן (שנקבע בהנחיה 3) של ארבעה עשר הימים הקודמים ליום הקובע לזכאות להטבה.

במקרה ולא עלה בידי המוכר בחסר לרכוש את המניות בחוץ לארץ הוא חייב לרכשן ביום המסחר הבא בבורסה בתל אביב.

ו. **העברות בין חשבונות**

הלקוח נתן הוראה לחבר למכור עבורו ניר ערך שאינו מופקד בחשבונו אצל החבר, ולהוראת המכירה של הלקוח צורף אישור בכתב של חבר אחר, אצלו מופקד ניר הערך, המאשר כי ניר הערך חופשי למכירה, בכמות המיועדת למכירה, ומאשר ביצוע העברה בפועל של ניר הערך לחשבון הלקוח אצל החבר.

ז. **מוכר שאינו תושב שניירות הערך שלו מופקדים אצל חבר אחר ("CUSTODIAN")**

מי שעבורו מתבצעת המכירה אינו תושב ישראל והוא מבצע פעולות בניירות ערך אצל חבר אחד כאשר ניירות הערך שלו מופקדים אצל חבר אחר וה-CUSTODIAN אישר בכתב לחבר המוכר כי ניר הערך המיועד למכירה, בכמות המיועדת למכירה, מופקד בחשבון על שם מי שעבורו מתבצעת המכירה והוא חופשי למכירה.

החבר המוכר יכסה את היתרה השלילית שנוצרה בניר הערך תוך פרק זמן שנקבע בהנחיות (הנחיה 4) לארבעה ימי מסחר מיום המכירה, לכל המאוחר.

ח. טעות

במקרה של טעות אשר גרמה למכירה בחסר על החבר לכסות את היתרה השלילית תוך פרק זמן שנקבע בהנחיות (על הנחיה 5 תוך שני ימי מסחר מהיום בו ארעה הטעות). למנהל הבורסה סמכות להאריך מועד זה במספר ימי מסחר נוספים, שנקבעו בהנחיות לשמונה ימי מסחר נוספים. חריגה מהמועדים האמורים מחייבת דיווח על יתרות הטעות לבורסה.

5.3 כללי קרנות נאמנות

סעיף 63 לחוק השקעות משותפות בנאמנות, התשנ"ד-1994 מעניק לשר האוצר סמכות לקבוע בתקנות, דרך כלל או לסוגי קרנות, את התנאים שבהם יהיה מנהל קרן רשאי לעשות עסקת מכירה בחסר בעד קרן נאמנות שבניהולו, או את התנאים שבהם יהיה מנהל קרן רשאי להשאיל ניירות ערך המוחזקים בקרן נאמנות שבניהולו לצורך עסקת מכירה בחסר או לחתום על הסכם השאלה לצורך עסקה כאמור, ובלבד שעסקת המכירה בחסר אינה בעד קרן אחרת שבניהולו.

"**עסקת מכירה בחסר**" הוגדרה בחוק האמור כמכירה בבורסה של ניירות ערך שאינם של המוכר, בהתאם לתנאים שנקבעו בתקנון הבורסה לפי חוק ניירות ערך.

תקנות השקעות משותפות בנאמנות (אופציות, כתבי אופציה, חוזים עתידיים ומכירות בחסר), התשנ"ה-1995 (ק"ת 5663 מיום 16.2.95), שהותקנו מכוח החוק האמור מתירות לקרן נאמנות לבצע מכירות בחסר בבורסה בישראל (לגבי מניות הנסחרות ברשימת המשתנים בלבד - תקנה 15) או לחילופין להשאיל את מניות הקרן (הנסחרות ברשימת המשתנים בלבד - תקנה 18) לצורך ביצוע עסקת מכירה בחסר. לשני המצבים נקבעו מספר תנאים על מנת להבטיח את העיסקה.

במידה והקרן פועלת כ**שואל** חלות המגבלות הבאות:

א. שווי המניות בחסר אסור שיעלה, בכל עת, על 2% מהשווי הנקי של נכסי הקרן.

ב. להבטחת העיסקה יש להחזיק נכסים נזילים, בנוסף לדרישות האחרות לנזילות, בשווי שלא יפחת בכל עת משווי המניות שנמכרו בעסקת המכירה בחסר.

ג. שווי הנכסים הנזילים שיש להחזיק בקרן בשל מכירות בחסר אסור שיעלה על 20% מהשווי הנקי של נכסי הקרן.

במידה והקרן פועלת כמשאיל חלות המגבלות הבאות:

א. תקופת ההשאלה אסור שתעלה על שלושה חודשים.

ב. השואל חייב להפקיד את התמורה מהמכירה בחסר אצל חבר הבורסה שבאמצעותו הושאלו ניירות הערך.

ג. השואל חייב להבטיח כי הסכום המופקד יוגדל, במידה ויידרש, כך שלא יהיה נמוך, בכל עת, משווי המניות שהושאלו.

ד. השואל חייב להחזיר את המניות המושאלות גם בתוך תקופת ההשאלה במידה ונדרש לעשות כן על ידי מנהל הקרן בדרישה שניתנה לו לפחות חמישה ימי עסקים מראש.

ה. במידה והשואל לא יעמוד בהתחייבויות האמורות הוא צריך להתחייב להחזיר סכום השווה לשווי המניות שהושאלו.

סעיף 14 לתקנות השקעות משותפות בנאמנות (מחירי קניה ומכירה של נכסי קרן ושווי נכסי קרן), התשנ"ה - 1994 קובע כי שווי ההתחייבות ליום מסחר של נייר ערך שנמכר בחסר הוא שווי נייר הערך לאותו יום מסחר.

מאז 1985 יש חובה על קרנות נאמנות להשתתף באסיפת בעלי המניות של המניות המוחזקות על ידם, אפילו בשיעור שולי. כיוון שבתקופת ההשאלה מועברות זכויות ההצבעה, אזי השאלת מניות לפני מועד האסיפה פוטרת את הקרן מחובת ההשתתפות באסיפה. אפשרות זו פותחת פתח להתחמקות מהשתתפות הקרן באסיפות "לא רצויות".

פרק 6
עסקאות מכירה בחסר - מיסוי

מערכת המס בישראל מושתת על הרעיון של סולם חיוב במס - השלב הראשון הינו מס הכנסה, השלב השני מס שבח מקרקעין, השלב השלישי מס רווח הון, ולבסוף עיסקה שאינה כלולה באף שלב הפטורה לחלוטין ממס. עיסקה יכולה להיות פטורה ממס, עקב כך שאינה נכללת באף שלב משלבי סולם החיוב במס (נדיר ביותר), או לחליפין כיוון שבבדיקה נמצא כי נקבע לעיסקה פטור ספציפי ממס בשלב לו היא שייכת.

"**עסקת מכירה בחסר**" הוגדרה בסעיף 16ה. לפקודת מס הכנסה כ"עסקת מכירה בבורסה של נייר ערך שאינו נכס של המוכר". לצרכי נוחיות המיסוי נכללה בהגדרת "עסקת מכירה בחסר" גם עסקה בנייר ערך חסום (שאיננה רלבנטית לענייננו).

6.1 המס החל על המשאיל

ההוראות החלות על המשאיל אינן מבחינות האם הינו גוף מסחרי או אדם פרטי, מספר הפעולות שביצע, כמותן או היקפן. ההוראות הינן אחידות וחלות על כל משאיל באשר הוא משאיל ניירות ערך.

<u>עיסקת ההשאלה</u>

השאלה הבסיסית היא האם עיסקת ההשאלה משמעותה המיסויית רווח פירות או רווח הון, היינו, האם ניתן לראות בעיסקה מכירה של נכס ורכישתו מחדש או עיסקת השכרה. לפי עמדת נציבות מס הכנסה, עיסקת ההשאלה עצמה מהווה עיסקת שכירות בה הזכות הקניינית לא מועברת ולכן אינה מתחייבת לכשעצמה במס. היינו, המשאיל נשאר בעל הנכס - תפיסה שהיא נכונה משפטית וכלכלית. יחד עם זאת נציבות מס הכנסה התבטאה לא פעם כי השאלה של ניירות ערך חסומים למסחר, או שהוטלו לגביהם מגבלות (כגון מכוח סעיף 101 לפקודה, 102 לפקודה או 21א לחוק עידוד התעשייה) תחשב לצורך זה, ולצורך זה בלבד, כמכירה לכל דבר. למעט מקרים אלו, הובהר כי עיסקת ההשאלה לכשעצמה אינה יוצרת חבות במס.

<u>דמי ההשאלה</u>

כיוון שהעיסקה נקבעה כעיסקת השכרה הרי פירות ההשכרה - דמי השאלה שמקבל משאיל עבור השאלת ניירות ערך - מהווים הכנסה חייבת בידי המשאיל. "**דמי השאלה**" מוגדרים בצו מס הכנסה (ניכוי במקור מדמי השאלה), התשנ"ב-1992 כסכומים המשתלמים מאת שואל למשאיל בתמורה לקבלת נייר ערך, בהתאם לתקנון הבורסה. מכאן שכל תשלום שנעשה מהשואל למשאיל עבור השאלת ניירות הערך - דמי השכירות, החזרי דיבידנד וריבית ותשלומים אחרים המתחייבים מהסכם ההשאלה - הינו הכנסה החייבת במס רגיל בידי המשאיל. יודגש כי דמי השאלה הוגדרו כך שהם כוללים כל סכום המשתלם מהשואל למשאיל גם אם אינו מכונה דמי השאלה וגם אם הוא שונה מהם במהותו. הכנסה מדמי השאלה נקבעה כהכנסה לעניין סעיף 164 לפקודה, היינו כהכנסה החייבת בשיעור מס רגיל ומלא.

התוצאה היא שמצב המיסוי של הכנסות המשאיל מנייר ערך סחיר בבורסה לאחר ביצוע עיסקת ההשאלה שונה ממצב המיסוי לפניה. הכנסות הריבית או הדיבידנד, התחייבו לפני עיסקת ההשאלה בשיעור מס מוגבל. לעומת זאת, לאחר עיסקת ההשאלה הכנסות אלה מגיעות לצד ג' שרכש את המניה המושאלת מהשואל ואילו השואל בדרך כלל מתחייב לשפות את המשאיל ולשלם לו את ההכנסות ש"הפסיד" בשל עיסקת ההשאלה. החזר זה כלול במונח "דמי השאלה", אשר כאמור חייב במס רגיל. מכאן שהמשאיל מאבד את שיעור המס המוגבל החל על הכנסות ריבית או דיבידנד. סביר להניח שהמשאיל ינסה להימנע מהשאלת מניות סביב יום ה-X אלא אם דמי ההשאלה שישולמו לו יפצו אותו על תשלום היתר של המס בגין הדיבידנד.

שואל המשלם למשאיל דמי השאלה חייב לנכות מהם מס במקור בשיעור 40%. היינו, המשאיל מקבל בפועל רק 60% מההכנסה והניכוי שנוכה במקור מובא בחשבון כחלק ממקדמות המס של המשאיל.

נייר ערך הוגדר בצו האמור לעיל בהתאם להגדרתו בצו מס הכנסה (פטור ממס על רווח הון ממכירת מניות), התשמ"ב - 1981 לרבות איגרת חוב. ההגדרה הזו כוללת ניירות ערך שעדיין לא הותר לבצע לגביהם שורט בבורסה.

