

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

סיכום דיון

מסמך זה מהווה את תמצית הדיונים של "פורום שווי הוגן" מתוך מטרה לשתף את הקהל הרחב בעיקרי הדברים. בקריאת המסמך יש להביא בחשבון שמדובר בתמצית הדיון ולא בפרוטוקול מלא. בהתאם למדיניות הפורום, הדברים מובאים שלא בהכרח בציון שמות כל הדוברים, למעט מייסדי הפורום בהתאם לעניין. יודגש כי הדברים מייצגים את עמדותיהם האישיות והמקצועיות של חברי הפורום ואינם מייצגים בהכרח את העמדות הרשמיות של הגופים אליהם הם משתייכים.

תאריך המפגש: 6 בינואר 2014

נושא המפגש: "שווי הוגן: קביעת ניכוי ראוי בגין העדר סחירות (לרבות סחירות נמוכה) ומניות מיעוט"

חומר רקע למפגש: חומר רקע למפגש ינואר 2014

נוכחים: אמיר ברנע, רקפת שני, שלומי שוב, ניב זיו (BDO), ירון ייני, יוסף פישלר, דני ויטאן (KPMG), מנחם שורץ, גיא טביביאן (Deloitte), פני שמואלי (BDO), דגנית דניאל (כנ"ר), אבי בראור, ואדים פורטנוי, רפי אלדור (המרכז הבינתחומי הרצליה), אפרת טולקובסקי (המרכז הבינתחומי הרצליה), יזהר קנה (GT פאהן קנה), עדי סקופ (IBI), מאיר סלייטר (דש), עינת שפרלינג (EY), דורון ישראלי (המרכז הבינתחומי הרצליה), שלומי וינר (רשות ניירות ערך), צור פניגשטיין (PWC), רויטל רו (רשות המיסים), שמוליק ויינשטיין (רשות המיסים), אלי אל על, איציק מאיסי (אלון הריבוע הכחול), סיגל יששכר (מדורג), קרן בנגלס שנער (המפקח על הבנקים), הילה גלזמן (המפקח על שוק ההון), דקלה מושקוביץ (המפקח על שוק ההון), ד"ר קידר-לוי חיים (אוניברסיטת בן גוריון), דורון קליגר (אוניברסיטת חיפה), דב ספיר (המוסד הישראלי לתקינה), צבי וינר (האוניברסיטה העברית).

צוות מקצועי: עידו ספקטור, ליאור שחף ומתן חגבי.

רו"ח שלומי שוב

כראוי לפורום שווי הוגן, אנו חוזרים כיום לנושאי הליבה של שווי הוגן. כאשר אנו מדברים על ניכוי ראוי בגין העדר סחירות ומניות מיעוט יש להתחיל מהבסיס שהינו IFRS 13, אשר על פיו מדידת השווי ההוגן נדרשת לשקף את מכלול ההנחות שמשתתפים בשוק היו מתבססים עליהן בעת תמחור

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

הנכס או ההתחייבות. לעניין ניכוי בגין העדר סחירות, העיקרון הוא לבחון האם מדובר בפרמטר רלבנטי עבור משתתף השוק, ובמידה וכן יש להפחיתו. כפי שעולה ממחקרים שנעשו וכפי שנשמע בהמשך מחברי הפורום, שווי הוגן של נכס לא סחיר אמור להיות נמוך משווי הוגן של נכס סחיר, קרי, משקיעים ידרשו תשואה עודפת מנכס לא סחיר בהשוואה לנכס סחיר.

בשני מקרי הקצה ניתן לראות אחידות דעים בפרקטיקה – כאשר מדובר בכמות מאוד קטנה של מניות כמו במקרה של אופציות למניות שהונפקו לעובדים, ניתן לראות ניכוי בגין אי סחירות מתוך התפיסה שלעובד קשה להנזיל את המניה. לעומת זאת, בדרך כלל לא רואים ניכוי בגין העדר סחירות במניות שמקנות שליטה, אף לא בחברה פרטית. השאלות המעניינות צפות בתוך הטווח שבין שני המקרים, למשל: מה התיאום הנדרש, אם בכלל, בגין העדר סחירות כאשר מדובר בהחזקה משמעותית של מניות אך כזו אשר אינה מקנה שליטה, נניח החזקה של 30% – 40%?

בפרקטיקה ניתן לראות חוסר עקביות. כך למשל, בהשקעה של כור במכתשים אגן שאמנם אינה מקנה שליטה אך מהווה השקעה מהותית, הופחת ניכיון בגין אי סחירות בשיעור של 8.7%, וזאת מבלי להתייחס לגורמים נוספים כמו קיומן של אופציות PUT. באותה נשימה, בקרב חברות אחרות, במסגרת הערכות שווי לירידת ערך של השקעות בחברות כלולות, ניתן לראות כי לא מפחיתים פרמיות שליטה או אי סחירות, למשל בהשקעה של נייר חדרה בחברת חוגלה הפרטית או בהצעת רכש של כלל תעשיות.

