

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 אינם מובאים בהכרח בציון שמות הדוברים, למעט ראשי 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: 4 ביוני, 2012

נושא המפגש: "הקשר שבין דירוגים, תשואות השוק וסימני אזהרה בדוחות הכספיים"

חומר רקע למפגש: "האם הדירוגים רלוונטיים למשקיעים?" - דרור גילאון, סמנכ"ל השקעות מנורה מבטחים קרנות נאמנות

אורחים שהוזמנו: גיל גזית, מנכ"ל חברת מדרוג, רונית הראל בן זאב, מנכ"לית S&P מעלות, דורית סלינגר, מנכ"לית S&P מעלות לשעבר

נוכחים: רו"ח יבגני אוסטרובסקי, רו"ח אור בוימן, רו"ח קרן בנגלס שנער, פרופ' אמיר ברנע, דגנית דניאל, פרופ' צבי וינר, רו"ח גיל מור, פרופ' יורם עדן, יוסף פישלר, רו"ח צור פניגשטיין, איתי רפל (S&P מעלות), רו"ח שלומי שוב, רו"ח פיני שמואלי, גב' רקפת שני, רו"ח עינת שפרלינג.

צוות מקצועי: קרן בריג, עידו ספקטור

רו"ח שלומי שוב

זהו המפגש האחרון בשנה אקדמית זו. מפגש זה יעסוק בקשר בין הדירוגים, תשואות השוק וסימני האזהרה שנמצאים בדוחות הכספיים. המפגש סוגר מעגל עם המפגש הראשון השנה שהיה בנושא חברות ההחזקה. שם, עלה לדיון נושא מתודולוגיית חלק מחברות הדירוג לגבי חברות האחזקה - ההסתכלות על כל חברות המטה כמקשה אחת. בחודש האחרון הייתה התפתחות דרמטית והגישה השתנתה - כיום יש דירוגים שונים לחברות באותה פירמידה, כלומר, הדירוגים יורדים במעלה הפירמידה, אם כי עדיין קיימים הבדלים בין חברות הדירוג.

אנו חווים זעזוע אדיר בתחום התקשורת שמקרין לחברות ההחזקה, מתבצעות הורדות דירוג שמגיעות למספר רב של דרגות הורדה במכה אחת, ונשאלת השאלה האם ועד כמה היה לצפות זאת

תכנית בחשבונאות

“פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

מראש. בהקשר זה, נדון היום בקשר שבין תשואות השוק והדירוגים והאם היו עיכובים בהורדת דירוגים.

ניתן לקשר בין נושא הדירוג להיבט דיווחי מעניין נוסף שהוא התזרים החזוי. הרשות לני”ע דורשת מחברות בהן יש סימני אזהרה לפרסם דוח תזרים מזומנים חזוי, אלא אם כן הדירקטוריון החליט שאין חשש סביר. אנו כיום נתקלים לעיתים במצבים בהם חברה מציגה דוח תזרים חזוי, כלומר היו סימני אזהרה, אך מנגד רמת הדירוג שלה נשארת גבוהה. זה מצב מוזר שבו הדירקטוריון של החברה עצמה לא מוכן לקחת אחריות על המצב הפיננסי של החברה, אבל חברת הדירוג עדיין אינה פועלת לכיוון של הורדת הדירוג.

אני חייב שציין כי הנושא מזכיר לי את הערת העסק החי בעולם ראיית החשבון. ניתן להקביל את חברות הדירוג לרואה חשבון מבקר - שניהם גופים בלתי תלויים אשר מקבלים את שכרם מן הלקוח ומכאן נוצרת הרגישות והטענות על חוסר אובייקטיביות. טענות על הערת עסק חי שניתנה באיחור דומה לכאורה לטענה על הורדת דירוג באיחור.