הגדרת נייר ערך בצו האמור כוללת מניות, שטרי הון ואיגרות חוב (להמרה ושלא להמרה), אופציות וזכויות לכל אחד מהם, יחידות השתתפות בשותפות להשקעה בנפט או בסרטים ואופציות או חוזים עתידיים.

לפי הוראות הבורסה ניתן כיום לבצע שורט לגבי מניות (לא כולל אופציות וזכויות), לגבי איגרות חוב או שטרי הון ניתנים להמרה (לא לגבי ניירות ערך המירים או אופציות או זכויות להם), ולגבי יחידות השתתפות (לא לגבי אופציות או חוזים עתידיים שאינם המעו"ף).

אין בהגדרות השונות התייחסות לכך האם מדובר בניירות ערך סחירים או שאינם סחירים. אולם, ההפניה לתקנות הבורסה מהווה ראיה לכאורה שהמדובר בניירות ערך סחירים והמחוקק לא ראה לנגד עיניו ביצוע עסקאות שורט בניירות ערך שאינם סחירים בבורסה.

6.2 המס החל על השואל

השואל מקבל נייר ערך ממשאיל ומוכרו לאחר ורק לאחר זמן הוא רוכש את נייר הערך ומחזירו למשאיל. הרווח או ההפסד מהעסקה נוצר למעשה רק לאחר רכישת נייר הערך ולא במועד מכירתו.

<u>דין תשלומים שמשלם שואל וחובת ניכוי מס במקור</u>

תשלומים שמשלם השואל למשאיל - דמי השאלה - מהווים חלק מעלות העסקה לשואל, ומותרים בניכוי כנגד הרווח בעסקת ההשאלה.

המנגנון הטכני בעת תשלום דיבידנד או ריבית על ידי החברה המנפיקה מופעל כך שבמסלקת הבורסה רשום המתווך הפיננסי המייצג את המשאיל והשואל ביתרה אפס והמתווך הפיננסי המייצג את צד ג'-הרוכש (שייתכן והינו אותו מתווך) רשום ביתרה חיובית כזכאי לדיבידנד.

במידה והסכם ההשאלה קובע שהשואל יפצה את המשאיל על דיבידנד או ריבית שחולקו בתקופת ההשאלה, הרי שעל המתווך הפיננסי לזכות במועד התשלום את המשאיל, ובמקביל לחייב את חשבון השואל בסכום הדיבידנד או הריבית ברוטו שניתן לרוכש, והכל בכפוף לתנאים בהסכם ההשאלה.

משום מה יצא מחוקק המשנה מהנחה כי הדיבידנד או הריבית משולמים מאת השואל לרוכש-צד ג' ולא למשאיל. כתוצאה מטעות זו נקבע בצו מס הכנסה (ניכוי במקור מדיבידנד מאת שואל), התשנ"ב-1992 חובת ניכוי מס במקור מדיבידנד שמשלם שואל לרוכש, ובצו מס הכנסה (קביעת ריבית והפרשי הצמדה כהכנסה), התשל"ז - 1977 נקבע חובת ניכוי מס במקור מריבית שמשלם שואל לרוכש. לתפישת שלטונות המס השואל משלם לרוכש נייר הערך (ולא למשאיל) את ההכנסות מנייר הערך, על אף שהרוכש עצמו אינו יודע כי ביצע עסקת מכירה בחסר וכי ההכנסות האמורות שולמו לו למעשה על ידי השואל, ולכן לדעתם צווים אלה נועדו להבטיח כי ינוכה במקור מהכנסות ריבית ודיבידנד של רוכש נייר ערך בעסקת מכירה בחסר כמכל רוכש אחר. כאמור תפישה זו שגויה ולכן לצווים אלה אין למעשה משמעות.

בפועל כאמור מנגנון ההתקזזות וההתחשבנות הינו בין השואל לבין המשאיל. תשלומים אלה של דיבידנד וריבית כונו "דמי השאלה" בצו מס הכנסה (ניכוי במקור מדמי השאלה), התשנ"ב-1992, וככל תשלום אחר שנותן השואל למשאיל חלה לגביהם חובת ניכוי מס במקור בשיעור 40%.

הדרישה כי השואל ינכה במקור מתשלום דמי השאלה למשאיל מהווה אבן נגף בהפיכת מכשיר השורט למכשיר עממי יותר בשוק ההון ומרתיעה משקיעים. נראה סביר יותר כי הברוקר ייקח על עצמו את כל הטיפול עם שלטונות המס, לרבות ביצוע הניכויים במקור, העברתם והדיווח עליהם. ידועים מקרים דומים אחרים בהם הגיעו שלטונות המס להסדר עם גוף מסויים שירכז עבורם ועבור צד ג' את הדיווח והניכוי מגופים שונים - כגון סוכנויות שלקחו את הנטל הזה עבור סוכניהם וחסכו מהם את הדיווחים החודשיים לרשויות המס.

<u>המס החל על הרווח מעיסקה בחסר</u>

עסקות מכירה בחסר מקובלות על מומחי המס כדוגמא קלאסית לעיסקה שבוודאי חייבת במס הכנסה כהכנסה פירותית גם אם מבצעה אינו עוסק בשוק ההון וזו לו עיסקה חד פעמית הנופלת בקטגוריה של עסקת אקראי בעלת אופי מסחרי (מקל וחומר כאשר מדובר בשחקנים מקצועיים בשוק ההון). המניע בעיסקאות אלה הינו בדרך כלל ספקולטיבי ו/או מימוני ומעטים המקרים בהם אפשר לראות בעסקאות אלה עיסקות גיבוי או חיסוי. אי לכך יש להניח כי מיסוי הרווח מעסקת המכירה בחסר יחוייב במס רגיל, בין אם מדובר בניירערך סחיר ובין אם לאו.

חברות חייבות על כל פעילותם בשוק ההון במס (ראה להלן) אך יחיד בדרך כלל פטור ממס. כתוצאה מהחיוב במס על רווח מעיסקת השורט, אצל שואל שהוא יחיד, קטנה הכדאיות לביצוע אסטרטגיות משולבות בין שוק השורט - החייב במס, לבין שוק ניירות הערך - הפטור ממס, עד כדי חשש לביטולה לחלוטין. גם במקרים שביצוע האסטרטגיה כדאי מבחינה כלכלית ייתכן מצב שבו בשל חוסר האפשרות לקזז הפסדים מניירערך ב-LONG מול רווחים ב-SHORT גורם לכך שהמס מקזז את כל הרווח בעיסקה. כך למשל יצירת פוזיצית LONG סינטטית, רכישת אופציית רכש וכתיבת אופציה מכר, מול מכירה בחסר של המדד, עלולה ליצור ליחיד חבות מס במידה והמדד ירד והשורט הרויח. לעומת זאת, אם השוק עלה והשורט הפסיד, היחיד יהיה פטור ממס על רווחיו מאופצית הרכש.

להלן דוגמא קיצונית להבהרת העיוות האמור. נניח שנרכש נייר ערך ב-2,000 ש"ח ונעשית עסקת שורט באותו נייר ערך תמורתה מקבל היחיד 2,000 ש"ח. סה"כ ההשקעה בעיסקה הוא אפס וגם הרווח הצפוי הוא אפס כיוון שאם מחיר הנייר עולה הוא מרוויח על הנייר שרכש ב-LONG, אך את אותו הסכום הוא חייב על הנייר ב-SHORT. אם מחיר הנייר יורד הוא מרוויח על הנייר שרכש ב-SHORT ומפסיד על הנייר שרכש ב-LONG. בהנחה שבמועד סיום העיסקה ירדו המחירים, אזי הרווח מעיסקת השורט מכסה את ההפסד בעיסקת הרכישה. ואולם, כאן מתערב גורם המס. על הרווח מעיסקת השורט יש לשלם מס, ולא ניתן לקזז את ההפסד מעיסקת הרכישה כנגדו. כתוצאה נגרם הפסד בגובה חבות המס, למרות שמבחינה כלכלית לא היה כלל רווח.

המסקנה היא שליחיד לא כדאי לבצע פעולות הממוסות בשני מישורים שונים ולכן עדיף לו להקים חברה ולבצע עסקאות שורט בחברה שבה גם ה-LONG ממוסה (היינו באותו מישור).

זאת ועוד, נוצרה הבחנה מלאכותית בין שורט טכני לשורט רגיל. בעוד ששורט רגיל מזוהה כעיסקת שורט החייבת במס, ביצוע שורט טכני לא זוהה עד היום כעיסקה החייבת במס והיא נבלעה במסגרת סך התוצאות של הדיווח על הפעילות בבורסה.

טכניקת המיסוי מבחינה בין חברות (כולל יחידים או שותפויות החייבים בניהול פנקסי חשבונות בשיטה הכפולה אשר ניירות הערך הסחירים רשומים בפנקסי העסק שלהם) לבין יחידים או שותפויות.

לגבי חברות - על רווח מניירות ערך סחירים בבורסה חל חיוב במס. חיוב המס מתחלק לשני שלבים. השלב הראשון - בתום שנת המס שבה נרכש נייר הערך מוטל חיוב במס על הרווח שנצבר ממועד הרכישה ועד תום שנת המס, לפי המחיר בבורסה בתום שנת המס. השלב השני - בשנת המס בה נמכר נייר הערך מוטל חיוב במס על הרווח הריאלי שנוצר מתום שנת המס שבה נרכש הנייר ועד מועד המכירה, לפי ערכו המתואם של הנייר לגביו שולם מס בשנת הרכישה.

הוראות המיסוי האמורות אינן מתאימות למיסוי עיסקת שורט שלא הסתיימה למועד תום שנת המס, שכן בשנה הראשונה נמכר הנייר והוא נרכש רק בשנה שלאחריה - מצב הפוך לטכניקה שנקבעה לחיוב במס. ייתכן ויהיה צורך לקבוע מנגנון מיוחד לעיסקאות שורט הדוחה את החיוב במס רק למועד שבו הסתיימה העיסקה. זאת ועוד, אצל משקיע היוצר אסטרטגית השקעה, שלא הסתיימה לתום שנת המס, יכול להיווצר נטל חיוב במס שגורם לאי כדאיות ההשקעה. כלומר, באסטרטגיה המשלבת נייר ב-LONG ונייר ב-SHORT הרווח שנצבר לתום שנת המס על הנייר שב-LONG חייב במס, בעוד שכאמור על הנייר ב-SHORT אי אפשר לחשב רווח וייתכן כי בסה"כ לא נוצר רווח כלל, אך עדיין יחול חיוב במס על הנייר שב-LONG.

ליחידים ושותפויות (שניירות הערך לא רשומים בעסק שלהם המנהל פנקסי חשבונות בשיטה הכפולה) ישנו כאמור פטור ממס על רווח הון מניירות ערך סחירים בבורסה (בתנאי שפעילותם אינה מגיעה לדרגה של עסק). פטור זה אינו חל על רווח שנוצר בעיסקה בחסר, לגביה לא ברור מהו מועד הדיווח על ההכנסה - תום שנת המס לפי בסיס צבירה או לפי בסיס מזומנים במועד המימוש (סגירת הפוזיציה). יש להניח, שבאין מניעה, יועדף על ידי השואל דיווח על הרווח עם סגירת הפוזיציה.