ישנו ממשק בין נושא ניכוי בגין העדר הסחירות לבין נושא ניכוי בגין אי השליטה. הנושא של פרמיית שליטה נדון במפגש האחרון של השנה האקדמית הקודמת של הפורום (מפגש יוני, 2013). מסקנת הדיון הייתה כי בהערכות שווי חשבונאיות לא נהוג להוסיף את המרכיב החיובי של פרמיית השליטה לחלקו היחסי של בעל השליטה ב – DCF, מתוך תפיסה שה – DCF כבר מגלם בחובו את הניהול האופטימאלי שמביאה עמה השליטה, וכמדומני זו גם עמדת רשות ניירות ערך. כמו כן, כל עוד לא קיימת בעיית מידע, לא מקובל להפחית מחלקו של המיעוט ב – DCF ניכיון בגין אי שליטה, גם אם הוא קיים מבחינה כלכלית. כפי שנאמר בעבר, רבים מהמניעים בעניין זה נובעים מבעית ה"פוליטיקלי קורקט" שהרי אין זה סביר שבמסגרת הערכות שווי חשבונאיות הנתונות לפיקוח רשות ניירות ערך, בעל השליטה יצהיר כי הוא עושק את המיעוט שהרי עושק המיעוט אינו חוקי.

בעניין זה ניתן לפרש את IFRS 13 לפיו יש לקחת הנחות שהן בגדר Legally Permissible. כלומר, גם אם דה – פקטו ביכולתו של בעל השליטה לעשוק את המיעוט, ברמת החשבונאות יש להשתמש בהנחות שהן בגדר החוק. המקרה היחיד שמצאתי בו הופחת ניכיון אי שליטה ממניות מיעוט הינו

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

המקרה של כור ומכתשים אגן, שם בנוסף לפרמיית אי הסחירות שתוארה לעיל הופחת ניכיון אי שליטה בשיעור של 5%.

אלמנט נוסף ששייך לדיסקאונט הזה, שייך לטעמי לעניין פערי המידע. דוגמא מעניינת היא ההשקעה של חברת מבטח שמיר בחברת תנובה. כזכור, מבטח שמיר הציגה מחדש את דוחותיה תוך מדידת ההשקעה במניות תנובה לפי שווי הוגן, בהתבסס על הערכת שווי של גיזה. למעשה, עד לחודש יוני 2011 הוערך השווי של החזקת מבטח שמיר במניות תנובה על ידי הכפלת חלקה של מבטח שמיר ב – DCF של תנובה, בניכוי פרמיה שלילית בשיעור 14%–11%, שכונתה "פרמיית מבטח שמיר". הנימוק לניכיון הנ"ל היה כי מבטח שמיר מחזיקה במניית מיעוט בחברה פרטית שבעלת השליטה בה, אייפקס, מונעת ממנה מידע. יש לשים לב כי הערכות השווי ייושמו באופן רטרואקטיבי. בהערכת השווי ליום 30 בספטמבר 2011 לא בוצעה הפחתה בשל צמצום פער המידע בעקבות המחאה החברתית.

ברצוני להודות ליניב זיו ופיני שמואלי מ-BDO על העזרה הרבה בהכנת חומר הרקע לדיון.

פרופ' אמיר ברנע

במסגרת חומר הרקע לדיון אנו רואים תרשים מספרו¹ של Shannon Pratt, המתאר את הפערים שבין Acquisition Value לבין Private Stock. אלמנט הסחירות ואלמנט השליטה הם מרכיבים מרכזיים בפער. שאלה: מה מיקומה של הערכת שווי ושל מחיר השוק בסקלת השווי שמתחילה ב-Acquisition Value ומסתיימת ב-Private Stock.

רו"ח שלומי שוב

כיום, גם לעניין שליטה, הפרשנות החשבונאית היא פשוטה יחסית- מדידה לפי מחירי שוק (Level 1). כלומר, אפילו שמדובר בהחזקה המקנה שליטה המדידה אמורה להתבצע על ידי הכפלת מחיר המניה בבורסה במספר המניות.

רו"ח גיא טביביאן

קיימת קביעה של ה-IASB לפיה אם קיים מחיר שוק בשוק פעיל למניה, אז אין להוסיף את פרמיית השליטה. מעבר לכך, עבור מי שמאמין בקיומה של פרמיית שליטה, מבחינה כלכלית כאשר מתבצעת

¹ Guide to Business Valuations, Shannon Pratt

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

הערכת שווי של חברה הנסחרת בבורסה לפי מחירי שוק, מחיר המניה אמור לגלם את ניכיון העדר השליטה.

פרופ' אמיר ברנע

כלומר, בהערכת שווי חברה לפי מחירי שוק מצוטטים, פרמיית השליטה מהווה ערך נפרד שאינו בא לידי ביטוי, ולמעשה שווי החברה המלא הינו ערך החברה לפי מחיר מניית מיעוט בתוספת פרמיית השליטה.

רו"ח גיא טביביאן

נכון, המדידה החשבונאית המתבססת על מחיר הבורסה אינה מביאה לשווי הכולל של החברה המוערכת, ככל שהינך מאמין בקיומה של פרמיית שליטה.

פרופ' אמיר ברנע

במסגרת המאמר *The Value of Control* של Damodaran שחולק במסגרת חומר הרקע, שווי שליטה נמדד לפי עקרון אחד – האם החלפת השליטה משפרת את הניהול בחברה. הערכת שווי החברה מתבססת על הנתונים הקיימים ועל הניהול הקיים שלה. על פי Damodaran, אם בעל שליטה אלטרנטיבי סבור כי יוכל להעלות את ערך החברה באמצעות שיפור הניהול. אז יש לכלול במחיר המניה את ההסתברות להחלפת השליטה כפול התוספת לשווי בעקבות המהלך.

