יפעת מידע תקשורתי דרך מנחם בגין 96-98 (לשעבר דרך פ"ת) תל אביב 67138 טל. 03-5635050 פקס. 03-5617166

26.3x31.76	1	עמוד 28	הארץ - THE MARKER	10/06/2012	32386349-8
80039					

המניות הקטנות בתל אביב: לא סחירות - אבל זולות

כשלי השוק בבורסה של תל אביב דירדרו רבות מהמניות הקטנות למחירים נוחים, ובעלי העניין מנצלים זאת. מי שלא חושש להיות במיעוט, ושמצויד בסבלנות ובמזג השקעתי מתאים, יכול ללמוד מהם



הסיפור האמיתי
דורון צור

מכפיל הון ומכפיל רווח
פרמטרים לתמחור מניות וחברות המתבססים על שווי השוק של החברה בהתאם לרווחיה או להון העצמי שלה. מכפילים גבוהים מרמזים לא פעם שהמניות יקרות יחסית

באחרונה פורסמו ב-TheMarker מאמר וראיון עם פרופ' בני לאוטרבך, ראש הקתדרה לממשל תאגידי באוניברסיטת בר אילן. המאמר דן באופן שבו נהנים בעלי שליטה בחברות ציבוריות מחלק גדול יותר של עוגת הערך שהחברה מייצרת ביחס לחלקם בבעלות על החברה.

חלק מהעברת ההון מתבצע דרך טובות הנאה שונות - שכר גבוה ועסקות בעלי עניין למיניהן. אלה תופסות באופן טבעי תשומת לב תקשורתית וציבורית. אבל חלק אחר, לטענת פרופ' לאוטרבך, משמעותי יותר על פי מחקריו, הוא עושר שעובר מהציבור לבעלי העניין בדרך אחרת לגמרי - חוקית ושקופה.

הדרך הזאת, טוען המחקר, היא באמצעות שינויים באחזקות באמצעות עסקות פיננסיות גדולות - כמו הנפקות לציבור או הצעות רכש. לדברי לאוטרבך, עסקות אלה מעבירות הרבה יותר עושר מהציבור לבעלי העניין מעסקות בעלי העניין הידועות לשמצה. הבעיה תומצתה במשפט אחד: בעלי העניין קונים בזול ומוכרים ביקור.

בתקופות של גאות בעלי השליטה מנפיקים מניות, ומקטינים את חלקם בחברה. בתקופות שפל הם מגדילים את חלקם דרך קניות בשוק או הצעות רכש ומחיקת החברה מהמסחר במחיר נמוך. לפי פרופ' לאוטרבך, יש שני הסברים אפשריים לתופעה הזאת: או שבעלי העניין יודעים על החברה שלהם פרטים שאינם ידועים לציבור הרחב, כלומר הם מחזיקים במידע פנים כזה או אחר - או שהציבור פראייר, וחסר חינוך פיננסי נאות.

כדוגמה הובא המקרה של טמבור, שהונפקה פעמיים ונמחקה פעמיים ממסחר. בשני המקרים היא נקנתה חזרה במחיר נמוך מזה שבו הונפקה כמה שנים קודם לכן. אבל ראוי לחסוך זמן ומאמץ לאנשי האקדמיה. לאחר 20 שנה בשוק ההון, אני יכול לומר בביטחון שברוב המכריע של המקרים, אפשרות ב' היא הנכונה. בעלי העניין יכולים לקנות בזול ולמכור ביוקר מסיבה אחת פשוטה: מולם ניצב הציבור הרחב, שבאופן שיטתי נוהג לעשות את ההפך הגמור - לקנות ביוקר ולמכור בזול.

בעיה של מזג

למה זה קורה? מכמה סיבות. נתחיל בכך שבעלי העניין הם פשוט משקיעים טובים יותר. הם מסתכלים על מחיר החברה כקריטריון עיקרי להשקעה או מכירה. המשקיעים מהציבור, לעומתם, מסתכלים בעיקר על התחזיות לעלייה או ירידה במחיר המניה.