אגב, בישראל הומצאה דרגת ביניים באשר להערת עסק חי, הפנייה לאי ודאות כללית, ללא קביעה כלשהי, שם מתארים את המצב ומפנים את הקורא שיקבל החלטה בעצמו. מצב זה לא מתקבל בארה”ב, שם יש הפניה להערת עסק חי או כלום. מדובר בסוג של פשרה שקיבלה גושפנקא מהרשות לני”ע בישראל. נכון שבהתאם לכללי הביקורת קיימת אפשרות לבצע הפנייה לאי ודאות אך לדעתי היא צריכה להיות ספציפית להיבט מסוים, כמו אפילו במקרה של תביעות אך לא הפניה כללית למצב העסקים.

ביקשנו מדרור גילאון ממנורה מטחים להציג על דעתו מספר נתונים שאסף במסגרת עבודתו בנושא הקשר בין דירוגים לתשואות וכן לנתונים העולים מהדוחות ואנחנו נשמע לאחר מכן את התייחסותם של מנכ”לי חברות הדירוג לנושא. גם פרופ’ וינר ביקש להציג.

רונת הרצל, מנכ”לית S&P מעלות

ההתייחסות לנושא התזרים החזוי בהקשר זה אינה במקום. קיים הבדל בין דירקטוריון שמחויב על פי החוק לקבל החלטה ספציפית בעניין דרישת גלוי לתזרים לבין חברת דרוג, ששוקלת מכלול שיקולים, נתונים ועובדות ומחווה דעתה. חשוב להדגיש כי במסגרת תהליך הדרוג נבדק התזרים החזוי, על בסיס נתונים המתקבלים מהחברה, וזאת ללא קשר לדיווח, החדש יחסית, על פי דרישת הרשות. גם לפני הדרישה החדשה של הרשות, חברת מעלות דרשה וקיבלה מהחברות תזרים חזוי כאמור. בחינת נתוני התזרים היא חלק חשוב מתהליך הדרוג כבר זמן רב, והעובדה שהנהלה

תכנית בחשבונאות

“פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

מתנהלת באופן זהיר ומפרסמת את התזרים או להיפך, הנהלה שאינה מקבלת החלטה על פרסום התזרים, יכולה להיות חלק ממכלול שיקולים רחב, האם בדברים שנאמרו כאן הכוונה היא שנכון שחברת הדרוג תוריד דירוג באופן אוטומטי, כל פעם שמתפרסם דוח תזרים חזוי, מעצם פרסום התזרים? אם כן- בכמה שלבים? הניסוח של הדברים, מצביע על חוסר היכרות והבנה בתהליך ובמוצר הדרוג.

כמו כן, לדעתנו, יש הבדל משמעותי בין שינוי דירוג שהוא הבעת דעה על יכולת הפרעון של החייב לבין הערת עסק חי, שהיא ברמה כמעט עובדתית. רואה החשבון עובר ומבקר את הדוחות כל רבעון. דרוג צופה קדימה לתקופה ארוכה יותר.

דרוג גילאון (מנורה מבטחים)

לדעתי, חברות הדירוג הולכות והופכות פחות רלוונטיות הן מבחינת המשקיעים פרטיים והן מבחינת המשקיעים המוסדיים. הצרות כיום חוצות דירוגים, והיו אף אגרות חוב שירדו בין 4% ל- 9% בשבוע מסחר. אם משקיעים שמשקיעים באגרות חוב המדרוגות AA מפסידים סכומים כה משמעותיים בשבוע אחד ככל הנראה ישנה בעיה.

במסגרת עבודה שביצעתי במסגרת תפקידי במנורה, בחנו בכל שכבת דירוג את ההפרש בין מרווח התשואה הממוצע למרווח התשואה החציוני. אציין, שהנתונים והמתודולוגיה גובשו בתוך החברה והם יכולים להוות פלטפורמה לדיון.