רו"ח גיא טביביאן

עניין שמפריע לי בגישה של Damodaran היא כי הוא מניח שלא ניתן לרכוש שירותי ניהול איכותיים. לדעתי, ההנחה כי ניהול איכותי כרוך בשליטה אינה מחויבת המציאות. אציין כי ברוב החברות האיכותיות ביותר הפועלות במשק האמריקאי אין בעל שליטה.

פרופ' אמיר ברנע

במסגרת ה – Acquisition Value משלמים פרמיה, השאלה המתבקשת היא כמה מהפרמיה הזו כלולה במחיר וכמה לא?

כחלק מחומר הרקע צורפו שני מאמרים, האחד של Damodaran והשני של עמיהוד ומנדלסון. עמיהוד ומנדלסון היו מהראשונים לעסוק בנושא הנזילות והסחירות, ובמאמריהם הם מתארים כיצד מחיר ההון של חברה מושפע מנושא הסחירות. למעשה, כאשר מעריכים שווי של חברה לא

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

סחירה על בסיס פרמטרים של חברה סחירה כדוגמת מכפיל רווח, נדרש להפחית ניכוי אי סחירות. לעומת זאת, אם אני מעריך חברה על בסיס הנתונים שלה, אז ניכוי אי הסחירות מגולם בשווי שמתקבל וניכוי נוסף מהווה כפילות.

במאמר של עמיהוד ומנדלסון נמצא כי בהינתן שיתר הגורמים קבועים, שיעור התשואה על מניות של חברות לא סחירות גבוה משיעור התשואה על מניות סחירות.

ד"ר חיים קידר - לוי

ברצוני להתייחס לנקודה זו בהיבט של אגרות חוב ושערי ריבית. במכרז שביצענו, הפרדנו בין פרמיית אי הנזילות לפרמיית אי הסחירות. פרמיית אי הנזילות, אותה מודדים בשוק סחיר עבור נכס סחיר ובהתאם לגישתם של עמיהוד ומנדלסון, הינה הפרמיה המשולמת בגין העובדה שלא ניתן לבצע עסקת קניה או מכירה ברגע שהמשקיע מעוניין. פרמיית אי סחירות הינה הפרמיה המשולמת על נכס שאינו רשום למסחר, בו העסקאות מתבצעות אחת לשנה. מצאנו כי פרמיית אי סחירות כמעט כפולה מפרמיית אי הנזילות.

פרופ' אמיר ברנע

הנקודה שהועלתה נכונה. עמיהוד מציע מודל כבסיס לקביעת פרמיית אי הסחירות, הבוחן את תקופת ההחזקה. בעניין זה ישנה בעיית אנדוגניות כאשר מצד אחד אי סחירות מאריכה את תקופת ההחזקה מצד שני משתמשים בתקופה הארוכה כגורם שקובע את פרמיית אי הסחירות, אך בהתעלם מבעיה זו נניח כי תקופת ההחזקה בנכס היא שנה (קרי, המשקיע מחזיק במניה במשך שנה בממוצע לפני שהוא סוחר בה) וכי עלות החלפת הנכס הינה 2%. במקרה זה הניכוי הנאות בגין אי הסחירות הינו בשיעור 20% שהוא הערך הנוכחי של 2% לשנה לאין סוף, בריבית היוון של 10%. לעומת זאת, אם תקופת ההחזקה היא שלוש שנים אזי הניכוי הנאות בגין אי הסחירות הינו בשיעור 6.67%. ניתן לראות כי ככל שתקופת ההחזקה בנכס ארוכה יותר, כך פרמיית אי הסחירות קטנה.

מערכת שנייה מנסה להעריך את אי הסחירות באמצעות אופציית PUT. אם ישנה אופציית PUT אמריקאית הניתנת למימוש בכל נקודת זמן, הדבר מקנה לנייר את אלמנט הסחירות, כאשר דרך שווי אופציית ה- PUT ניתן להעריך את שווי אי הסחירות.

הדרך הנוחה ביותר לחישוב ערך אי סחירות היא באמצעות מניות חסומות (Restricted Stocks). הסיבה היא כי במקרה זה קיים מחיר הנייר בשוק חופשי לצד שווי הנייר המוגבל לאותו פרק זמן

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

מסוים, כך שניתן להעריך מהו הניכיון הדרוש. אומדנים אמפיריים מצביעים על ניכיון בשיעור של 20% – 30% במניות החסומות לפרק זמן של בין שנתיים לשלוש שנים.

רו"ח יניב זיו

בניגוד לסוגיית פרמיית אי שליטה בה אנו יכולים לזהות מקרים ספציפיים, את סוגיית הניכיון בשל העדר סחירות ניתן לראות רק במקרים כמו מניות חסומות וגם זאת לפרק זמן מצומצם. למעשה, לא ניתן לכמת אמפירית מקרים של העדר סחירות בגין מניה שלא תהיה סחירה לעולם.

פרופ' אמיר ברנע

מה לגבי חברה פרטית לעומת חברה ציבורית?

רו"ח יניב זיו

ישנן מספר קבוצות מחקרים לאמידת הניכיון בגין היעדר סחירות, הקבוצה הראשונה והעיקרית הינה מחקרי המניות החסומות, היות שלא קיימת יכולת לזהות חברה שיש לה מניה סחירה לצד מניה שלעולם לא תהיה סחירה, הבחינה לכימות הניכיון נעשית באמצעות רגרסיה. על כן, המחקרים מתמקדים במקרים של היעדר סחירות בגין חסימה לתקופה שנעה בין שלושה חודשים לבין שנתיים, במחקרים אלו נמצא כי שיעור הניכיון הממוצע בגין היעדר סחירות הינו בערך 33%. קבוצת מחקרים שנייה להעריך אי סחירות הינה בדיקת הפער בין מחיר המניה במסחר המשני בשנים טרם ה – IPO לבין מחיר המניה במועד ה – IPO, ומכך לחלץ מהו הניכיון בשל העדר הסחירות. קבוצת מחקרים שלישית מתבססת על תמחור אופציות PUT ארוכות טווח ככלי לאמידת הניכיון בשל העדר סחירות.

