

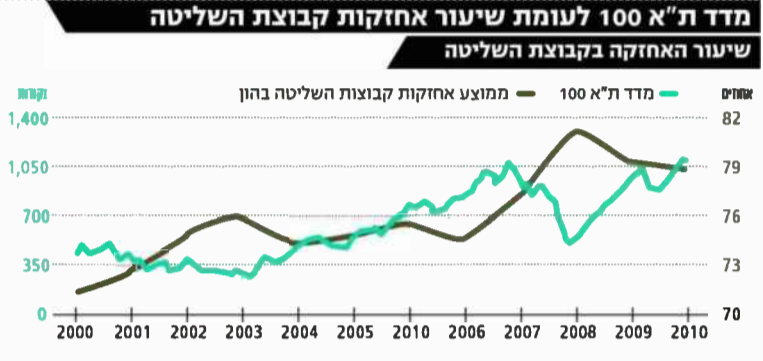
15.88x34.44	1	עמוד 3	השוק	כלכלי סט -	12/01/2012	30378837-9
אוניברסיטת בר איל - 80039						

מחקר חדש של אוניברסיטת בר אילן טוען:

"הציבור נעשק בעסקאות פיננסיות תמימות למראה"

מחקר חדש מראה כי בעלי שליטה בחברות ציבוריות מנצלים תקופות של שפל כדי להגדיל את אחזקותיהם, ומוכרים מניות לציבור כשהשוק עולה

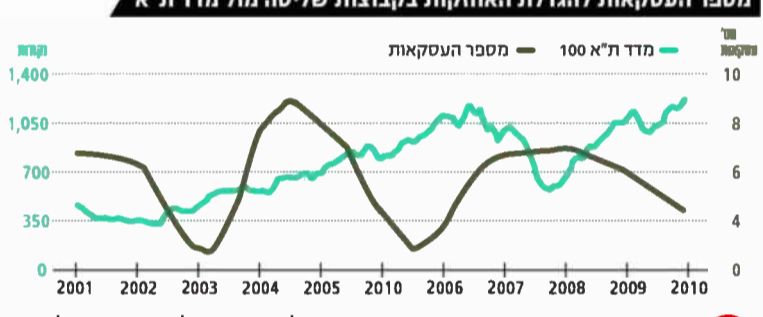
בעלי השליטה מנצלים את הירידות בשווקים לטובתם



מדד ת"א 100 לעומת שיעור אחזקות קבוצת השליטה
שיעור האחזקה בקבוצת השליטה

בעלי שליטה מנצלים מצב של שפל ומגדילים אחזקות בחברות, ולאחר מכן מוכרים אחזקות עודפות לציבור בתקופות גאות

בעלי השליטה מנצלים את הירידות להגדלת אחזקותיהם



מדד ת"א 100 מספר העסקאות
הנפקות זכויות שכוחה בעיקר בתקופות שפל ותוצאתה לרוב היא הגדלת שיעור האחזקה של קבוצת השליטה על חשבון בעלי מניות המיעוט

רחלי בינדמן

מחקר חדש של אוניברסיטת בר-אילן שופך אור על דריכים שבאמצעותן בעלי שליטה בחברות ציבוריות מושכים טובות הנאה על חשבון בעלי מניות המיעוט. על רקע מסקנות ועדת הריכוזיות שהתמקדו במידה רבה בריכוזיות ובניגוד העניינים של קבוצות השליטה הגדולות במשק, חושף המאמר את אחת הדרכים הפחות מוכרות, שבאמצעותן מתבצעת "שאיבה פוטנציאלית של טובות הנאה מידי החברה".

לטענת פרופ' בני לאוטרבך מבית הספר למינהל עסקים שביצע את המחקר, יחד עם ד"ר מנחם (מני) עבודי וד"ר אורן קפח, "באמצעות עסקאות פיננסיות מהותיות של החברה, כולל גיוס הון או רכישת מניות מידי הציבור המובילות לשינוי אחזקות קבוצת השליטה – משיג בעל השליטה טובות הנאה על חשבון בעלי מניות המיעוט. זאת, בדומה למצבים שכיחים יותר כמו משיכת שכר מופרז ועסקאות בעלי עניין שבהן קבוצת השליטה יכולה לסחור עם החברה ולתעל במהלך עסקאות אלה רווחים ומשאבים אחרים מהחברה לכיסה הפרטי של קבוצת השליטה".