הנחנו שאם השוק לא מאמין לדירוגים זה יתבטא בקפיצת הממוצע כלפי מעלה. התוצאות שהתקבלו הן שכמעט בכל שכבת דירוג יש פער בין המרווח הממוצע למרווח החציוני. אציין כי הנתונים בעבודה נכונים ליום מסחר ספציפי. כמו כן, בחנו מהו אחוז הסדרות, בכל שכבת דירוג, הנסחרות במרווח חריג, שהוגדר כ- 2% מעל החציון. אחוז הסדרות החריגות שנפצה בכל קטגוריה נע בין 20% ל- 50%, וניתן לראות שככל שירידים ברמת הדירוג הסטיות מאד גדולות. כלומר, איגרות חוב בדרוג השקעה, נסחרות לעיתים בתשואות של 50% וצפונה ובשל דירוג ההשקעה שניתן להן, הן יכולות להירכש בקרנות נאמנות הנחשבות סולידיות. זאת עם כל ההשלכות השליליות שיכולות להיגרם למשקיעים. על פי מה ששמעתי כאן, אני לא בטוח שחברות הדירוג מודעות לאחריות הגדולה הרובצת עליהן בשל היותן גורם “מכשיר” לכניסת אג”ח מסוימות לחסכונות הציבור.

אציין שהנתונים והמתודולוגיה גובשו על ידי ומוצגים לכם על אחריותי.

תכנית בחשבונאות

“פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

רונית הראל, מנכ"לית S&P מעלות

בהעדר נספח מתודולוגי המסביר את אופן החישוב, ההגדרות, הנתונים שנלקחו בחשבון וכו' קשה להתייחס באופן רציני לנתונים ומסקנותיהם. להלן רק חלק מהשאלות וההתהוות שניתן להעלות בקשר עם הנתונים שהוצגו:

1. בדיון ציין המציג כי מדובר בנתונים של יום אחד, ה-20 במאי. ללא ספק, נתונים של יום אחד בלבד באחד החודשים הסוערים בשוק, אינם יכול להצביע על מגמות ואין להסיק מכך מסקנות.
2. מה ההתייחסות לדירוגי חברות הדירוג השונות? דהיינו במקרה של דירוג כפול של מעלות ושל מידרוג איזה דרוג נלקח בחשבון? בהגדרה, כאשר יש 2 דרוגים שאינם זהים, תתקיים סטייה מממוצע הדרוג. (כלומר, את כל הדרוגים הכפולים בהם קיים הבדל בין רמת הדרוג לא ניתן לכלול בסקירה). בכל מקרה, בעבודה לא טרח העורך אפילו לציין כיצד פעל במקרים אלה ולכן לא ניתן להתייחס לכך.
3. בחלק מהדרוגים, בודאי בדרוגים הנמוכים, שאותם מציגים ככאלה בהם הסטיות הן גדולות יחסית, מדובר במדגם מאד קטן של חברות, שלא ניתן להסתמך עליו. (במסגרת הצגת הנתונים לא ברור בכמה סדרות מדובר, האם מדובר ב-X סדרות של אותה חברה או ב-X חברות שונות שלהן סדרה אחת. בדרוגים הנמוכים כשהמדגם כל כך קטן יש לכך משמעות רבה ביותר, ולכן כל הסקת המסקנות הינה מעוותת).
4. האם יש התייחסות למח"מ? ז"א האם יש בידול בין סדרות שונות במח"מ שונה.
5. האם יש התייחסות לריבית חסרת סיכון (דהיינו האם מדובר במרווח או תשואה ברוטו)?
6. האם יש התייחסות לעקום תשואות והאם בוצעו רגרסיות?
7. האם נעשתה בחינת ביקורת מול תקופה "יציבה"?

דרור גילאון, מנורה מבטחים

בדקנו את השוק בדירוג השקעה בארץ, כ-400 סדרות. כאשר בונים תיק השקעות, משקיעים נוהגים לגוון במח"מ ובחשיפה לחברות שונות. כך למשל שיוצרים חשיפה לסלקום, משקיעים עשויים לרכוש מספר סדרות, במח"מים שונים. בד"כ, לצד הפוזיציה בסלקום, תיבנה פוזיציה בפרטנר, הוט ובזק. כך יוצא שהמשקל של סקטור התקשורת, שדורג בקבוצת ה-AA, בתיק איגרות החוב גבוה.

תכנית בחשבונאות

“פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

פרופ' אמיר ברנע

הבעיה שעולה מהסקירה היא שהשונויות בתוך כל קבוצת דירוג לא שונה מהשונויות בין קבוצות הדירוג וזה מעלה שאלה לגבי השימוש בדירוגים כאינדיקציה.