רו"ח יזהר קנה

קיימים שני סוגים של אי סחירות: אי סחירות עשויה להיווצר בשל איסור לסחור בנייר וכן במקרים בהם קיים קושי לסחור בנייר לאור היעדר שוק פעיל דיו. כלומר, מניה של חברה פרטית אמנם קשה יותר למכור, אך עדיין אפשרי. לעומת זאת, אם יש נייר שהוא מוקפא לתקופה מסוימת אז אסור למכור אותו כלל.

רו"ח יניב זיו

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

אני מסכים לחלוטין עם דברייך. יחד עם זאת, התפיסה בספרות היא כי במניות מיעוט בחברה פרטית לא תהיה סחירות לנצח, להבדיל ממניות שליטה. לאור התייחסות זו בספרות מניות מיעוט בחברה פרטית יקבלו את הניכוי המוחלט בשל העדר סחירות.

פרופ' אמיר ברנע

נחזור לתרשים של Pratt: מתחילים ב – Private Stock, והשלב הבא הינו Restricted Stock. כלומר, קיים פער בין שווי שני הסוגים שנובע מהפער בסחירות בניהם. בעוד הראשון לא סחיר כלל, השני לא סחיר לתקופה מוגבלת. הדבר תואם את מה שנאמר פה. כמו כן, ניתן לראות כי בין הרמה הגבוהה ביותר (Acquisition Value) לבין הרמה הנמוכה ביותר (Private Stock) מבדילות בעיקר פרמיית הסחירות ופרמיית השליטה, ומתברר כי יש קשר ביניהן – משקיע שקונה פוזיציה של שליטה מוותר במידה רבה על סחירות הנייר.

רו"ח יניב זין

לעניין הדרכים האפקטיביות להערכת הניכיון בשל העדר סחירות, בנוסף לשיטה שמציע עמיהוד, Damodaran מציע להסתכל על פרמיית אי הסחירות כעל סיכון שיטתי, כלומר להעריך מעין ביטא נזילות לכל מניה.

השיטה המקובלת כיום בפירמות ראיית החשבון המובילות היא שימוש במודל פיננסי כפי שתוקן ע"י גיידארוב לשימוש באופציית PUT לצורך הערכת העדר הסחירות. המחקר הראשון בנושא, אשר נערך על ידי Longstaff, הניח כי קיימת אופציית PUT למשקיע בעל מידע אופטימאלי שיכול לממש את האופציה ביום בו מחיר המניה היה הגבוה ביותר. על רקע הנחת המידע המושלם שעוררה בעיה, התפרסם המחקר של Finnerty, לפיו יש להניח מחיר ממוצע של אופציית PUT לאורך התקופה.

פרופ' רפי אלדור

בעבר ערכנו מחקר על הנפקת אופציות על הדולר שנמכרו בשנות ה – 90. מצאנו כי קיים הפרש בשיעור של 20% בין פרמיות של אופציות על הדולר שהונפקו על ידי בנק ישראל ולא היו סחירות לבין אופציות מקבילות שנסחרו בבורסה באותה העת. בנק ישראל מוכן היה לספוג Discount בשיעור 20% בגין אי הנזילות, ולמכור את המכשירים במחיר נמוך יותר ממחירם הבורסאי.

רו"ח שלומי שוב

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

הייתי רוצה לשמוע את ראשי המחלקות הכלכליות במשרדים הגדולים – כיצד אתם מסבירים את חוסר העקביות בהערכות השווי בנושא הפחתת ניכיון אי הסחירות?

רו"ח צור פניגשטיין

למיטב הבנתי יש אחדות במשרדים הגדולים. ראשית ב – PWC אנו מפחיתים ניכוי בגין העדר סחירות רק בהחזקות מיעוט בחברות פרטיות. בדרך כלל לא נפחית ניכוי בגין העדר סחירות כאשר מדובר בהחזקות רוב בחברה פרטית, לאור ההנחה שערך הניכיון מתקזז עם ערך פרמיית השליטה או כי ניתן להיפטר מהחזקת הרוב בקלות יחסית.

רו"ח שלומי שוב

האם גם מהחזקה בשיעור של 40% – 30% ניתן להיפטר בקלות יחסית? היכן אתם מציבים את הגבול?

רו"ח צור פניגשטיין

המתודולוגיה של PWC מנחה מהו גודל הניכיון בשל העדר סחירות בהתחשב בתנאים מסוימים. אחד התנאים הינו גודל החבילה, כאשר ככל שהחבילה גדולה כך הניכוי בגין אי סחירות קטן. במחקרים רבים בשנים האחרונות דיברו על ניכוי בשיעור 30% - 20% באופן נורמאלי. אולם, בשנים האחרונות אימצנו את נוסחאות ה – PUT של Finnerty, וכפי שידוע לי נוסחאות אלו אומצו גם ביתר הפירמות. יש לציין כי על פי רוב, נוסחאות אלה מביאות אף הן לניכוי בשיעור 30% – 20%. ההבדלים המהותיים מצויים בעיקר בחברות בהן התנודתיות במחיר המניה היא מאוד נמוכה או מאוד גבוהה.