בעל העניין רואה שבימי גאות הוא יכול להכניס שותפים לפי מכפילי הון ורווח גבוהים, ושבימי שפל הוא יכול לקנות בחזרה במכפילים נמוכים. רוב הציבור לא יודע, או שלא הפנים, ששווי מניה נגזר מרווחי החברה, ושליחס בין מחיר המניה לרווחיות של החברה, או להון העצמי שלה, או לתזרימי המזומן שלה, יש חשיבות עצומה בכראיות ההשקעה.

רובו של הציבור הישראלי לא מסתכל על שוק המניות כעל מנגנון שבו הוא שותף בחברה לאורך זמן, וכל עוד היא נסחרת במחיר סביר כדאי להיות שותף בה. רובו המכריע של הציבור מנסה לנחש אם המניה שקנה או השוק בכללותו יעלו או יירדו.

ברוב המכריע של המקרים כלי החיזוי שלו הוא אקסטרפולציה - המשך קו המגמה - של החודשים האחרונים. לכן, אם שוק המניות עלה בשנה האחרונה, הציבור ישמח לקנות מניות ביחסי תמחור גבוהים, ובמקרים רבים גבוהים מדי, כי הוא מאמין שהשוק ימשיך לעלות.

אם השוק ירד בשנה האחרונה, רוב המשקיעים ירצו להיפטר מהמניות שברשותם, גם במחירים נמוכים, רק כדי להפסיק את הסבל הפסיכולוגי שכרוך בהחזקת נכס שמחירו יורד.

לבעלי העניין, המעקב היומיומי אחר מחיר המניה או שווי התיק אינו חשוב. להם קל הרבה יותר לנהוג כמשקיעים לטווח ארוך מאשר כסוחרים קצרי טווח. יש להם מה שוורן באפט מכנה "מזג השקעתי".

אגב, אני כלל לא בטוח שחינוך פיננסי יעזור לציבור לפתח מזג כזה. יותר מפעם אחת ראיתי שגם משקיעים מלומדים ומקצועיים פשוט לא מסוגלים לעמוד בסבל הרגשי שבצפייה בתיק ההשקעות שלך מתכווץ.

כשל שוק מתמשך

מנהלי תיקים ויועצי השקעות בבנקים מכירים את התופעה היטב. התוצאה היא שלאחר תקופת עליות, הציבור הרחב נכנס לשוק באמצעות כלי ההשקעה הנפוצים כמו קרנות נאמנות, תעודות סל וקצת השקעות ישירות, ועושה את ההפך אחרי ירידות.

אנשי האקדמיה נוהגים לומר שאת הפער הזה בין הציבור התזיתי לבעלי העניין הממושמעים צריכים למלא מנהלי ההשקעות המקצועיים, נציגי הציבור, כלומר הגופים המוסדיים. הם הרי נמצאים בשוק כל הזמן, הם מבינים בתמחור חברות, משוחררים מאימת הפסיכולוגיה המשתקת וצריכים לאזן את זרימות הכסף הפראיות של הציבור חסר הסבלנות.

אלא שבמציאות הרבדים עובדים אחרת. בימי שפל, רבות מהמניות שנופלות למחירים נמוכים ונקנות בזול על ידי בעלי השליטה סובלות מסחירות נמוכה. משקלן של החברות האלה בתיק של משקיע מוסדי נהפך לזניח. לפיכך, ההשפעה של כל אחת מהן על תשואתו הכוללת של תיק ההשקעות היא אפסית.

מצד שני, באדיבות הרגולציה שרוצה להגן על ציבור המשקיעים, הנטל שנופל על משקיע מוסדי בהחזקת מניות קטנות כאלה גבוה. המשקיע המוסדי צריך ללכת לאינסוף אסיפות והצבעות ולכתוב עבודות מחקר שמנמקות את ההיגיון שבהשקעה, מבלי שזה יועיל לו במיוחד. בנוסף, הוא חשוף לכותרת נשכנית עד מרושעת בעיתון. מנהל ההשקעות צריך לתרץ ולהסביר פעם אחר פעם לוועדות ההשקעה למה יש לו בתיק כל מיני מניות כאלה שרק עושות כאב ראש.