<u>דין הפסד מעיסקה בחסר</u>

הקביעה כי הרווח מעיסקה חייב במס מלא פירושה גם כי אם נוצר הפסד הוא מותר בניכוי. גם לעניין זה יש חשיבות להבחנה בסוג הנישום ובטכניקת המיסוי החלה לגביו. חברות (שאינן מוסד כספי) החייבות במס על הרווח בבורסה, יכולות לקזז הפסד מניירות ערך רק כנגד רווח ריאלי אחר מניירות ערך (בהתאם להוראת סעיף 6 לחוק התיאומים בשל אינפלציה). כלומר הפסד מעיסקת המכירה בחסר יכול להתקזז מכל רווח שנוצר מניירות ערך סחירים, ובמידה ולא נוצר רווח הוא מועבר לקיזוז בשנים הבאות כנגד רווח ריאלי מניירות ערך סחירים בבורסה.

לעומת זאת, יחידים או שותפויות (שניירות הערך לא רשומים בספריהם או שאינם חייבים לנהל פנקסי חשבונות בשיטה הכפולה), אשר הרווח מניירות ערך פטור בידיהם ממס, חייבים כאמור במס לגבי הכנסותיהם מעיסקה בחסר, ולכן גם יכולים לקזז את ההפסד שנוצר להם מעיסקה בחסר, ככל הפסד עסקי אחר, כנגד כל הכנסה אחרת מעסק או משלח יד, לרבות ממשכורת. היינו ליחידים ושותפויות אלה לא נקבעה כל מגבלה לגבי אופן קיזוז ההפסדים, אולי מתוך מחשבה מוטעה כי לנישומים כאמור אין סוג זה של הכנסות, או שאם יש להם הכנסות מעיסקות בחסר אזי גם יחרת הפעילות שלהם בניירות ערך חייבת במס.

<u>דין מיוחד לעסקה בחסר בשוק המעו"ף</u>

חקיקת המס בישראל התייחסה אחרת לעסקה בחסר (החייבת במס) לעומת עסקה בשוק המעו"ף (הפטורה ממס). כתוצאה נוצרה אבחנה מלאכותית ביניהן, הבחנה שהיא מהותית לגבי חבות המס של יחידים ושותפויות שאינם חייבים בניהול פנקסים בשיטה הכפולה.

פטור ממס לדווחים הנובעים מפעילות בשוק המעו"ף היה תנאי מוקדם להפעלתו במשק בו הפעילות בשוק ההון פטורה ממס. ולכן, בצו מס הכנסה (פטור ממס על ריווח הון ממכירת מניות), התשמ"ב-1981 נוספה הוראת פטור ממס שהוחלה רק על רווח הוני. ואולם, סביר להניח כי פעילות בשוק המעו"ף תענה למבחנים המגדירים עסקה כעסקה מסחרית, ולפיכך היא תתחייב במס הכנסה ולא במס רווח הון.

אי לכך, הותקנו במחצית שנת 1992 תקנות מס הכנסה (פטור ממס על הכנסה ממימוש עסקה בשערים עתידיים או ממכירתה), התשנ"ב- 1992. תקנות אלה חוקקו מכח סעיף 16ה לפקודה, סעיף סמכות שהוסף לפקודה במיוחד לטיפול בבעיות שונות של מיסוי שוק ההון.

בהתאם לסעיף זה הוגדרה "עסקה בשערים עתידיים" כעסקה לגבי פיצוי בשל שינוי עתידי בשער מטבע, בשיעור שינוי מדד או בשיעור שינוי ריבית, וכן זכות לעשיית עסקה כאמור. התקנות פטרו ממס הכנסה ממימוש עסקה בשערים עתידיים הנסחרת בבורסה, כשהיא בידי יחיד או בידי קרן נאמנות.

חשיבות תקנות אלה רבה שכן בפעם ראשונה נקבע במפורש בחקיקה שהכנסה בעלת אופי פירותי בשוק ההון, אצל יחיד, פטורה ממס. אמנם נקבע בתקנה כי הפטור האמור לא יחול לגבי "מי שחייב לרשום את ההכנסה בספרי העסק שלו" אולם, לפי הפרשנות המקובלת, נתכוונה הוראה זו למנוע פטור ממס ליחיד המבצע עסקאות כאמור במסגרת עסקו או שהוא בעצמו ברוקר - היינו נותן שירותים.

אולם, במהלך המחצית הראשונה של שנת 1995 (עת הוצע למסות רווחים בבורסה, מהלך שלא בוצע לבסוף) הכריזה נציבות מס הכנסה כי הפועלים בשוק המעו"ף הם סוחרים שהכנסתם מניירות ערך הינה הכנסה מעסק, אם כי, לפנים משורת הדין לא יחילו קביעה זו במצבים מסויימים. לא פורסם לאילו מצבים מכוונים הדברים, ומה דין החבות בביטוח לאומי, מס בריאות ומס ערך מוסף. פרשנות זו זרעה מבוכה בין פעילי המעו"ף.

בהתאם לעמדת נציבות מס הכנסה (ללא סימוכין בכתב) כאשר ההכנסה מהמעו"ף נחשבת להכנסה מעסק החייבת ברישום בספרי העסק - היא מתחייבת במס רגיל בהתאם לכללים לחיוב הכנסה מעסק. לעומת זאת, כאשר ההכנסה נחשבת להכנסה מעסק, אך לא מחייבת רישום בספרי עסק - חלות לגביה הוראות הפטור האמורות. ההבחנה בין הכנסה החייבת רישום בספרים ועל פי איזה תוספת לניהול פנקסים, לבין הכנסה שאינה חייבת ברישום כאמור, אינה ברורה.

כאמור לעיל, העובדה שיש מישור פטור ממס לעומת מישור חייב במס, יוצרת עיוות, פוגעת בקבלת ההחלטות וביעילות המשק ליחיד. ביצוע ארביטראג' בין שוק המעוף לבין עיסקת שורט בנכס הבסיס, הופך ללא כדאי בשל העובדה ששוק המעו"ף פטור ממס ושוק השורט חייב במס (כפי שהודגם לעיל לגבי ביצוע אסטרטגיות בין ניירות ערך נסחרים בבורסה ב-LONG משולב עם ניירות ערך ב-SHORT).

במסגרת זו מן הראוי לציין את קופות הגמל הפועלות בפטור ממס בשוק ההון, פטור שעל פי חוק ניתן רק לפעילות שלא הושגה מעסק. ישנה הסכמה שבשתיקה שלא למסות את פעילות קופות הגמל בשוק ההון, וכנראה שהסכמה זו חלה גם על פעילות של קופת הגמל בתחום עיסקאות בחסר. מכאן שקופות הגמל פטורות ממס דה פקטו על הכנסות השורט שלהן.

6.3 המס החל על הרוכש

סעיף 16ה. לפקודה מסמיך את שר האוצר לקבוע פטור ממס או שיעור מס מופחת לגבי הכנסה שמקורה בניירות ערך שנרכשו ב"**עסקת מכירה בחסר**". שר האוצר הפעיל את סמכותו לענין הכנסותיו של הרוכש - הצד השלישי לעיסקה - בלבד, ולא לגבי הכנסותיהם של השואל או המשאיל. תקנות מס הכנסה (דין הכנסה שמקורה בנייר ערך שנרכש בעסקת מכירה בחסר), התשנ"ב-1992 קובעות כי על הכנסות שמקורן בנייר ערך שנרכש בעסקת מכירה בחסר, יחולו שיעורי המס שהיו חלים על הכנסות שמקורן באותו נייר אלמלא הושאל. היינו, חבות המס שחלה על הריבית או הדיבידנד הנובעים מנייר הערך זהה לתוצאה המתקבלת כאשר מדובר בנייר שלא נרכש בעסקת מכירה בחסר. הוראה זו הכרחית כיוון שרוכש הנייר בעסקת מכירה בחסר איננו מודע לעובדה שרכש את נייר הערך בעסקה כאמור. נחיצות ההוראה נובעת כאמור מהתפישה המוטעית של שלטונות המס בדבר היחסים בין השואל לבין הרוכש.

הכנסות ריבית ודיבידנד בשל ניירות ערך נסחרים בבורסה המתקבלות בידי הרוכש חייבות במס מוגבל ושיעור הניכוי במקור מהן מותאם בהתאם, כמו כל נייד ערך אחר שבידי הרוכש, וכאילו לא היה מקור הנייר בעיסקה בחסר. שיעור הניכוי במקור מהכנסת דיבידנד הינו כיום 25% או שיעור מס נמוך יותר שנקבע על פי כל דין (למשל לגבי דיבידנד של מפעל מאושר). לאחר תיקון 110 לפקודה נקבע פטור מניכוי מס במקור מדיבידנד בין חברות ישראליות. לגבי הכנסת ריבית, נקבע בסעיף 161 לפקודה שיעור ניכוי במקור של 35% או שיעור נמוך יותר במידה ונקבע כך על פי דין.

לגבי רווח ממימוש הנייר חלות אותן ההוראות החלות על כל פעולה אחרת בניירות ערך שמבצע הרוכש. במידה והרוכש עוסק בשוק ההון כעסק או הינו חברה - חייב הרווח שנוצר במס כהכנסה מעסק. במידה ופעילות הרוכש בשוק ההון אינה מגעת לדרגה של עסק וניירות הערך לא משמשים בעסקיו או רשומים בהם - כי אז הרווח פטור ממס מכח הוראה מפורשת בצו מס הכנסה (פטור ממס על רווח הון ממכירת מניות), התשמ"ב-1981.

פרק 7
עסקאות בחסר - הטיפול החשבונאי

7.1 תקן בינלאומי 32

ההתפתחות המואצת של מכשירים פיננסיים בעולם הביאה לבחינת הנושא ולפרסומו של תקן בינלאומי 32 בחודש יוני 1995. בארצות הברית ישבו על המדוכה עוד בשנת 1986 כאשר השוק התפתח באופן מהיר יותר מהפתרונות החשבונאים. במרץ 1990 פורסם SFAS-105 המחייב מתן מידע וגילוי בנוגע למכשירים פיננסיים בעלי סיכון חוץ מאזני או היוצרים ריכוז סיכון אשראי. בדצמבר 1991 פורסם SFAS-107 המחייב גילוי שווים ההוגן של המכשירים הפיננסיים, תוך גילוי השיטה להערכתם. לבסוף, באוקטובר 1994 פורסם SFAS-119 המחייב פירוטים נרחבים של האופי, המהות והתנאים של כל המכשירים הפיננסיים הנגזרים ודרישת הצגת רווח או הפסד לתקופה ממכשירים כאמור המוחזקים למטרות מסחר.

מכח גילוי דעת 26 של לשכת רואי חשבון בישראל, הקובע כי תקנים בינלאומיים מחייבים בישראל אם אין גילוי דעת ספציפי בנושא ובהעדר כלל חשבונאי מקובל, חל בישראל תקן בינלאומי (IAS) מספר 32 - **מכשירים פיננסיים - גילוי והצגה** "**FINANCIAL INSTRUMENTS:DISCLOSURE AND PRESENTATION**" החל בחודש יוני 1995. תקן 32 חל לגבי הדוחות הכספיים שייערכו לשנת 1996 ואילך ולגבי תשקיפים גם בדוחות כספיים שייערכו לתקופות ביניים בתוך שנת 1996.