פרופ' אמיר ברנע

יש היגיון מסוים מדוע תנודתיות וסחירות כרוכות זו בזו, שהרי ככל שהתנודתיות גבוהה יותר כך הצורך של המשקיע להתאים ולבנות את התיק בצורה אופטימאלית אקוטי יותר.

רו"ח שלומי שוב

האם לדעתכם יש צורך להפחית ניכיון אי סחירות בהחזקה מהותית שאינה מקנה שליטה?

רו"ח עינת שפרלינג

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

יש להבחין בין שליטה לבין סחירות. בכל הקשור להערכת שליטה, ניתן לבחון את הפערים על ידי ניתוח עסקאות בהן נרכשה שליטה בחברות ציבוריות.

רו"ח שלומי שוב

האם לדעתך יש להפחית ניכיון בגין אי שליטה מחלקו של המיעוט ב – DCF.

רו"ח עינת שפרלינג

השאלה היא מתודולוגית. כאשר מתבססים על פרמטרים מוטי שוק כדוגמת מכפילים של חברות ציבוריות, אז יש להניח כי מגולם אלמנט היעדר השליטה. כאשר נקודת המוצא היא DCF יש לבחון מהן ההנחות העומדות בבסיס ההערכה הן ברמת התחזיות והן ברמת שיעורי ההיוון. במילים אחרות, ברצוני לומר כי אין לשאלתך תשובה חד משמעית, אך ניתן לזהות בפרקטיקה ובתיאוריה כי ממצאים לקיומם של פרמיית שליטה ופרמיית סחירות. כאשר שוקלים האם להשתמש בפרמיה או ניכיון כזה או אחר, כמעריכי שווי, חשוב להבין מה אנו מעריכים ובאיזה הנחות השתמשנו.

רו"ח פיני שמואלי

חשוב להדגיש את ההבחנה בין אלמנט השליטה לבין אלמנט הסחירות. בעניין זה, כדאי להתייחס לנושא הרגולציה. כפי שניתן לראות בבורסות בעולם, ככל שהרגולציה גוברת ונעשית הדוקה, כך היא פוגעת בפרמיית השליטה ומשפיעה על ערך הסחירות של מניות המיעוט. כך למשל, היכולת למכור החזקה בשיעור 5% בחברה פרטית בעולם ללא רגולציה, היא נמוכה מאוד. לדעתי, יש הבדל גדול בין החזקת מיעוט בשיעור 30% המקנה למחזיקים בה יכולת להשפיע ולטייב לבין החזקת מיעוט בשיעור זניח. כפועל יוצא, אין זה נאות ליישם את אותו שיעור ניכוי בשל העדר סחירות לשני סוגי ההחזקות. ככל שחולף הזמן הדירקטיבה האירופית מגינה יותר על מניות מיעוט בבתי משפט, הן בחברות ציבוריות והן בחברות פרטיות. לכן, אני חושב שהניכיון בשל העדר הסחירות עשוי לרדת ויש לקחת זאת בחשבון.

פרופ' אמיר ברנע

נקודה נוספת העולה ממאמרם של עמיהוד ומנדלסון היא כי הסחירות נתונה להחלטת הפירמה, היינו הפירמה יכולה לנקוט צעדים מסוימים בכדי להשפיע על סחירות המניות שלה. כך למשל, אם חברה מתלבטת בין רכישה עצמית של מניותיה ובין חלוקת דיבידנד, הרי שחלוקת דיבידנד לא תשפיע על הסחירות לעומת הרכישה העצמית שתפחית סחירות. באותו האופן, ככל שהמנוף הפיננסי של החברה נמוך יותר כך הסחירות תהיה גבוהה יותר.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

ד"ר דורון ישראלי

הועלתה בדיון הזיקה בין תנודתיות ובין סחירות. לדעתי, למרות שקיים קשר בין הפרמטרים, מדובר בנושאים נפרדים. התנודתיות בשוק ההון משקפת, בין היתר, אי הסכמה בין משקיעים. תיתכן מניה מאוד סחירה של חברה אשר קיימת אי וודאות גדולה לגבי המשך פעילותה ואיכות ההחלטות הניהוליות המתקבלות בה. מחיר מניה זו ייטה להתאפיין בתנודתיות גבוהה לאור אי הסכמה בין המשקיעים. אציין כי על פי מחקר גדול שהתפרסם לאחרונה, אי הסכמה בין המשקיעים מהווה גורם סיכון. איני רואה כיצד היבטים אלה באים לידי ביטוי בסחירות.

ד"ר חיים קידר- לוי

סך סטיית התקן של שיעורי תשואת מניית הפירמה בשוק מורכבת מהסיכון העצמאי של הפירמה, ממתאם תשואת המניה ותשואת תיק השוק ומהביטא מול נזילות תיק השוק. במילים אחרות, ישנו המרכיב השיטתי הקשור לסיכון השוק, המרכיב השיטתי הקשור לנזילות הנכס והמרכיב הקשור לסיכון העצמאי.

ד"ר דורון ישראלי

המרכיב הקשור לנזילות יקבל ביטוי דרך ה – Bid – Ask Spread באותו היום. כפי שצינתי, קיים מרכיב חוסר הוודאות לגבי החברה ופעילותה, אשר יתבטא באי ההסכמה בין המשקיעים – אין לבלבל בין הנושאים.