רונית הראל, מנכ"לית S&P מעלות

יש לציין שעל פי הסולם של S&P מעלות דרוג ilBBB ומעלה אינו מוגדר כדרגת השקעה, כפי שמקובל בסולם הדרוג הגלובאלי. המסקנה לגבי השונויות בין רמות הדרוג אינה נכונה ואינה מבוססת ולא ברור מהיכן היא נובעת? בנוסף, מאחר ולא ניתן להסתמך על הנתונים שהוצגו (ראה למשל עניין הדרוגים הכפולים) בודאי שלא ניתן להסיק מהם מסקנות.

גיל גזית, מנכ"ל חברת מדורג

חשוב לציין שלא נכללו הסדרות הלא מדורגות ולכן התוצאות מוטות כמו כן התשובות הן נכון להיום.

דרור גילאון, מנורה מבטחים

בכוונה התייחסנו רק לסדרות המדורגות כדי להתייחס למשקיעים הסולידיים ולא לשוק הספקולטיבי שם יש סטיות תקן מאד גבוהות. השוק המדורג מפקח על ידי הגופים הרגולטורים. אנחנו במנורה, כחברת קרנות נאמנות, חייבים להשקיע על פי דירוג ולתת גילוי אם מדובר באיגרת חוב מסוכנת. נכון לתאריך הבדיקה, היו 58 אגרות חוב בדירוג השקעה שנסחרו במרווח של מעל 10% מהתשואה של האג"ח הממשלתי במח"מ דומה. מרווח התשואה הממוצע בשוק הקונצרני המדורג בכללותו, עמד על 7.3%, ועל פי ממוצע משוקלל המרווח הוא כ- 5%. המרווח החציוני, לעומת זאת יצא 3.5% בלבד. אם משווים את המרווח הממוצע שהתקבל לארה"ב, אז מרווח של כ- 7% בארה"ב מגלם דירוג של B בלבד. ביצוע התאמה לסולם הישראלי, על פי המתודולוגיה שפרסמו חברות הדירוג, מביא אותנו לדירוג מקומי של BBB. זאת לעומת, דירוג רשמי ממוצע בשוק של A. המסקנה נראית די ברורה: השוק לא מאמין לדירוגים הרשמיים. עולה השאלה מדוע השוק לא מאמין לדירוגים על אף שקל מאוד להסתמך עליהם. זאת במיוחד תחת ההנחה שמרבית הגופים המוסדיים היו שמחים לצמצם עלויות ולסחור על פי דירוגים אובייקטיביים הניתנים בצורה מקצועית. אנו מייחסים זאת בעיקר לתגובות מאוחרות ולא מדויקות של חברות הדירוג. בדיון הוצגו מספר דוגמאות שלדעת המציג ממחישות את דעתו.

תכנית בחשבונאות

“פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

רונית הראל, מנכ"לית S&P מעלות

שימוש בממוצע פשוט הכולל נתוני קיצון המתבססים על מיעוט סדרות, מביא לתוצאה חריגה אינו מקצועי ואינו נכון. אין קשר בין הבדיקה למסקנות שמעלה. הגרף שהוצג על ידי הבודק הוא ההוכחה לכך שיש קשר ישיר בין התשואות לרמת הדרוג. כמו כן, בהתייחסותך לדירוג, אתה מתעלם לחלוטין מ – outlook וזהו נתון חשוב מאוד למשקיעים. האם אצלכם מתייחסים למנפיק בדרוג A עם outlook שלילי כמו למנפיק בדרוג A עם outlook חיובי?

דרור גילאון, מנורה מבטחים

ה-OUTLOOK הוא דוגמא לבעיה נוספת והיא ההבדלים בין הניתוח המילולי שעורכות חברות הדירוג ובין מסקנת הדירוג. נראה כי חברות הדירוג מצליחות לזהות את האזורים הבעייתיים, אך הדבר לא מקבל ביטוי בהחלטת הדירוג שהן מפרסמות.