עד למועד פירסום התקן, ניתן היה להסתמך בישראל על דרך הטיפול האמריקאית, אולם כאמור בעניין הפרטני של מכירות בחסר כמעט ולא היו עיסקאות, כך שבתחום זה (להבדיל מהתחום הרחב של מכשירים פיננסיים) הבעיה לא היתה אקטואלית.

IAS-32 מטפל במכשירים פיננסיים בכלל, מאזניים וחוץ מאזניים, ומחייב לכלול בבאורים לדוחות הכספיים גילוי ופירוט רב בדבר הסיכונים הנובעים מקיום מכשירים פיננסיים - חשיפה לסיכון שוק וחשיפה לסיכון אשראי. מטרת התקן לאפשר לקורא הדוח הכספי להעריך את הסיכון ואת התשואה הכרוכים במכשיר הפיננסי.

התקן מגדיר לענייננו את ההגדרות הבאות:

"**מכשיר פיננסי**" - חוזה היוצר בעת ובעונה אחת **נכס פיננסי** בעסק אחד ו**התחייבות פיננסית** או מכשיר הוני בעסק אחר.

"**נכס פיננסי**" - אחד מאלה: מזומנים, זכות חוזית לקבל מעסק אחר מזומנים או נכס פיננסי אחר, זכות חוזית להחליף עם עסק אחר מכשירים פיננסיים בתנאים עדיפים, מכשיר הוני של עסק אחר.

"**התחייבות פיננסית**" - התחייבות חוזית למסור לעסק אחר מזומנים או נכס פיננסי אחר וכן התחייבות חוזית להחליף עם עסק אחר מכשירים פיננסיים בתנאים נחותים.

מהגדרות אלה עולה כי התקן יחול גם לגבי עיסקת השאלה. בין המשאיל לשואל נחתם הסכם השאלה (= חוזה) להשאלת נייר ערך (= נכס פיננסי) לשואל, תמורת דמי השאלה והשבת נייר הערך בתום תקופת ההשאלה (= התחייבות פיננסית). כלומר, עיסקה בחסר עונה להגדרות האמורות לגבי מכשיר פיננסי ומכאן שחלים לגביה הכללים החשבונאיים שנקבעו בתקן האמור. פרשנות זו היא מאולצת ולא בהכרח יוצרי גילוי הדעת ראו למול עיניהם גם את הדוגמא של עיסקאות בחסר.

כללי ההצגה שקובע התקן מחייבים להציג מכשיר פיננסי, או כל מרכיב שבו, בהתאם למשמעות הכלכלית ולא בהכרח בהתאם לצורה המשפטית. התקן דורש גילוי לכל סוג של נכס פיננסי או התחייבות פיננסית, בין אם הם מוצגים במאזן ובין אם הם מדווחים כסכומים חוץ מאזניים. הגילוי הנדרש הינו בעיקרו כדלקמן:

א. מידע על היקף ואופי המכשירים הפיננסיים

נדרש לתת מידע על ההיקף ואופי המכשירים הפיננסיים, לרבות תנאים ומצבים משמעותיים העשויים להשפיע על הסכום, העיתוי או הוודאות של תזרימי מזומנים בעתיד. המידע ניתן רק כאשר קיימת חשיפה העשויה להיות משמעותית לסיכונים השונים.

המידע הנדרש כולל בין היתר: סכום, תאריך סיום החוזה, אופציות שיש לעסק או לעסק אחר לסילוק מוקדם בציון תאריך המימוש ומחיר המימוש, אופציות להמרת המכשיר הפיננסי במכשיר פיננסי אחר או בנכס או בהתחייבות כלשהי כולל ציון תאריך המימוש ותוספת המימוש, הסכום והעיתוי של קבלת או תשלום סכומי קרן לפי החוזה, שיעור התשואה על סכום הקרן, בטחונות המוחזקים להבטחת נכס פיננסי או התחייבות פיננסית, המטבע או המדד שעל פיו יחושבו הסכומים לתשלום, מידע בגין הנכס שיתקבל, תנאים מיוחדים ועוד.

ב. כללי החשבונאות שאומצו

נדרש לתת מידע על כללי החשבונאות שאומצו והקריטריונים לרישום סכומים בדוחות הכספיים, להבדיל מהצגתם בבאורים לדוחות הכספיים, בסיס המדידה אשר יושם ובסיס ההכרה והמדידה בהכנסות מנכסים פיננסיים או בהוצאות על התחייבויות פיננסיות, כולל פרטים על העברה של נכסים פיננסיים שהמעביר ממשיך להיות בעל ענין בהם.

המטרה של גילוי רב זה היא לאפשר לקורא הדוחות הכספיים להבין את העסק וסיכוניו ובעיקר בהתייחס לסיכון ריבית או סיכון אשראי. "סיכון אשראי" מוגדר בתקן כסיכון הנובע מהאפשרות שהצד השני לחוזה לא ימלא את חלקו בחוזה. אמנם אין הכוונה לעיסקות בחסר, אך נראה כי הדרישה בדבר גילוי ההפסד המקסימלי העלול לנבוע לחברה כתוצאה מסיכון האשראי, בהנחה שהערבויות שניתנו יתגלו כחסרות ערך, נראית מתאימה גם במקרה של עיסקה בחסר.

התקן דורש הצגת כל קבוצה של נכסים פיננסיים והתחייבויות פיננסיות בשווים ההוגן (או שוק כנמוך שבהם), או תוך פירוט הסיבות לקושי בקביעת שווי זה.
לגבי עסקאות גידור של עסקאות שצפויות לקרות בעתיד דורש התקן פירוט הסיכונים לרבות מידע על תקופת הזמן עד להתממשות העסקה בפועל, תיאור של מכשיר הגידור ופירוט הסכום הבלתי מזוהה של רווחים או הפסדים והזמן המשוער להכרה בהכנסה או בהוצאה זו.
התקן אינו מציין במפורש עיסקת מכירה בחסר ולכן יש לבחון את משמעותו הפרקטית לגבי המשאיל או השואל.

7.2 הטיפול החשבונאי המוצע בספרי המשאיל

7.2.1 משאיל שאיננו סוחר

תקן 32 מחייב לבחון את המשמעות הכלכלית של העיסקה ולהציגה כך שתשקף את הסיכונים הכרוכים לעסק. כפי שהובהר ניירות הערך המושאלים נשארים קניינו של השואל, אך מוטלות עליהם הגבלות שונות מכח ההסכם ההשאלה.

הסיכונים העיקריים שהעיסקה משקפת מבחינתו של המשאיל הינם:

1. אי קיום התחייבויות השואל ואיבוד הנכס המושאל. אמנם ייתכן וינתן פיצוי כספי חילופי, מותנה בגובה הערבויות והסיבות לאי קיום ההתחייבות (למשל פשיטת רגל של השואל).
2. איבוד זכויות ההצבעה בגוף במשך תקופת ההשאלה (המוגבלת בארץ לעד 90 יום) המאפשרת קבלת החלטות בחברה המוחזקת בניגוד לאינטרסים של המשאיל. להקטנת סיכון זה ניתן לקבוע בהסכם ההשאלה שניתן לקרוא לניירות הערך (ON CALL) במצבים מסויימים במהלך התקופה האמורה, כמו למשל כאשר מוגשת לדיון הצעה מסויימת שהמשאיל מעוניין להצביע בה.
3. המשאיל מאבד את הניירות מבחינת ערכן כבטוחות לעסקאות אחרות שכן הסכם ההשאלה מחייב את המשאיל לא למשכן, לשעבד או להשתמש בניירות ערך אלו כבטחונות לכל צורך שהוא במשך כל תקופת ההשאלה.

הסכם ההשאלה הוא נכס פיננסי חוץ מאזני אצל המשאיל, כיוון שעובדת קיומו לא באה לידי ביטוי בשינוי פיזי שחל בנכסי העסק. תקן בינלאומי 32 אינו קובע דרישות מסויימות לגבי רישום נכס חוץ מאזני זה, אלא דרישות לגבי ביאור עובדת קיומו בביאורים לדוחות הכספיים, קביעת שוויו ההוגן והצגת השלכותיו על הסיכונים השונים של העסק. דרישות אלה דומות לדרישות גילויי הדעת האמריקאיים (FAS-105 ו-FAS-107) הדורשים גילוי של השווי ההוגן, השיטות וההנחות המהותיות ששימשו בהערכה, לרבות פירוט אופי ותנאי המכשיר הפיננסי.

ניירות הערך, לפני שהושאלו, יכלו להיכלל בדוח הכספי במסגרת הרכוש השוטף או השקעת קבע, לפי העניין. סביר להניח כי מאגר המשאילים הפוטנציאלי מתייחס יותר למשקיעים לזמן ארוך מאשר למשקיעים לזמן קצר, אך העובדה שניירות הערך הושאלו לזמן קצר לא משנה את אופי ההשקעה בהם על ידי המשאיל, ולכן לדעתנו אין מקום לשנות את אופן הצגתם בדוח הכספי. קביעה כאמור משווה את הטיפול בניירות הערך המושאלים לטיפול החשבונאי הניתן לנכס עסקי מושכר אחר.

בעוד נייר נכלל באותה קבוצת סיווג מאזני גם לאחר השאלתו, נדרש לדעתנו בביאור לדוח הכספי להציגו בנפרד כנייר ערך מושאל, תוך מתן פירוט לסיכונים השונים, כנדרש בתקן בינלאומי 32. יצויין כי כיוון שתקופת ההשאלה בארץ היא קצרה - כיום עד 90 יום, הרי שבמועד עריכת הדוח הכספי הסתיימה העיסקה ותוצאותיה והסיכונים שנשאה כבר ידועים וברורים, ולכן טכנית קל יותר לשקף באופן ברור את הסיכונים שנשאה העיסקה לתאריך הדו"ח הכספי.

לעניין חשיבות ההבחנה בין החזקה שולית, השקעת קבע והחזקת שליטה - ראה להלן דיון נפרד.

<u>לסיכום</u> - לדעתנו הטיפול החשבונאי הנדרש בספרי המשאיל הינו כדלקמן:

1. רישום טכני בספרים המעביר את ניירות הערך מהחשבון אליו הם מתייחסים לחשבון נפרד (בפועל הם מועברים לחשבון נפרד אצל המתווך הפיננסי). רישום זה מבהיר כי ניירות ערך אלו הושאלו. ניתן לבצע בנוסף רישום ממוריאלי של חשבון ניירות ערך מושאלים כנגד רישום התחייבות להשבת ניירות ערך אלו. בדוח הכספי לא יוצגו חשבונות אלו המהווים רישום ממוריאלי בלבד.

2. בדוח הכספי ימשיכו ניירות הערך המושאלים להיכלל במסגרת בה נכללו כהשקעת קבע או רכוש שוטף, בהתאם לקריטריונים החשבונאים ללא התייחסות לעובדת ההשאלה.

3. בביאור לדוח הכספי יפורטו ניירות הערך המושאלים בנפרד תוך ציון סכומם בנפרד, שווים בבורסה ליום המאזן, יתרת תקופת ההשאלה, בטחונות שניתנו, הסיכונים שיוצרת העיסקה ופרטים נוספים הנדרשים כאמור לפי תקן 32.

4. ההכנסות השוטפות מדמי השאלה יכללו בדוח רווח והפסד לפי בסיס צבירה, בהתחשב באורך תקופת ההשאלה.