פרופ' צבי וינר

נושא הדיון היום הוא מורכב מאוד ומערב שליטה, סחירות, מניות ואגרות חוב. לצערי, לרוב השאלות שעלו בדיון אין לי תשובה חד משמעית, אך ברצוני לתת דוגמא פשוטה שלדעתי מבודדת את בעיית הסחירות. הבה נבחן את שוק אגרות החוב הממשלתיות, ובפרט את שוק המק"מים, שהינו אחד מהשווקים הסחירים בישראל. במקביל, נבחן את התנאים בשוק הפקדונות בישראל, המבטא את הקצה השני של אי הסחירות. אם נשווה את הריבית המתקבלת בגין פיקדונות לשנה לעומת הריבית המתקבלת על מק"מ לשנה, תתברר תופעה הפוכה לגמרי לכל מה שנדון עד כה – פרמיה שלילית בגין סחירות. כלומר, אנשים וארגונים מוכנים לקבל ריביות מאוד נמוכות על פיקדונות לשנה ביחס לתשואה על מק"מ, על אף שהפקדונות אינם סחירים.

רו"ח שלומי שוב

מה ההסבר שנמצא לתופעה?

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

פרופ' צבי וינר

במסגרת המאמר של דן גלאי, אורלי שדה ומנחם ברנר הוצע הסבר על פיו אנשים מעדיפים "לטמון את הראש בחול" ולהתעלם מהתנודתיות.

פרופ' רפי אלדור

אציין כי במחקר שערכנו מצאנו כי קיים הפרש דומה בתוך שוק המק"מ: משקיעים דורשים על מק"מ לא סחיר תשואה הגבוהה ב – 0.4% מהתשואה הנדרשת על מק"מ סחיר.

רו"ח ואדים פורטנוי

כאשר קוראים מחקרים בנושא אי סחירות, המסקנה היא כי מדובר במטריצה תלת ממדית. חלק מהמחקרים מטפלים בפרמיית אי הסחירות במישור החברה וחלק מטפלים בפרמיית אי הסחירות במישור המחזיק, כדוגמת עמיהוד שלפי גישתו פרמיית אי הסחירות נגזרת מזהות המשקיע. בשנים האחרונות התמודדתי עם הסוגיה בכמה אירועים, ובסופו של דבר המסקנה הייתה שצריך לשקול את נושא אי הסחירות לגופו של עניין. השיקול הסובייקטיבי לגבי אי סחירות או פרמיית השליטה בכל אירוע נגזר מהפרמטרים הייחודיים של החברה, של המשקיע ושל הנסיבות שהובילו לאותה עסקה.

ד"ר דורון ישראלי

כאשר מנתחים תוצאות מחקרים ורגרסיות, חשוב לזכור שמדובר בממוצעים. כלומר, בממוצע פרמיית הסחירות חיובית, אך כמובן שיש גם אירועים ספציפיים כמו הדוגמאות שעלו בדיון, שבהם ההפרעה אקראית הינה שלילית.

רו"ח אלי אל – על

במקרים של מבני החזקה מורכבים, לדעתי, מתווסף אלמנט נוסף. דמיינו מצב של פירמידה בה החזקה אי סחירה אי מחזיקה בהחזקה אי סחירה ב' שמחזיקה בהחזקה אי סחירה ג'. נשאלת השאלה כיצד יש להקצות את אי הסחירות בפירמידה.

דוגמא נוספת היא קשורה לאופציות – המצב הטבעי והרצוי הוא מצב בו הן המניה סחירה והן האופציה על המניה סחירה. נשאלת השאלה מהו הטיפול הנאות במצב בו המניה סחירה ואילו האופציה על המניה אינה סחירה. בפרט, האם יש להביא בחשבון את אי הסחירות על המניה עצמה?

רו"ח שלומי שוב

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

מה כיצד בא לידי ביטוי ניכוי בגין העדר סחירות בהערכת אופציות לעובדים כאשר מנית הבסיס סחירה?

רו"ח דני ויטאן

לצרכי הטיפול החשבונאי, מרכיב אי הסחירות לא נלקח בתמחור היות שתנאי ההבשלה אינו נלקח בתמחור. מהטעם הפשוט שתנאי ההבשלה לא משפיע על מדידת השווי ההוגן של המכשיר לצורך יישום IFRS 2, לא לוקחים בחשבון גם את מרכיב אי הסחירות בתקופת ההבשלה.

נניח כי חברה התחייבה להנפיק לעובד אופציות למניותיה במידה וימשיך לעבוד בחברה במשך שלוש שנים. השווי ההוגן של כל אופציה הינו 10 ש"ח. ברור כי השווי הכלכלי של אופציה זו שקול למחיר שהיה מוכן לשלם משקיע עבור אופציה בעלת תנאים זהים, שהנפקתה מותנית בהמשך העסקת העובד לשלוש שנים. במילים אחרות, ברור כי המחיר הכלכלי של ה – Tracking לוקח בחשבון את פקטור ה – Vesting ואת ההסתברות להשלמתו. אולם, ברמה החשבונאית לא ניתן להביא בחשבון את תנאי ההבשלה בהערכת האופציה. לכן, מכיוון שתנאי ההבשלה לא נלקח בחשבון, כך גם לא מביאים בחשבון את פקטור העדר הסחירות בתקופת ההבשלה. יתרה מכך, יש לזכור כי העובד לא יושפע מחוסר הסחירות במשך תקופת ההבשלה שכן בתקופה זו הוא כלל לא זכאי לאופציה.