גיל גזית, מנכ"ל חברת מדרוג

חברות דירוג לא פועלת בהתאם לכתבה עיתונאית כזו או אחרת, ואסור להן לנהוג בפזיזות כמו שהמשקיעים פועלים לעתים כאשר הם מוכרים את האג"ח שנמצא בידם.

דרור גילאון, מנורה מבטחים

נכון, אך אם חברת הדירוג מזהה סימני אזהרה נראה שעליה לשקול להגיב בצורה חריפה יותר לפני שההתדרדרות תגבר.

רונית הראל, מנכ"לית S&P מעלות

אכן לא פשוט בעת הנוכחית לנהל השקעות יש לזכור שהדירוג הוא אחד מהכלים העומדים לרשות מנהלי ההשקעות ואינו מחליף ניתוח, מחקר ובדיקה. לגם הבנקאי שוקל שיקולים נוספים מעבר לדרוג בבואו לתת הלוואה ללקוח. דירוג אשראי הוא הבעת דעה מקצועית על יכולת הכוללת של החייב לעמוד בהתחייבויות במועד ובמלואן. יש לציין כי ההתייחסות היא הן ליכולת והן לנכונות. בכל מקרה הדירוג אינו מהווה המלצה לפעולה בנייר ערך (קנייה, החזקה או מכירה) וגם לא מדד למחיר השוק.

תכנית בחשבונאות

“פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

על פי נתונים גלובאליים של חברת *Standard and Poor's*, ניתן לראות קורלציה גבוהה ביותר בין רמת הדירוג ושיעור חדלות הפירעון וזאת בכל רמות הדירוג. על פי נתוני מדגם רב שנתי של אלפי חברות למשל, 15% מהחברות שדורגו בדרוג B גלובאלי (רמת דירוג ספקולטיבית) הגיעו לחדלות פירעון תוך שלוש שנים

הדירוג בישראל הוא על פי המתודולוגיה של *Standard and Poor's*, ומהדירוג הגלובאלי נגזר הדירוג לפי הסולם הישראלי. בהתייחס לדירוג הבינלאומי רוב החברות הישראליות הן בדרוגים של BB-IB, ולמעט הבנקים, חברות הביטוח ומיעוט של חברות חזקות נוספות, החברות הישראליות אינן בדירוג השקעה.

דרור גילאון, מנורה מבטחים

האם הסולמות המקובלים לתרגום דירוג בינ"ל לדירוג ישראלי מתייחסים לפרמטרים של המדינה או של החברה הספציפית?

רונית הראל, מנכ"לית S&P מעלות

הדרוג הגלובאלי של החברות מתבסס על נתוני החברה ולא על הדרוג של מדינת ישראל. רוב החברות הישראליות הן קטנות יחסית, מתאפיינות במינוף גבוה ובניהול נזילות אגרסיבי ולכן אינן מדורגות גבוה בדרוג הגלובאלי. דווקא מבחינת הפרופיל העסקי הן נהנות ממיצובן היחסי הגבוה בשוק המקומי, בישראל לחברות רבות יש מעמד שוק מוביל או מרכזי והדבר מסייע לפרופיל העסקי של החברה.

פרופ' יורם עדן

האם בדוחות שאתם מוציאים אתם מציינים שדירוג החברה הוא ישראלי ומוסיפים את האקוויוולנט הבינלאומי?

רונית הראל, מנכ"לית S&P מעלות

הדירוג שלנו מסומן באותיות IL על מנת לבדלו מדירוג גלובלי. אנו לא מציינים את הדירוג הגלובלי של חברה. בעבר הציע ידן ענתבי להעביר את כל החברות לדירוג גלובאלי, אך לאחר פרישתו הדבר לא הבשיל. בחברות ישראליות רק דירוג של AAil ומעלה מהווה דרגת השקעה גלובאלית.

תכנית בחשבונאות

“פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

פרופ' יורם עדן

בכל דוח דירוג אתם כותבים את משמעות הדירוג והמשמעות זהה למה שכתוב בדירוג הבינלאומי. מדברך עולה כי לשניים אין אותה משמעות. כלומר בישראל במקום לקרוא עבור דירוג AA למשל את ההגדרה של AA יש לקרוא את מה שכתוב בהגדרה של BB.