7.2.2 משאיל שהינו סוחר

הגוף היחיד בישראל שהתייחס עד כה באופן ספציפי לסוגית הדיווח על ידי המשאיל היה הפיקוח על הבנקים. המפקח על הבנקים פירסם הוראות דיווח לציבור ב-8/94. הוראה 18 דנה במכירה בחסר והשאלה של ניירות ערך, וקובעת כדלקמן:

א. השאלת ניירות ערך על ידי תאגיד בנקאי לצורך כיסוי מכירה של ניירות ערך בחסר על ידי השואל תוצג על ידי התאגיד הבנקאי כאשראי, כל עוד לא הוחזרו ניירות הערך וזאת בסכום שווים בשוק של ניירות הערך ביום ההשאלה.
הסכום בו עולה שווי השוק ביום ההשאלה של ניירות הערך שהושאלו על ערכם בספרים יכלל בסעיף "התחייבויות אחרות".

ב. בדוח רווח והפסד אין לדווח על רווח כתוצאה מפעולת השאלת ניירות ערך. הפסד מהשאלה יירשם כאשר שווים בשוק נמוך מערכם בספרים ביום ההשאלה.

סעיפים א' ו-ב' לעיל מתייחסים להצגה בדוחות כספיים של בנק, כאשר הבנק פועל כמשאיל. במקרה זה קובעות הוראות המפקח על הבנקים, מאבדים ניירות הערך את מעמדם כפריט מלאי או פריט השקעה, והם מועברים להצגה בסעיף האשראי. הכללת ניירות הערך בסעיף האשראי מבטאת את הסיכון הגלום בעיסקה, ואת הצורך להפריש כנגד אשראי זה להפרשה לחובות מסופקים (בין ספציפית ובין כללית). בנוסף, בדרך זו מושוות התוצאה החשבונאית של מתן הלוואה ללקוח צמודה לביצועי הענף, לתוצאה של מסירה ללקוח של מניות על מנת שהוא יבצע בהן עיסקה בחסר.

שלא כפי שהוצע על ידינו לטיפול במשאיל שאינו סוחר, ההעברה אינה מתבצעת על ידי מיון מחדש בין הקטגוריות בדוח הכספי, אלא ניירות הערך מועברים לסעיף האשראי בשווי השוק שלהם ביום ההשאלה. קביעה זו מקבילה לטיפול שהיה נעשה בניירות הערך לו היו נמכרים בפועל. נקודה אחרונה זו חשובה להבחנה בין שתי שיטות הטיפול - המוצעת על ידינו לשאינו סוחר, והקבועה על ידי המפקח על הבנקים. נקודת המוצא של המפקח על הבנקים כי משמעות השאלת ניירות הערך היא מכירתם ורכישתם חזרה במועד בו מסתיימת תקופת ההשאלה. הוא מתייחס לעיסקה כאל עיסקה מימונית רגילה של מתן אשראי, כשהבטחונות לעיסקה הם ניירות הערך של הבנק עצמו.

גישתו של המפקח על הבנקים אינה מקובלת עלינו שכן אין בפעולת ההשאלה משום מתן אשראי. יש להבחין בין פעולת השאלה לבין פעולה המקובלת בבנקאות העולמית של Repurchase Agreement = REPO. ב- REPO הבנק קונה (מוכר) בפועל אגרות חוב ממשלתיות עם התחייבות למכור (לקנות) אותן בחזרה לאחר זמן קצר (בדרך כלל בין יום לבין שבוע), כאשר במחיר המכירה (קניה) בחזרה מגולמת הריבית שבאשראי. ההבחנה בין מכירה בפועל לבין השאלה היא מהותית ולא ניתן להשוות ביניהם מבחינת שיטת הטיפול החשבונאית.

בשל נקודת המוצא השונה נוצר בשיטתו של המפקח על הבנקים רווח או הפסד מעיסקת ההשאלה, בעוד שלשיטתנו ישנם רק תקבולי דמי השכירות בצורת דמי ההשאלה. אמנם המפקח על הבנקים דוחה את ההכרה ברווח מהעיסקה על ידי רישומו בסעיף התחייבויות אחרות. הרווח מחושב על פי ההפרש בין שווי השוק ביום ההשאלה של ניירות הערך שהושאלו לבין ערכם בספרים - בהתאם לאופן הרישום ערב ההשאלה. לעומת זאת, המפקח על הבנקים מכיר מיידית הפסד מהשאלה. בשיטה זו, שעה שתושלם העיסקה וניירות הערך יוחזרו לבנק - תבוצע העברה המבטלת את הרישומים האמורים, אולם במידה ולא יוחזרו - יקוזז מההפסד העתידי אותו רווח תיאורטי שנוצר במועד ההשאלה. המפקח על הבנקים לא דרש גילוי או ביאור כלשהו בדוחות הכספיים. כיוון שתקן בינלאומי 32 חל גם על מוסדות פיננסיים, מתמלאת דרישה זו על ידי התקן האמור.

7.3 הטיפול החשבונאי המוצע בספרי השואל

7.3.1 שואל שאינו סוחר

השואל משאיל את נייר הערך על מנת למכרו לאחר. כאמור המניע לעסקה זו על ידי השואל יכול להיות מימוני ו/או ספקולטיבי, מכל מקום מדובר בהחזקה לטווח קצר של ניירות הערך בידיו (המוגבלת בארץ כיום לעד 90 יום).

בידי השואל הסכם ההשאלה הוא נכס פיננסי המוצג במאזן כיוון שנוצרה לו התחייבות מעסק אחד ונכס (מושאל) מעסק שני. אי לכך במועד יצירת הסכם ההשאלה צריך המשאיל, לדעתנו, לבטא את ההתחייבות שנוצרה לו - הצמודה למחיר הנייר הספציפי בבורסה. במועד זה עליו לחייב חשבון נכסי כגון "חשבון ניירות ערך מושאלים" ולזכות סעיף התחייבות שוטף כגון "התחייבות להשבת ניירות ערך מושאלים".

את מכירת ניירות הערך לרוכש יש לדעתנו לרשום כנגד "חשבון ניירות ערך מושאלים" כך שבספרי השואל נשארת רק ההתחייבות להשבת ניירות הערך המושאלים, כנגד התמורה שהתקבלה כבר אצלו.

בהתאם לתקן בינלאומי 32 לא ניתן לקזז בדוח הכספי את ההתחייבות למשאיל כנגד הנכס המושאל או התמורה שנתקבלה בשלו, כיוון שהם מייצגים סיכונים שונים (סיכון אשראי מול סיכון נזילות). לעומת זאת, במידה והשואל עשה מספר עיסקות השאלה בחסר, אין הוא נדרש לפרט ולבאר כל אחת מהן בנפרד, אלא להציג את הסיכונים הרלבנטיים יחד תוך קיבוץ המידע לגבי מכשירים או עיסקאות דומות. יוצא מן הכלל הוא המקרה של עסקה בודדת שהיא מהותית ובעלת השלכה משמעותית על הסיכונים או על תזרים המזומנים העתידי של העסק. יצויין כי בשל אורך הזמן הקצר של תקופת ההשאלה תוצאות עיסקת ההשאלה ידועות במועד עריכת הדוח הכספי ולכן ניתן להערך לרישום הסיכונים הקשורים - כמו אי פרעון ההתחייבות מסיבות שונות וכו'.

על מנת לקבוע את השיטה להכרה ברווח, נראה לנו כי יש לקבוע את מטרת העיסקה בחסר - למטרות כיסוי והגנה או למטרה ספקולטיבית. זיהוי זה צריך להעשות בהתאם לעקרונות חשבונאים מקובלים.

במידה ומדובר בעיסקה בחסר למטרה ספקולטיבית אזי זיהוי הרווח או ההפסד הכולל מהעיסקה יכול להיעשות רק במועד רכישת ניירות הערך המושאלים והשבתם למשאיל. במידה ותאריך הדוח הכספי הינו במהלך תקופת ההשאלה, נראה כי ניתן לזהות רווח או הפסד ביניים לתאריך הדוח הכספי, כיוון שמדובר בהשאלה לזמן קצר ובנכס סחיר. במסגרת קביעת הרווח או ההפסד יש להביא בחשבון לא רק הפרשי שערים של נייר הערך אלא גם את ההוצאה המצטברת למועד הדיווח בשל תשלום דמי השאלה למשאיל, כמו גם דיבידנד וזכויות אחרות אותם על השואל להעביר למשאיל.

במידה ומדובר בעיסקת כיסוי והגנה כי אז יש להכיר ברווח או ההפסד מהעיסקה הכוללת, בהתאם לטיפול בנכס המוגן.

<u>לסיכום</u> - לדעתנו הטיפול הנדרש בספרי השואל הינו כדלקמן:

1. רישום עיסקת ההשאלה בספרי העסק - רכוש שוטף מול התחייבויות שוטפות.
2. הכרה ברווח או הפסד ביניים לתאריך הדוח הכספי לפי מחיר הנייר בבורסה.
3. זיהוי מטרת העיסקה - בעיסקה ספקולטיבית יזקפו תוצאותיה לדוח רווח והפסד ואילו עיסקת כיסוי והגנה תטופל בהתאם לטיפול הניתן לנכס המוגן.
4. הכרה בהוצאות העיסקה לפי בסיס נצבר - דמי השאלה, ריבית, דיבידנד וכו'.
5. ביאור סעיף התחייבויות שוטפות בהתאם לדרישת תקן בינלאומי 32 תוך הצטמצמות לזיהוי הסיכונים הקשורים בהתאם למהותיות העיסקה.

<u>7.3.2. שואל שהינו סוחר</u>

כאמור המפקח על הבנקים פירסם הוראות דיווח לציבור ב-8/94. הוראה 18 דנה במכירה בחסר והשאלה של ניירות ערך וקובעת כדלקמן:

ג. מכר תאגיד בנקאי נייר ערך ששאל מאחר, ידווח על העיסקה כפקדון בין ההתחייבויות, כל עוד לא החזיר את נייר הערך וזאת בסכום שנתקבל תמורת המכירה.

ד. בדוח רווח והפסד אין לדווח על רווח כתוצאה ממכירת ניירות ערך ששאל התאגיד הבנקאי מאחר, כל עוד לא הסתיימה ההשאלה. הפסד ממכירה של נייר הערך ששאל התאגיד הבנקאי יירשם כאשר שוויים בשוק של ניירות הערך שנמכרו עולה על הסכום שהתקבל ממכירתם.

סעיפים ג' ו-ד' לעיל מתייחסים להצגה החשבונאית על ידי הבנק, כאשר הבנק מתפקד כשואל. במקרה זה לעיסקת ההשאלה לא ניתן ביטוי בספרים, אלא רק בשלב שניירות הערך המושאלים נמכרו לאחר. כלומר חתימת הסכם השאלה וקבלת הזכות להשאיל ניירות ערך אלו, לא מקבלים ביטוי בספרי הבנק ובדוחות הכספיים שלו.