אלה בעיות מבניות שיוצרות כשל שוק שממנו נהנים בעלי השליטה. ייתכן שניתן היה להתגבר עליהן באמצעות התמחות. כלומר גוף מוסדי שרוצה להחזיק גם מניות של חברות קטנות ולא סחירות, במיוחד אם מחירן נמוך מאוד לדעתו, יוכל לעשות זאת באמצעות ניהול חיצוני כמו קרנות מיוחדות למניות קטנות ובינוניות או דרך תעודות סל.

אבל אליה וקוץ בה. גם כאן נכנס לתמונה הניסיון להגן על ציבור המשקיעים. באחרונה, למשל, נקבע כי דמי הניהול שמשולמים לגורמים החיצוניים (קרנות נאמנות ותעודות סל) לא יועמסו על המשקיעים אלא יוטלו על הגופים שמנהלים את הכספים.

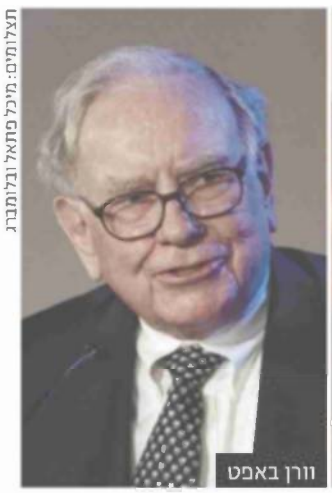
התוצאה היא כשל שוק מתמשך: קבוצה גדולה של מניות קטנות יחסית, שחלקן הגדול - כמו טמבור שהוזכרה כאן - הן בהחלט מניות טובות שראויות להיות ציבוריות, אך בגלל כשל השוק הן מתומחרות לאורך זמן במחירים נמוכים מדי. מצב זה מאפשר לבעלי העניין לקנות נתחים גדולים מהחברות. ואז, כשמגיעה הגאות, אפילו אם היא מתרחשת רק לפרק זמן קצר, המניות האלה קופצות למחירים גבוהים, שמאפשרים לבעלי העניין בהן לממש רווחים ולהמתין בנחת להזדמנות הבאה.

ב-20 השנים האחרונות ראיתי את התופעה הזאת מתרחשת לפחות ארבע פעמים. בחלק מהמקרים בעוצמות נמוכות יחסית - ובשנים מסוימות, למשל 1993 או 1999, בעוצמות גבוהות מאוד.

מכאן אפשר לעבור לכמה מסקנות מעשיות:

1. בקרב המניות הקטנות ביש־ראל יש לא מעט חברות הנסחרות הרבה מתחת לערכן הכלכלי.
2. יש סיכוי טוב שמי שישקיע במניות הישראליות הקטנות לאורך זמן יראה ברכה בהשקעתו, ואולם בדרך הוא עלול להתייבש זמן רב ולסבול מתנודתיות גבוהה במחירן וממחזורי מסחר נמוכים.
3. גם אם יתפרסמו עוד אלף מאמרים שיסבירו את המנגנון הזה לציבור, הוא ימשיך לקנות ביוקר בימי גאות ומצב רוח טוב, ולמכור בזול בימי שפל ודיכאון.
4. בעלי העניין ימשיכו לנצל את המצב, ואין מה להתלונן על כך. אלה הם חוקי המשחק.
5. רק משקיעים מעטים מצלי־חים ליהנות מקנייה בזול בשפל, בעוד רבים נוטים להיפגע מק־נייה ביוקר בגאות. כדאי להש־תייך למיעוט - זה ממש לא קל, אך הסבלנות, לרוב, משתלמת.

הכותב הוא מנכ"ל פסגות קומפס השקעות. אין לראות בכתוב המלצה לרכישה או מכירה של ניירות ערך



וורן באפט



פרופ' בני לאוטרבך

תצלומים: איי פי, בלומברג