דורית סלינגר

כתוב בהגדרות שהדירוג מתייחס ביחס לחברות ישראליות אחרות, בין לבין עצמן.

רונית הראל, מנכ"לית S&P מעלות

זו אחת הסיבות שידן ענתבי רצה להעביר את כל הדירוגים לבסיס גלובאלי. מהסתכלות על הנתונים של השוק האמריקאי, מרווחי סיכון לפי רמות דרוג, הריבית והדירוגים עולה בבירור הבידול בין רמות הדרוג, כמו כן ניתן לראות את הפאניקה בשווקים בשנת 2009 והעליה הקיצונית במרווחי הסיכון. אם חברות הדירוג היו מורידות את הדירוגים באותה עת, הן היו חוטאות לתפקידן.

בהתייחס לדברים שנאמרו על מודל הדרוג אני מבקשת לציין כי בעבר נבחנו שלושה מודלים אפשריים לחברות דירוג: מודל החברה המשלמת, מודל המשקיע המשלם ומודל המדינה המשלמת. בכל מודל יש אפשרות לניגודי עניינים. מודל המשקיע הוכר כבעייתי מאחר ויצר אסימטריה בין משקיעים בעלי משאבים ובין משקיעים קטנים. הציבור לא היה זוכה למידע כלל. גם במודל זה זיהו ניגודי עניינים פוטנציאליים, כאשר למשקיעים מוסדיים, המשלמים עבור דרוג, עלולה להיות פוזיציה משמעותית באותה אגרת חוב. גם במודל המדינה המשלמת נמצאו חסרונות. אחת המטרות המובהקות של הדירוג היא אחידות, במטרה לאפשר להשוות בין דירוגי מדינות שונות ובין דירוגי חברות הפועלות במדינות שונות, במיוחד כאשר מדובר בעולם השקעות גלובאלי. אם כל מדינה הייתה מפתחת מודל משלה לא ניתן היה להשוות בין חברות הפועלות במדינות שונות, כאשר כל אחת הייתה מדורגת על פי מערכת דרוג עם כללים שונים. כמו כן יש לזכור שגם למדינות יש אינטרסים בתהליך דירוג, הן באשר לדירוג המדינות עצמן והן במקרה של חברות ממשלתיות. לאור האמור לעיל והעובדה שבכל מודל קיימת אפשרות לניגודי עניינים יש חשיבות רבה לאופן ניהול הפוטנציאל הני"ל. ב-S&P, מתקיימים נהלים קפדניים המלווים במנגנוני בקרה במטרה להקפיד על שמירה קפדנית של נהלים אלה. כך, למשל, ישנה הפרדה ברורה וחדה בין הדרג האנליטי לדרג הניהולי והמסחרי.

תכנית בחשבונאות

“פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

בעת עבודת הדירוג בוחנים האנליסטים את הפרופיל העסקי, והפרופיל הפיננסי, כאשר במסגרת הסיכון הפיננסי נבחנת, למשל, רמת הנזילות של החברה. יודגש שיחסים פיננסיים הם רק חלק מהפרמטרים הנבחנים.

יתרון משמעותי של הדירוג הוא היותו נקי מהשפעות של פאניקה או אופוריה בשווקים. אם בשנים 2008 ו- 2009, שבמהלכן חלה קפיצה משמעותית בתשואות בשוק, היו חברות הדירוג מורידות את הדירוגים ללא הבחנה, הן היו חוטאות לתפקידן. מחירי השוק מושפעים מגורמים רבים שחלקם אקסוגניים, כגון סחירות של ניירות ערך, מצב הנזילות בשוק, כניסה או יציאה ממדדים, הריקוורי ועוד גורמים רבים נוספים. אנחנו מדרגים את הסיכוי לחדלות פירעון ולא את התשואות בשוק ולא פועלים לפי תשואות בשוק. התשואות בשוק הן אורות אדומים לבדיקה של מצב החברה ואנו מתייחסים אליהם, למשל, בכל הקשור ליכולת החברה למחזר חוב ולהשפעה שיש לכך על מצב הנזילות. איני חושבת שהמשקיעים היו רוצים שנפעל לפי התשואות בשוק או כותרות בעיתונות, אלא, שנפעל לפי המתודולוגיה השקופה ובאופן מקצועי ושקול. אין מערכת דרוג שקופה ואובייקטיבית כמו זו של חברת דרוג חיצונית מקצועית וחשיבותה בתקופות של שווקים תנודתיים ואי ודאות אף עולה.