במועד מכירת ניירות הערך המושאלים, כנגד רישום התמורה שנתקבלה במכירה, נרשמת התחייבות באותו הסכום המבטאת את ההתחייבות לרכוש ניירות ערך אלו בחזרה. הרווח או ההפסד בעיסקה נוצר, ומוכר, רק כאשר זו הושלמה, היינו ניירות הערך נרכשו בחזרה (ואפילו טרם הוחזרו בפועל למשאיל). בהתאם לעקרון השמרנות, מזוהה הפסד עוד טרם נסתיימה תקופת ההשאלה, כאשר לא נדרש לחזות את גובה ההפסד הצפוי, אלא את ההפסד שנצבר בפועל בתאריך הדוח הכספי.

ההבדל העיקרי בין השיטה המוצעת על ידינו לטיפול בשואל שאינו סוחר, לבין השיטה שנקבעה על ידי הפיקוח על הבנקים הינו לעניין הצגת רווח ביניים למועד עריכת הדוח הכספי. לדעתנו, כשם שנהוג להציג רווח מהשקעה בניירות ערך סחירים בבורסה שנעשתה לזמן קצר, על אף שטרם מומשו, יש להציג רווח מעיסקה בחסר. השיקולים הכלכליים לביצוע עיסקה בחסר זהים לשיקולים בביצוע עיסקה ב-LONG, היינו צפי להתפתחות המחירים. הפעולה עצמה היא במישור העסקי ולא במישור הוני ולכן בהתאם לכללים החשבונאיים יש להכיר ברווח ביניים. יש להדגיש שלשיטתנו מקל וחומר שמוסד כספי צריך להכיר רווח ביניים לתאריך הדוח הכספי מפעילות השקעה שוטפת שביצע.

7.4 הטיפול החשבונאי במניות חברה מוחזקת שהושאלו

הצגנו את שיטת הרישום המוצעת על ידינו לעיסקה בחסר אצל המשאיל. השארנו לדיון נפרד את שאלת השפעת עיסקת מכירה בחסר בספרי המשאיל על אופן הצגת ההשקעה בחברה מוחזקת שמניותיה הושאלו.

המשקיעים הפוטנציאליים להשאלת ניירות ערך הם בדרך כלל משקיעים לתקופה ארוכה. אלה יציגו, בדרך כלל, את השקעתם לפי שיטת השווי המאזני או בשיטת איחוד הדוחות הכספיים. השאלת חלק מניירות הערך מעוררת את השאלות, האם בשל אותו חלק שהושאל מותר להציג רווחי אקוויטי או נדרש לשנות את השיטה החשבונאית להצגת ההשקעה בחברה המוחזקת, האם יש לקחת בחישוב שיעור ההחזקה את החלק המושאל ועוד.

התיאוריה החשבונאית קובעת אימתי החזקה בשיעור מסויים בחברה תוצג באופן מאוחד עם תוצאות הפעולות של החברה המחזיקה, אימתי לפי שיטת בסיס השווי המאזני (אקוויטי) ואימתי לפי העלות. המבחן שנקבע ליישום כל אחת מהשיטות מבוסס על בדיקת ה"השפעה המהותית" שיש לחברה המחזיקה בחברה המוחזקת, הנקבעת על סמך אחת מהזכויות הבאות:

* זכות הצבעה מעל לאחוז מסויים.
* הזכות למנות יותר מאחוז מסויים מחברי הדירקטוריון.
* שילוב הזכויות האמורות.

כאמור מבחינה משפטית הזכות הקניינית לא מועברת והמשאיל נשאר בעל הנכס, ברם הוא מאבד את זכויות ההצבעה. המבחן החשבונאי להשפעה מהותית מתרכז בזכויות ההצבעה ולא בזכות לדווחים ולכן לכאורה מאבד המשאיל את השפעתו המהותית בחברה בתקופת ההשאלה, במידה וכמות המניות המושאלות מורידה אותו לשיעור החזקה נמוך מהשיעור הנדרש.

כתוצאה, לכאורה יש לשנות את שיטת ההצגה החשבונאית של הגוף המחזיק. אולם, משך תקופת ההשאלה נקבע כיום לעד 90 יום. היינו, מדובר בתקופה קצרה ביותר. הכללים החשבונאיים קובעים כי ביצוע שינוי מדיניות חשבונאית נעשה כאשר השינוי איננו בעל אופי זמני, אלא מדובר בשינוי קבוע. כך למשל, סעיף 2.1.1. לגילו דעת 23
הדן ב"בסיס השווי המאזני" קובע כי יש ליישם את בסיס השווי המאזני, בכל המקרים שהחברה מחזיקה בחברה בת או בחברה אחרת בה יש לה השפעה מהותית, למעט המקרה בו אין לצפות להמשך החזקת ההשקעה בחברה המוחזקת.

כלומר, כיוון שאבדן השליטה נעשה באופן זמני, אין הוא מחייב שינוי שיטת ההצגה החשבונאית.

פרק 8
הערות סיכום

בעבודה זו סקרנו את מהותה של העיסקה בחסר. ניתוח מאפייני העיסקה מצביעים כי המשאיל מבצע עיסקת השאלה ולא עיסקת מכירה. בהשאלה זו הוא משאיל למעשה את זכויות ההצבעה שלו וזהו המקור למורכבות המשפטית והחשבונאית.

הצגנו דרך טיפול מוצעת לרישום עיסקת המכירה בחסר בספרי המשאיל והשואל. בשל מיעוט העיסקאות בארץ אין עדיין פרקטיקה ממשית של דיווח על עסקאות אלו בדוחות כספיים אותם ניתן היה להציג או לנתח.

הצבענו על הצורך בשכלול השוק על ידי התאמת תקנון הבורסה והוראות חוק מגבילות שונות החלות על הגופים המוסדיים לאפשר ביצוע עסקאות בחסר באופן גמיש. הבלטנו את הסיכון הכרוך בעיסקאות אלו עליו יש לתת גם את הדעת בעת ניסוח התיקונים השונים.

המגבלה העיקרית לפיתוח שוק העסקאות בחסר בישראל אינה ההיבטים הפסיכולוגים, המשפטיים, או הטכניים, אלא בעיקר היבט המיסוי. בעיה זו היא מורכבת, חורגת מעבר למיסוי עסקאות מכירה בחסר וגולשת למיסוי שוק ההון בכלל, חובת דיווח כללית ועוד בעיות סבוכות אשר לא כאן המקום לקבוע האם מוצדק להכנס לעלויות השונות ולסוגיות האמורות לצורך פתרון בעיית שוק עסקאות בחסר פעיל.

המצב הקיים היום בשוק ההון, בו חלק מהפעילים פטור ממס וחלק מהפעילים חייב במס, יוצר עיוות המתבטא גם בכדאיות פעולות שונות בשוק. אין ספק שצריך היה להחיל דין אחד על כל השחקנים בשוק ההון והשאלה, האם יש להחיל חיוב מלא במס או פטור מלא במס, חורגת מגדר עבודה זו ומחייבת בחינה לא רק מבחינת ההשלכות על שוק ההון, אלא מבחינת הקשר בין שוק ההון לבין שוק העבודה ועוד. בנוסף השאלות האמורות כרוכות בטבורן בשאלת האפשרות להטיל חובת דיווח כללית, נושא המעורר לכשעצמו שאלות סבוכות ומורכבות.

קיים מעין סטטוס קוו בין שלטונות המס לבין העוסקים בשוק ההון לגבי מיסוי הפעילות בניירות ערך, סטטוס קוו אשר אינו מעוגן בחקיקה ואשר העוסקים בו חוששים כי יופר. קיים תחום אפור רחב של פעילים אשר אין ספק שמבחינת היקף העיסקאות שהם מבצעים, כמותם, הידע שלהם, אופן מימון העיסקה ועוד - היה מקום להגדירם כסוחרים בניירות ערך החייבים במס מלא על פעילותם. אולם, שלטונות המס מעדיפים לשמור על פרופיל נמוך בנושא וממעטים לחייב מקרים אלה במס. נוהג זה של שלטונות המס יוצר ערפל מיסוי לגבי כל סוחר בניירות ערך, לאו דווקא בשוק השורט והסדר הציבורי מחייב כי יעוגן בחקיקה מתאימה.

בנוסף, שורה ארוכה של פעילים שאינם חייבים היום במס, חוששים לבצע עיסקאות שורט פן יחול החיוב במס לא רק על פעילות השורט שלהם, אלא על כלל פעילותם בניירות ערך. בנושא זה לא נאמר מעולם באופן ברור על ידי נציבות מס הכנסה מה דין הכנסות אחרות מניירות ערך בידיו של השורטיסט - אמירה שחייבת לקבל ביטוי בחקיקה הולמת.

זאת ועוד, קיימות הוראות מיסוי טכניות בירוקרטיות אשר גם להן השלכות על נכונות השואל לפעול בשוק. השואל נדרש לפתוח תיק ניכויים, ולנכות במקור מדמי ההשאלה למשאיל. סידרת דיווחים ומטלות זו פעיל בשוק ההון לא תמיד מוכן לקחת על עצמו.

היבט חשוב יותר הינו ההיבט המהותי. כשם שהגופים הנוגעים בדבר הבינו שלא יתפתח בארץ שוק מעו"ף אם לא יינתן פטור ממס לפועלים בשוק זה (כאשר למעשה כתיבת אופציות מהווה עיסקה בחסר) יש מקום להחיל פטור גם על הפעילות בשורט וזאת מבלי לקבוע עמדה בשאלה האם נכון הדבר לתת פטור ממס על פעילות בשוק ההון. היינו, הדגש הינו על השוויוניות - כשם ששוק המעו"ף והפעילות בבורסה פטורים ממס יש להחיל פטור גם על שוק העיסקאות בחסר.

נראה לנו כי היה מקום להקים ועדה ציבורית אשר תבחן את הנושא מכל היבטיו ותגבש המלצות בנושא לצורך חקיקה מקפת לטיפול בבעיות השונות שהועלו.

יודגש כי להוראות לטיפול בעסקת מכירה בחסר לא צריכה להיות השפעה על פעילות בשוק ההון. כלומר, במידה וההוראות יוצרות כדאיות לבצע, או לא לבצע, פעולה מסויימת בשוק, והכדאיות נובעת מההוראות בלבד - הרי שיש בכך התערבות בשוק, אשר בהכרח פוגעת ביעילות השוק. כך למשל, העובדה שניתן להיפטר באופן זמני מזכויות ההצבעה, יכולה להוות גורם מניע לביצוע עיסקאות בחסר. לדוגמא בעלי מניות אשר אינם מעוניינים להשתתף באסיפה השנתית, או באסיפה כלשהי לדיווח או לקבלת החלטה מסויימת, דואגים להשאיל את מניותיהם מבעוד מועד ועל ידי כך להעדר באופן מוצדק מהישיבה האמורה.

נספח

תקנון

פרק י"ח - מכירות בחסר

113. בפרק זה "מכירה בחסר" - מכירת נייר ערך על ידי לקוח שאינו רשום בספרי החבר כזכאי לנייר הערך.

114. הוראות פרק זה חלות על מכירות בחסר של ניירות ערך הרשומים למסחר בבורסה בין אם המכירה מבוצעת במסגרת המסחר בבורסה ובין אם היא מבוצעת במסגרת עסקה מחוץ לבורסה.

115. מכירה בחסר מותרת רק אם נתמלאו כל התנאים המפורטים להלן:

א. נייר הערך הנמכר בחסר הינו מניה, יחידת השתתפות בשותפות מוגבלת או תעודת התחייבות שאינה ניתנת להמרה.