רו"ח שלומי שוב

במסגרת המודל החשבונאי הנוכחי באופציות לעובדים מתעלמים מתנאי ההבשלה לצורך חישוב השווי ההוגן מאחר ומתייחסים לתחזית החברה לקיומו של תנאי ההבשלה במישור אחר. למעשה, התכלית היא למדוד את השווי ההוגן של האופציה בהינתן שהעובד יהיה זכאי.

רו"ח גיא טביביאן

נשים לב כי מדידה חשבונאית זו יוצרת מצב אבסורדי – מתקבל כי שווייה של אופציה לעובדים שאינה ניתנת למימוש כלל למשך תקופה של עשר שנים גבוה יותר משווייה של אופציה לעובדים הכוללת תנאי הבשלה בן שלוש שנים ותקופת מימוש בת שבע שנים המתחילה בגמר ההבשלה. בפועל, אין ספק כי האופציה בעלת דרגת החופש הגבוהה יותר מבחינה כלכלית שווה יותר.

רו"ח שלומי שוב

קיים פער בין שווי אופציה לעובד זוטר לבין שווי אופציה למנהל בכיר, ולמעשה, הדבר חורג מגבולות IFRS 13 לפיו השווי ההוגן אינו אמור להיות מושפע מזהות המחזיק. כלומר, קיים פער בין

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

אופן המדידה של שווי הוגן לפי IFRS 13 ובין אופן המדידה של אופציות לעובדים לפי IFRS 2 ולכן גם IFRS 13 מוציא מתחולתו את הנושא של אופציות לעובדים. השאלה היא כיצד אנחנו מסבירים את הרציונל לפער החשבונאי הזה?

רו"ח גיא טביבאן

ברורה לי ההבחנה המצויה ב – IFRS 2 בין תנאי הבשלה ובין תנאי שאינו תנאי הבשלה. כאשר מדובר בתנאי הבשלה, באותו אופן בו לא נלקחת בחשבון ההסתברות להשלמת העבודה במקרה של מענק מותנה בעבודה המסולק במזומן, כדוגמת בונוס למנכ"ל, כך גם אין לקחת פקטור זה במקרה של אופציות לעובדים, שהרי אין הבדל אמיתי בין תשלום במזומן ובין תשלום במניות. כלומר, ככל הנראה מתוך שיקול פרקטי ההתייחסות לסיטואציה של אופציות לעובדים המותנות בעבודה היא כאל מענק מותנה בעבודה המסולק במזומן. לעומת זאת, התפיסה לגבי תנאי שאינו תנאי הבשלה, כפי שגם שעלה בדיון ב – IFRIC לאחרונה, היא כי אם תנאי הביצוע נמשך מעבר לתקופת העבודה אזי יש להביא זאת בחשבון במסגרת המדידה.

רו"ח דני ויטאן

בשונה מ – IFRS 13 בו התפיסה אובייקטיבית, IFRS 2 מניח מודלים התנהגותיים לאחר תקופת ה – Vesting, כלומר ההנחה היא כי המנהל הבכיר יישאר עד הסוף.

רו"ח עינת שפרלינג

חשוב לי להבהיר נקודה שאינה קשורה לאופציות לעובדים, והיא פרמיית השליטה. בהתאם ל – IFRS 3, בעת עלייה לשליטה יש לשערך את ההחזקה הקודמת לשווי הוגן, ויש לכך משמעות. במילים אחרות, קביעה חד משמעית כי אין להוסיף פרמיית שליטה או להפחית ניכיון בשל המיעוט עשויה להביא לניפוח מוניטין או נכסים אחרים בדוח על המצב הכספי וכן להצגה לא נכונה של שווי ההחזקה החדש, כך שמדובר בדיון חשוב ברמה החשבונאית.

רו"ח דני ויטאן

אני נוטה להסכים – אין זה מוחלט שעל פרמיית השליטה או פרמיית השפעה המהותית להיות מיוחסת במלואה לחלק הנרכש, והשאלה המרכזית היא מהי נקודת ההתחלה. לדוגמא, ייתכן כי נקודת ההתחלה הינה החזקה בשיעור של 30% הכוללת פרמיית השפעה מהותית – במקרה זה במסגרת מדידת ההחזקה הקודמת יש לקחת בחשבון פרמיה זו. לחלופין, במקרים אחרים בהחלט

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

ייתכן כי בעליה לשליטה חלק משמעותי מהפרמיה, ובפעמים רבות אף כולה, שולם עבור החלק הנרכש.

פרופ' אמיר ברנע

Damodaran עורך הבחנה ברורה בין ערך, אשר עליו מתבסס מודל ה-DCF, לבין שווי השוק. לטענתו, הסתכלות על הערך בלבד אינה יעילה שכן לשוק חיים משלו והפער בינו לבין השווי יכול להתמיד תקופה ארוכה. מנגד הסתכלות על שווי השוק בלבד עשויה להביא למצב משברי בו באופן פתאומי ישאף השווי לערך (Convergence). לפיכך, ארצה לדון בשאלה עקרונית לסיום – לשם חישוב פרמיית שליטה ופרמיית סחירות, מהי נקודת המוצא: האם נקודת המוצא הינה מודל ה-DCF או שווי שוק? כך למשל, אם נניח כי שווי השוק של חברה (P * Q) הינו 100 ש"ח – האם חבילת השליטה שווה יותר? ולהיפך – במידה והסתכם שווי חברה בהתאם למודל ה-DCF לסך של 170 ש"ח – האם יש להפחית ניכוי העדר סחירות עבור חבילת המיעוט?