פרופ' אמיר ברנע

האם בחנתם מה ההשפעה לאחר שינוי דירוג?

רונית הראל, מנכ"לית S&P מעלות

השוק מגיב יותר להורדות דרוג מאשר להעלאות דרוג. הדירוג צופה פני עתיד. נקודת המבט שלו אינה לטווח הקצר אלא לשנה עד שנתיים קדימה. טווח זמן של שנה אופייני לחברות עם דירוגים יותר נמוכים וטווח זמן של שנתיים אופייני לחברות בדירוגים יותר גבוהים. הדירוג הוא תוצאה של בחינה אחראית ומתבסס על מידע וקשר שוטף עם החברה. אנו מקבלים חומר רב מהחברה שחלקו לא מפורסם לציבור מאחר וטרם הבשיל, ומשקללים את המידע הזה במסגרת הדירוג. דירוג האשראי ניתן בהתייחס להחזר הקרן והריבית במועד שהובטח. חברות הדירוג מתייחסות גם לשיעור ההחזר (Recovery) רק בדרוג סדרה ובמקרה של בטוחה משמעותית או נחיתות חוזית.

תכנית בחשבונאות

“פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

פרופסור אמיר ברנע

האם העובדה שמדובר בחוב בכיר או בחוב זוטא תבוא לידי ביטוי בדירוג?

גיל גזית, מנכ"ל מדורג

אם לחוב נחיתות ברורה ביחס לחוב אחר הדבר יבוא לידי ביטוי בדירוג. הדבר בולט מאוד במנגנון הדירוג לאורך השכבות במכשיר CDO.

רונית הראל, מנכ"לית S&P מעלות

הדירוג הוא כלי עזר חשוב למשקיעים, אולם הוא בודאי אינו מהווה תחליף לניתוח ומחקר על ידי המשקיעים בשוק. גם הבנקאים מקבלים החלטות השקעה על סמך שיקולים שונים ולא על סמך הדירוג בלבד.

התקשורת הישראלית וחלק מהמשקיעים הישראלים נוטים להתעלם מדוח הדירוג ולהתמקד ברמת הדירוג בלבד. דוח הדירוג כולל ניתוח מקיף שביצעה חברת הדירוג. בנוסף, יש משמעות לתחזית הדירוג למנפיק. חשוב להדגיש שבכוחו של דוח הדירוג להאיר אזורי סיכון ולהצביע על מגמות עתידיות. היות שנקודת המבט של הדירוג היא ארוכת טווח, אין זה סביר לעדכן דירוג לחברה בתדירות רבה מידי, אלא בקורות ארוע מהותי. לכן ישנה חשיבות רבה לדוח הדירוג החושף את השיקולים שהיוו בסיס להחלטת הדירוג.

אציין שבנוסף לדוח עצמו חשיבותו של ה – outlook היא רבה, ולא ניתן להתעלם ממנו. כך למשל, יש הבדל מהותי בין חברה בדירוג A עם תחזית חיובית ובין חברה בדירוג A עם תחזית שלילית.

בהתייחס לרלבנטיות של הדירוג:

ישנו מתאם ברור בין רמת הדירוג ובין רמת חדלות הפירעון, ובין הדירוג ובין מרווח הסיכון. אנו מזהים גם תגובה מובהקת של השוק לשינויים בדירוג. אציין כי בעוד ההשפעה של הורדת דירוג היא ברורה, ההשפעות של העלאת דירוג הן מתונות יותר. כמו כן ניתן לראות כי חברות מייחסות חשיבות רבה לדירוג הניתן להן, ופועלות באופן שיטתי לשימורו ושיפורו. זה נובע בין השאר מהעובדה שרמת הדירוג מהווה טריגר לשינוי בתנאי הלוואות.