ב. המוכר שאל מראש את כמות ניירות הערך שהוא עומד למכור והמשאיל הסכים בכתב להשאלה.

ג. השאלת נייר ערך לצורך מכירתו בחסר נעשית רק בין לקוחות של אותו חבר או בין החבר ללקוחו.

ד. נייר הערך המושאל חופשי למכירה. לענין זה יראו נייר ערך כחופשי למכירה בהתקיים כל התנאים הבאים:

1) זכויות המשאיל בנייר הערך המושאל נקיות מכל עיקול, שיעבוד וזכויות צד ג' כלשהן.

2) נייר הערך המושאל אינו חסום על פי הוראות תקנון הבורסה וההנחיות על פיו.

ה. 1) השער בו מבוצעת המכירה בחסר גבוה משער הבסיס באותו יום או שווה לו.
אם המכירה בחסר מבוצעת במהלך המסחר בכר"ס, הפקודה למכירה בחסר מוגשת בהגבלת שער, בשער הגבוה משער הבסיס באותו יום או שווה לו.

2) האמור בס"ק 1) לעיל לא יחול על עסקאות מחוץ לבורסה.

ו. המשאיל הפקיד בידי החבר כתב הרשאה בלתי חוזר המסמיך את החבר למכור לשואל את ניירות הערך המושאלים, בכמות שנמכרה בחסר על ידי השואל, וזאת למקרה שהשואל לא רכש ניירות ערך מסוג ובכמות שנמכרה בחסר, עד תום תקופת ההשאלה.

ז. בין המשאיל לשואל יערך הסכם בכתב אשר יגדיר את תנאי ההשאלה (להלן "כתב השאלה"). העתק מכל כתב השאלה ישמר במשרדי החבר.

כתב השאלה יכלול בין היתר את הפרטים הבאים:

1) נתונים על זהותם של המשאיל והשואל.

2) תאריך התחלת ההשאלה.

3) שם נייר הערך המושאל ומספרו.

4) תקופת ההשאלה, ובלבד שלא תעלה על פרק זמן שיקבע בהנחיות.

5) כמות נייר הערך המושאל.

6) ויתור המשאיל על זכויות ההצבעה הנובעות מניירי הערך המושאל במשך תקופת ההשאלה.

7) פרטי ההסדרים בין המשאיל לשואל לענין חלוקת הכספים, הזכויות וההטבות המגיעים בגין ניירות הערך המושאלים, בתקופת ההשאלה.

8) הבטחונות והפיצוי שניתנו בגין ההשאלה או ציון מפורש כי ההשאלה הינה ללא בטחונות או ללא פיצוי.

116. החבר יסמן את ניירות הערך המושאלים של הלקוח המשאיל באופן שניתן יהיה להבחין בינם לבין יתר ניירות הערך שבחשבון המשאיל, ולא יתיר למשאיל למכור את ניירות הערך המושאלים, למשכן אותם או להשתמש בהם כבטחונות לכל צורך שהוא במשך כל תקופת ההשאלה.

117. תקופת ההשאלה לא תעלה על פרק זמן שיקבע בהנחיות.

118. מכירת ניירות ערך בכל אחד מהמקרים הבאים לא תחשב כמכירה בחסר לענין פרק זה:

א. הוקצו ללקוח על פי תשקיף זכויות לרכישת נייר הערך הנמכר, או הלקוח בעל נייר ערך המיר לנייר הערך הנמכר והתקיימו כל התנאים הבאים:

1) נייר הערך הנמכר הינו מסוג הנסחר כבר בבורסה.

2) החבר קיבל מהלקוח לפני מכירת נייר הערך כאמור, הוראה בלתי חוזרת לניצול מיידי של הזכות לרכישת נייר הערך או להמרת נייר הערך הממיר, לפי הענין.

ב. הלקוח זכאי על פי תוצאות הנפקה שבוצעה לקבל את נייר הערך הנמכר, ונייר הערך הנמכר הינו מהסוג הנסחר כבר בבורסה.

ג. הלקוח זכאי למנית הטבה, ומכירת המניה מבוצעת בין יום האקס ליום ההקצאה.

ד. הלקוח נתן הוראה למכור את נייר הערך במהלך המסחר בכר"ם או במהלך המסחר במשתנים ובמקביל נתן הוראה לרכוש באותו יום, במשתנים, ללא הגבלת שער, אותה כמות של נייר הערך הנמכר, ובלבד שהתקיימו התנאים הבאים:

1) מכירת ניירות הערך לא תבוצע במהלך הסיבוב המהיר במשתנים.

2) במקרה בו הוכרזה הטבה כלשהי בנייר הערך הנמכר, לא תבוצע מכירת נייר ערך כאמור בפרק זמן שיקבע בהנחיות, קודם ליום הקובע לזכאות להטבה.

לא עלה בידי המוכר בחסר לרכוש את המניות כאמור לעיל, ירכשו המניות ביום המסחר הבא.

ה. נייר הערך נסחר בבורסה בתל-אביב וכן בבורסה בחו"ל, והתקיימו התנאים הבאים:

1) המכירה של נייר הערך מתבצעת ביום בו מתקיים מסחר בבורסה בחו"ל.

2) יחד עם מסירת ההוראה למכירת נייר הערך בבורסה בתל-אביב, נתן הלקוח לחבר הוראה, לרכוש בחו"ל באותו יום וללא הגבלת שער, אותה כמות של נייר הערך הנמכר, ולהעביר מיד לישראל את ניירות הערך שנרכשו בחו"ל.

לחילופין -

יחד עם מסירת ההוראה למכירת נייר הערך בבורסה בתל-אביב, צורף אישור בכתב על ידי הברוקר באמצעותו פועל הלקוח בחו"ל, כי הלקוח נתן לברוקר הוראה לרכוש בחו"ל באותו יום וללא הגבלת שער, אותה כמות של נייר הערך הנמכר, ולהעביר מיד לישראל את ניירות הערך שנרכשו בחו"ל.

לא עלה בידי החבר או הברוקר לרכוש בחו"ל את ניירות הערך כאמור באיזה מהחלופות לעיל, ירכשו ניירות הערך ביום המסחר הבא בבורסה בתל-אביב.

3) הוכרזה הטבה כלשהי בנייר הערך הנמכר, לא תבוצע מכירת נייר ערך בפרק זמן שיקבע בהנחיות, קודם ליום הקובע לזכאות להטבה.

ו. הלקוח נתן הוראה לחבר למכור עבורו נייר ערך שאינו מופקד בחשבונו אצל החבר, ולהוראת המכירה של הלקוח צורף אישור בכתב של חבר אחר, אצלו מופקד נייר הערך, המאשר כי נייר הערך חופשי למכירה, בכמות המיועדת למכירה, ומאשר ביצוע העברה בפועל של נייר הערך לחשבון הלקוח אצל החבר.

ז. מי שעבורו מתבצעת המכירה אינו תושב ישראל והוא מבצע פעולות בניירות ערך אצל חבר אחד (להלן "החבר המוכר") כאשר ניירות הערך שלו מופקדים אצל חבר אחר (להלן: "CUSTODIAN"), והתקיימו כל התנאים הבאים:

1) ה-CUSTODIAN של מי שעבורו מתבצעת המכירה, אישר בכתב לחבר המוכר כי נייר הערך המיועד למכירה, בכמות המיועדת למכירה, מופקד בחשבון על שם מי שעבורו מתבצעת המכירה והוא חופשי למכירה.

2) החבר המוכר יכסה את היתרה השלילית שנוצרה בנייר הערך בחשבון הלקוח תוך פרק זמן שיקבע בהנחיות.

119. ארעה טעות, בין של חבר ובין של לקוחו, אשר גרמה למכירה בחסר של ניירות ערך, יכסה החבר את היתרה השלילית שנוצרה בנייר הערך תוך פרק זמן שיקבע בהנחיות.

על אף האמור לעיל, מנהל הבורסה רשאי, בהתחשב בסחירות נייר הערך, להאריך את התקופה במסגרתה על החבר לכסות את היתרה השלילית, במספר ימי מסחר נוספים כפי שיקבע בהנחיות.

120. הדירקטוריון רשאי לקבוע בהנחיות את כללי הדיווח של חברי הבורסה על יתרות הנובעות ממכירות בחסר או יתרות הנובעות ממכירות על פי סעיף 118 ו-119 לתקנון ואת כללי הפרסום לציבור של דיווחים כאמור.

הנחיות

פרק ז': מכירות בחסר

1. תקופת ההשאלה של נייר ערך לא תעלה על 90 יום.

2. מכירת נייר ערך שהוכרזה בו הטבה כלשהי כקבוע בסעיף 118.ד. לתקנון, לא תבוצע בשלושה ימי המסחר הקודמים ליום הקובע לזכאות להטבה.

3. מכירת נייר ערך שהוכרזה בו הטבה כלשהי, כקבוע בסעיף 118. ה. לתקנון, לא תבוצע בארבעה עשר הימים הקודמים ליום הקובע לזכאות להטבה.

4. נמכר נייר ערך כקבוע בסעיף 118.ז., יכסה החבר המוכר את היתרה השלילית שנוצרה בנייר הערך בחשבון הלקוח תוך ארבעה ימי מסחר מיום המכירה, לכל המאוחר.

5. ארעה טעות, בין של חבר ובין של לקוחו, אשר גרמה למכירה בחסר של ניירות ערך, יכסה החבר את היתרה השלילית שנוצרה בנייר הערך תוך שני ימי מסחר מהיום בו ארעה הטעות.

על אף האמור לעיל, מנהל הבורסה רשאי, בהתחשב בסחירות ניירי הערך, להאריך את התקופה במסגרתה על החבר לכסות את היתרה השלילית, בשמונה ימי מסחר נוספים.

6. ביום המסחר הראשון בכל שבוע, ידווח חבר לבורסה על יתרות המכירות בחסר בהתאם לסעיף 115 לתקנון בכל נייר ערך, כפי שהיו ביום המסחר האחרון בשבוע הקודם.

7. על אף האמור בסעיף 6 לעיל, חבר פטור מדיווח על יתרות הנובעות ממכירות על פי סעיף 118 לתקנון הבורסה.

8. על אף האמור בסעיף 6 לעיל, חבר ידווח לבורסה ביום המסחר הראשון בכל שבוע על יתרת המכירות בחסר בכל נייר ערך הנובעת מטעות כאמור בסעיף 119 לתקנון, אשר לא כוסתה על ידו תוך שני ימי מסחר מהיום בו ארעה הטעות, או אם האריך מנהל הבורסה את התקופה במסגרתה על החבר לכסות את היתרה, אם לא כוסתה על ידו בתוך התקופה כאמור.

9. הבורסה תרכז את הנתונים לגבי יתרות המכירות בחסר בכל נייר ערך, שהתקבלו מדיווחי החברים בהתאם לסעיפים 6 ו-8 לעיל, ותפרסמם.

א. רשימה ביבליוגרפית

1. חוקים ותקנות

* פקודת מס הכנסה - סעיפים 16ה, 100א עד 100ה.

* צו מס הכנסה (פטור ממס על רווח הון ממכירת מניות), התשמ"ב-1981

* תקנות מס הכנסה (דין הכנסה שמקורה בניירי ערך שנרכש בעסקת מכירה בחסר), התשנ"ב-1992.

* צו מס הכנסה (ניכוי במקור מדמי השאלה), התשנ"ב-1992.