רו"ח גיא טביביאן

IFRS 3 מתייחס במפורש לנושא פרמיית השליטה ו-Minority Discount ומניח כי מחיר השוק של חברה סחירה כבר מגלם Minority Discount. לדעתי, בעולם שלפני יישום IFRS 13, בחברה סחירה ה- P * Q מביא לשווי ללא פרמיית השליטה, בעוד שמודל ה-DCF מביא לערך הכולל, אותו יש לפצל. כלומר מדובר בנקודת מוצא שונה.

רו"ח עינת שפרלינג

התשובה אכן תלויה במתודולוגיה המיושמת.

פרופ' אמיר ברנע

בהינתן כי המודל המיושם הינו DCF תחת הנחת ניהול אופטימאלי, האם הערך משקף Acquisition Value?

רו"ח עינת שפרלינג

הכול תלוי בהנחות.

רו"ח יניב זיו

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

אנו נמצאים ב – Control Premium מאחר וה – Acquisition Value לרוב יביא בחשבון גם את הערך הסינרגטי.

רו"ח שמוליק ויינשטיין

חלק ניכר מהדיון התייחס לנכסים לא סחירים, קרי מניות של חברות פרטיות. נשאלת השאלה מה הדין לגבי בלוקים משמעותיים של מניות סחירות, אשר להם סחירות נמוכה? האם קיימים מחקרים בנושא?

פרופ' אמיר ברנע

באחד מספריו מתייחס Pratt לעניין ה – Blockage Discount ומתאר Discount הנובע ממימוש בלוק גדול כיחס שבין גודל הבלוק למחזור הממוצע.

ד"ר חיים קידר- לוי

ברצוני להציע מסגרת קונספטואלית שעשויה לסייע בפתרון השאלה בכל הקשור לאגרות חוב. לטענתי, המרווח הנראה בשוק בין אגרות חוב קונצרניות מורכב משני חלקים: פרמיית אי נזילות וסיכון האשראי של המנפיק. למעשה, בכדי לתמחר נכס בלתי סחיר של אותו המנפיק, ניתן לייחס את פרמיית סיכון האשראי של המנפיק לאותו נכס בלתי סחיר ועל כך להוסיף פרמיית אי סחירות – שלרוב הינה כפולה מפרמיית אי הנזילות.

פרופ' אמיר ברנע

אני מניח שכולנו משתמשים בספרו של Damodaran בנושא מחיר ההון, בו ניתן לראות כי הנוסחה למחיר ההון כוללת את פרמיית אי הסחירות. כלומר, יהיה זה טעות להשתמש במחיר ההון על פי המתודולוגיה המוצעת על ידי Damodaran במסגרת ה – DCF, ולאחר מכן להפחית פרמיית אי הסחירות.

רו"ח גיא טביביאן

במישור הכלכלי אין ספק כי הדיון מעלה דילמות משמעותיות וניכר כי נושא ניכיון אי הסחירות הינו בלתי פתור במישור הכלכלי התיאורטי. יחד עם זאת, במישור החשבונאי, החשבונאות חסכה לחברות המדווחות ולרואי החשבון מעמסה גדולה בכל הקשור לשווי הוגן על ידי החרגת Block

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

Discount מהגדרת שווי הוגן. לטעמי, לאור שיקולי אובייקטיביות ופרקטיות, החשבונאות עשתה בחירה נכונה בעניין זה.

לעניין השקעות סחירות, נקודת המוצא הינה מחיר הבורסה. עבור האדם שמאמין בקיומה הקונספטואלי של פרמיית שליטה, מחיר זה משקף Minority Discount. לעומת זאת, DCF אמור להיות זהה בכלל המקרים.

פרופ' אמיר ברנע

צר לי שאנו יוצאים מהדיון עם סימני שאלה רבים.

רו"ח שלומי שוב

זהו המצב ועלינו להתמודד איתו, אך נראה כי זהו גם היופי בתחום בו אנו עוסקים – בו רבים סימני השאלה מסימני הקריאה.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

על הפורום:

מטרת "פורום שווי הוגן" (FVF) Fair Value Forum, הפועל במסגרת התכנית בחשבונאות של בית ספר אריסון למנהל עסקים במרכז הבינתחומי הרצליה, היא לתרום לאיכות המידע בשוק ההון, ולייצר שיח מקצועי פורה בנושא. הפורום שמקיים מפגש חודשי, משמש קבוצת חשיבה שמייצרת דיוני עומק בסוגיות שנמצאות על סדר היום ומשמש פלטפורמה לשיתוף ידע, זיהוי בעיות, תהליכים ומגמות וכ- Best Practices למדווחים, לרואי החשבון ולמשקיעים.

הפורום, בייסודם של פרופ' אמיר ברנע, הדיקן המייסד של בית ספר אריסון למנהל עסקים, ורנ"ח שלומי שוב, סגן דיקן (חשבונאות), בית ספר אריסון למנהל עסקים, כולל מומחים מובילים מהאקדמיה ומהפרקטיקה בתחומי החשבונאות הפיננסית, הכלכלה והמימון וכן משתתפים בו נציגים של מדווחים, אנליסטים וגופי הרגולציה הפיננסית בישראל.

סיכומי הדיונים שמתפרסמים לציבור הרחב מבוצעים על ידי הצוות המקצועי של הפורום המורכב מבוגרים מצטיינים של התכנית בחשבונאות.

אתר הפורום: www.fvf.org.il