"הנחת המוצא היא שקבוצת השליטה מחזיקה באינפורמציה עודפת, שבאמצעותה היא יכולה להעריך טוב יותר את שווייה הכלכלי של החברה", מבהיר לאוטרבך. "ניצול המידע הזה מאפשר לקבוצת השליטה לבצע שינויים מושכלים בשיעור בעלותה בחברה, בהתאם למידע המצוי ברשותה, ולהפיק רווחים על חשבון ציבור המשקיעים 'הפשוט'. דרך פעולה זו מתוחכמת למדי, מאחר שמדובר בעסקאות פיננסיות תמימות למראה, שבמהלכן הציבור רוכש או מוכר מניות מרצון ואולי אף בששון".

הציבור מנוצל

לפי המחקר, בעלי השליטה מנצלים שפל במניות החברה כדי להגדיל את אחזקותיהם, ולאחר מכן מוכרים אחזקות עודפות אלה לציבור בתקופות גאות במניות. לטענת לאוטרבך, בתקופות של עלייה ממושכת או ירידה ממושכת בשוק ההון נוטים צירים לעתים מצבים שבהם מחיר השוק מתנתק מהמחיר הכלכלי של המניות הנסחרות. לכן, לדבריו, קבוצת

הגדלת שיעור האחזקה של קבוצת השליטה על חשבון בעלי מניות המיעוט.

"מנגנון מוסווה היטב"

דוגמה שמציג לאוטרבך במחקרו היא חברת טמבור. חברת טמבור הפכה לחברת פרטית בחודש אוגוסט 2001 בעקבות הצעת רכש מבעלת השליטה בה, גרגיית הכרמל. בפברואר 2005 הונפקה חברת טמבור מחדש על ידי אותה בעלת השליטה. לדבריו לאוטרבך, ניתן לראות כי עיתוי העסקאות על ידי קבוצת השליטה קשור לתקופות הגאות והשפל בשוק ההון: במהלך 2001, בעת תקופת שפל, העלתה קבוצת השליטה את אחזקותיה בטמבור ל-100%, ואילו בשנת 2005, לאחר כמה שנים שבהן שוק המניות הניב תשואה חיובית, דיללה קבוצת השליטה את אחזקותיה לשיעור של 83.2%.

לאוטרבך מסכם כי "מסחר כנגד המגמה מניב לבעלי השליטה רווח לא מבוטל על חשבון ציבור המשקיעים הפשוט ומהווה למעשה מנגנון תיעול פיננסי או תיעול הון, המפקיע ערך מהמשקיעים הפשוטים והעברתו לכיסם המרופד של בעלי השליטה". לטענת לאוטרבך, הבעיה עם מנגנון זה שהוא "מוסווה היטב, מאחר שהוא יוצא לפועל באמצעות עסקאות פיננסיות תמימות למראה כמו הנפקת מניות לציבור, הצעת רכש, הנפקת זכויות ועוד – עסקאות שאינן מעוררות את חשד הציבור אך מהוות בפועל אמצעי יעיל לעושק הציבור".

צת השליטה, שלה מידע איכותי ומדויק יותר על החברה, יכולה לרכוש מניות במחירים נמוכים בתקופות של שפל, כששווי החברות המשתקף ממחיר המניה נמוך מערכן הכלכלי הידוע לקבוצת השליטה, ולהפך.

במסגרת המחקר נבדקו גם עסקאות מיוחדות שביצע בעל השליטה בחברות שהביאו לשינוי שיעור האחזקה שלהם בחברות ת"א 100 בשנים 2000-2010. עסקאות אלו הופרדו לשתי קבוצות: עסקאות שנוטות להגדיל בדרך כלל את שיעור האחזקות של בעל השליטה כמו הנפקת זכויות, הצעות רכש ועסקאות מחוץ לבורסה; וכן עסקאות שמביאות להקטנת שיעור האחזקות כמו הנפקת מניות, עסקאות מכר מחוץ לבורסה והנפקות של אג"ח להמרה. מהמחקר עולה כי הנפקת זכויות שכוחה בעיקר בתקופות של שפל בשוק ההון ותוצאתה לרוב היא



פרופ' בני לאוטרבך:
"מסחר כנגד המגמה מניב לבעלי השליטה רווח לא מבוטל על חשבון המשקיעים הפשוטים"



צילום: רועי גלבד