* צו מס הכנסה (ניכוי במקור מדיבידנד מאת שואל), התשנ"ב-1992.

* צו מס הכנסה (קביעת ריבית והפרשי הצמדה כהכנסה), התשל"ז-1977.

* חוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968.

* חוק להשקעות משותפות בנאמנות, התשנ"ד-1994.

* תקנות השקעות משותפות בנאמנות (מחירי קניה ומכירה של נכסי קרן ושווי נכסי קרן), התשנ"ה-1994

* תקנון הבורסה לניירות ערך בתל אביב בע"מ.

* חוק השכירות והשאילה, תשל"א-1971

2. ספרים ומאמרים

* ד"ר רפאל אלדור, "שוק מעו"ף - אופציות וחוזים עתידיים", הוצאת הבורסה לניירות ערך בתל אביב, אוקטובר 1992.

* רויטל אבירם ויאיר רבינוביץ, "מיסוי נכסים פיננסיים - הלכה ומעשה", הוצאת המימד הפיננסי, מאי 1993.

Allen, Franklin and Douglas Gale, "Arbitrage, short sales and financial innovation", Econometrica, Vol 59, No.4, July 1994.

Battacharya, Anand K. and Geoge W. Gallinger, "Causality tests of short sales on the new york stock exchange" The Journal of Financial Research, Vol XIV, No. 3, Fall 1991.

Bowlin, lyle and Michael s. Rozeff, "Do specialists short sales predict returns?" The Journal of Portfolio Management, Vol 13, No. 3, 1987.

Brent A, D. Morsse and E. K. Stice, "Short interest: explanations and test", Journal of Financial and Qauntitative Analysts, June 1990.

Diamond, Douglas W. and Robert E. Verrecchia, "Constraints on short selling and asset price adjustment to private information" The Journal of Financial Economics, Vol 18, No. 2, 1987

Figlewski, Stephen, "the informational effects of restrictions on short sales: some empirical evidence", Journal of Financial and Qauntitative Analysts, November 1981.

Figlewski, Stephen, and Gwendolyn P. Webb. "Options, short sales, and market completeness", Journal of Finance, Vol 48, No. 2, June 1993.

Janvey, Ralph S., "Short selling", Securities Regulation Law Journal, Vol 20, NO. 270, 1992.

Kerrigan T.J. "The short interest ratio and its component parts", Financial Analysts Journal, Vol 30. Nov/Dec 1974.

Macey, Jonathan R., Mark Mitchell and Jeffry Netter, "Restrictions on short sales: an analysis of the uptick rule and its role in view of the october 1987 market crash", Cornell Law Review, Vol 74, 1989.

Puttonen, Vesa, "Short sales restrictions and the temporal relationship between stock index cash and derivatives markets" The Journal of Futures Markets, Vol 13, No. 6, September 1993.

Safieddine A. and W.J. Wielelm, "An empirical investigation of short-selling activity prior to seasoned equity offerings", Journal of Finance June 51, 1996.

Seneca J. J., "Short interest: bearish or bullish?", Journal of Finance, Vol 29, March 1967.

Senchack, A.J. and Laura T. Starks, "Short-sale restrictions and market reaction to short-interest announcements", Journal of Financial and Quantitiative Analysis 28, 1993.

Vu J. D. and P. Coster, "Why all the interest in short interest?" Financial Analysts Journal, Vol 43, July/aug 1987.

KASIERER INSTITUTE - WORKING PAPERS

	No.	TITLE	PP	DATE	AUTHORS
תשנ"ן - 1990	K1 / 90 (ACC)	חשבונאות בתנאי אי ודאות פיננסית Accounting Under Conditions of Financial Uncertainty	35	January	דורון דבי יצחק סוארי Doron Debi Itzhak Swary
	K2 / 90 (ACC)	הבטים במבנה החדש של הדוחות הכספיים של הבנקים The New Structure of the Banks' Financial Statements	32	March	דורון דבי Doron Debi
	K3 / 90 INTECO	Transfer Pricing by the Multinational Firm	36	November	Neal M. Stoughton Eli Talmor
	K4 / 90 (ACC)	הערכת המבנה החדש של הדוחות הכספיים של הבנקים Evaluating the New Structure of the Banks' Financial Statements	28	November	אמיר ברנע דורון דבי יצחק סוארי Amir Barnea Doron Debi Itzhak Swary
תשנ"א - 1991	K5 / 91 (ACC)	Information Signaling in the Valuation of IPOs: The Case of Mutual Thrift Institutions	35	January	Joseph Aharony Chan-Jane Lin
	K6 / 91 (CAP MARK)	Expected Inflation, Unexpected Inflation, and Relative Price Dispersion: An Empirical Analysis	12	March	Shmuel Kandel Aharon R.Ofer Oded Sarig
	K7 / 91 (FINAN)	Auditor and Underwriter Quality in the Valuation of Initial Public Offerings		October	Joseph Aharony Chan-Jane Lin
תשנ"ב - 1992	K1 / 92 (ACC)	Transitory Accounting Items: Information Content and Earnings Management	44	June	Dan Givoly Carla Hayn
	K2 / 92 (ACC)	Fundamental Information Analysis	51	September	Baruch Lev S.Ramu Thiagarajan
	K3 / 92 (ACC)	A Theory of Responsibility Centers	49	September	Nahum Melumad Dilip Mookherjee Stefan Reichelstein
תשנ"ג - 1993	K1 / 93 (ACC)	Performance Evaluation and Profit Parking in Transfer Pricing	23	January	Neal M. Stoughtom Eli Talmor
	K2 / 93 (ACC)	נוסחה פשוטה להערכת פרמיית הביטוח במודל האופציות של בלק ושולס	15	February	מנחם ברנר מרטי סוברמניים
	K3 / 93 (ACC)	Reporting Loss Contingencies: Is There An Interpretation. Gap ?	33	May	Joseph Aharony Amihud Dotan
תשנ"ד - 1994	K1/94 (ACC)	To Warn.Or Not To Warm: Manager' Dilemma Facing An Earnings Surprise	33	January	Ron Kasznik Baruch Lev
	K2/94 (ACC)	Neutrality For Accounting Systems And Setting Accounting Policy	20	March	Ran Barniv Eyal Sulganik Ray G. Stephens
	K3/94	Investor Valuation of The Abandonment Option	41	September	Philip G. Berger Eli Ofek Itzhak Swary
תשנ"ה - 1995	K1/95	Disclosing Loss Contingencies: Is There An Interpretation Gap Between Preparers & Users of Financial Statements	29	April	Joseph Aharony Amihud Dotan
	K2/95	Accounting and Market Characteristics of Acquired Firms: A Comparative Analysis By Type of Acquiring Firm	29	July	Joseph Aharony Ran Barniv

סדרת פירסומים

סדרת מחקרים יישומים בחשבונאות

תשנ"ב

נ"ב 1 היבטים חשבונאיים וכלכליים בהנפקות חבילה ובהנפקות לעובדים / פרופ' מנחם ברנר / פרופ' יצחק סוארי, אוקטובר 1991.

נ"ב 2 תהליך קבלת החלטות על ידי מבקר החשבונות בעסקים בהם קיימת אי-ודאות לגבי המשך קיומם כ"עסק חי" / פרופ' דן גבעולי / רו"ח צבי יוכמן, מרץ 1992.

נ"ב 3 "תלויות" - בחינה תאורטית ואמפירית של עקרונות המדידה והדיווח / ד"ר יוסי אהרוני / רו"ח אייל סולגניק, יוני 1992.

נ"ב 4 ישום "שיטת תזרים המוזמנים" לחישוב הוצאות המימון הריאליות - השלמת "החוליה החסרה" בדו"חות המותאמים לאינפלציה / ד"ר אהוד סט, ספטמבר 1992.

נ"ב 5 ניתוח נורמטיבי של כללי הדיווח הכספי בעסקאות של מכשירים פיננסיים עתידיים / ד"ר יוסי בכר / פרופ' נחום מלומד, דצמבר 1992.

תשנ"ג

נ"ג 1 שינויים חשבונאיים / פרופ' יצחק סוארי / רו"ח רויטל אבירם, פברואר 1993.

נ"ג 2 חיזוי קשיים פיננסים של חברות ציבוריות על פי נתונים חשבונאיים מותאמים ונומינליים / ד"ר אלי אופק / רו"ח דניאל וורקר, מרץ 1993.

נ"ג 3 פיתוח כלים תומכי החלטה לתימחור והמחרה בסביבת היצור המודנית / ד"ר יורם עדן / ד"ר בעז רונן / ד"ר ישי ספקטור, דצמבר 1993.

נ"ג 4 הטיפול החשבונאי ברכישת נכסים וחברות בתמורה להנפקת מניות / פרופ' ניסים ארניה / רו"ח שלומי ברטוב, דצמבר 1993.

נ"ג 5 דיווח כספי במחירי שוק / ד"ר יוסי בכר / פרופ' נחום מלומד, דצמבר 1993.

תשנ"ד

נ"ד 1 מידע וולונטרי בשוק ההון הישראלי / פרופ' ברוך לב / רו"ח רן זילברמן, מר רון קשניק, יולי 1994.

נ"ד 2 הטיפול החשבונאי במגזרים / רו"ח ניר זיכלינסקי / רו"ח דורון דבי, אוקטובר 1994

נ"ד 3 חשבונאות פנסיה והטבות לעובדים לאחר פרישתם / פרופ' אלי אמיר / פרופ' אמיר זיו, נובמבר 1994.

נ"ד 4 ההשפעות של גורמי סיכון והחלקת רווחים על שיעורי ההפרשות לחובות מסופקים של הבנקים המסחריים בישראל / רו"ח שילה ליפשיץ, נובמבר 1994

נ"ד 5 הכללת מדדי ביצוע (יעילות איכות) בדו"חות כספיים תקופתיים של מלכ"רים (בתי חולים) רו"ח חיים אשהיים, דצמבר 1994.

תשנ"ה

נ"ה 1 היבטים אסטרטגיים וטקטיים בתהליכי המחרה וקבלת החלטות בסביבה מוגבלת משאבים, ד"ר יורם עדן/ פרופ' בעז רונן, פברואר 1995.

נ"ה 2 עקרון המהותיות בדיווח הפיננסי היבטים תיאורטיים ואמפירים, ד"ר יוסי אהרוני / ד"ר עמיהוד דותן / ד"ר אייל סולגניק, נובמבר 1995.

נ"ה 3 הטיפול החשבונאי במכירת הלוואות / רו"ח שילה ליפשיץ, נובמבר 1995.

נ"ה 4 סוגיות בהחזקת מניות חברה על ידה או על ידי חברת בת שלה, פרופ' יצחק סוארי / רו"ח אורי כהן, דצמבר 1995.

נ"ה 5 ירידת ערך נכסים, רו"ח דורון דבי / רו"ח ניר זיכלינסקי, דצמבר 1995.

תשנ"ו

נ"ו 1 היבטים כלכליים, חשבונאיים ומשפטיים בחבויות סביבתיות פרופ' יצחק סוארי / רו"ח משה ברקת (בן לולו) / רו"ח נחום שויצקי, יולי 1996.

נ"ו 2 היבטים של עסקאות מכירה בחסר פרופ' דן גלאי / רו"ח רויטל אבירם, אוגוסט 1996.