אציין שרוב הנפקות האג"ח השנה בוצעו על ידי חברות מדורגות בדירוגים גבוהים. למעשה רק 4% מההנפקות היו של חברות שאינן מדורגות. עובדה זו מצביעה כי השוק מעניק משקל רב לדירוג חוב. ומעולם הדימויים - חברות הדירוג נתפסות בעיני כמעין מגדלור: הן מאירות תחומים חשוכים ומצביעות על דרך, אך אין ביכולתן למנוע את הסערות בשוק ההון או למתן את גובה הגלים.

תכנית בחשבונאות

“פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

בהתייחס לשונות בין הדירוגים הניתנים על ידי חברות הדירוג:

ניתן למצוא הבדלים בין הדירוגים הניתנים על ידי חברות הדירוג השונות, והדבר לגיטימי. דירוג מהווה חוות דעת. היות שמדובר בחוות דעת, סביר שבקרב קבוצה של עשרות חברות יהיו הבדלים בדירוגים. לא ברור איך העבודה שבוצעה יכולה להתייחס לחברות אלה. בהגדרה הן תהיינה חריגות מהממוצע.

לפסול ולבקר, לחפש מי אשם בהשקעות לא מוצלחות שבוצעו ועל מי להטיל בדיעבד את האחריות הם פתרונות קלים. מעבר להטחת טענות לא מבוססות, השאלה היא מה האלטרנטיבה? מה האלטרנטיבה מבחינת המוסדיים ומה האלטרנטיבה מבחינת הציבור הרחב? המשקיעים המוסדיים הגדולים בשוק ההון נעזרים במודלי דירוג פנימיים. לטעמי, מודלי הדירוג של חברות הדירוג ומודלי הדירוג הפנימיים מהווים כלים משלימים. מודלי הדירוג הפנימיים תורמים להתמקצעות והשתכללות השוק והגופים המוסדיים ואנו רואים זאת בחיוב רב. אציין שלא מדובר במוצרים זהים: ראשית, למדרג הפנימי חובת הסבר כלפי ועדת ההשקעות של הגוף המוסדי בלבד. הדירוג הפנימי אינו מלווה בדוח מפורט ושקוף, המתפרסם לכלל הציבור ופתוח לבקרה של המשקיעים והתקשורת. כמו כן, חברות הדירוג נשענות על מידע פנים המתקבל מהחברה ושיחות עם מנהלי החברה, גם כאשר המידע טרם פורסם לציבור. בחברות הדירוג, קיים צוות האנליסטים הגדול ביותר עם התמחות מקצועית והשענות על ידע ומתודולוגיות גלובאליות. דרך אגב, לשאלה האם הדירוגים הפנימיים של המוסדיים עולים בקנה אחד עם התשואות בשוק? – אין תשובה, מאחר ואלה פנימיים בלבד, לא מתפרסמים ולא ניתן להשוות אותם לתשואות השוק.

רו"ח שלומי שוב

לראייתי, דבריו חושפים את הבעיה הקיימת: התבססות הגופים המוסדיים בעיקר על הדירוגים הפנימיים, על אף כוח האדם המצומצם שלהם, עשויה ללמד על יחסם לדירוג הניתן על ידי חברות הדירוג.

רונית הראל, מנכ"לית S&P מעלות

כפי שצינתי הדירוג הפנימי והדירוג החיצוני הם מוצרים משלימים. למיטב ידיעתי, הגופים המוסדיים לוקחים בחשבון את הדירוג הניתן על ידי חברות הדירוג, ובדרך כלל בוחנים את שני הדירוגים. הדירוג של חברות הדירוג החיצוניות מהווה Benchmark חשוב מבחינתם.

תכנית בחשבונאות

“פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

דורית סלינגר

בתפקידי אני משמשת כחברה בועדת אשראי. ועדת האשראי נוהגת להתייחס בעבודתה הן לדירוג הפנימי והן לדירוג שניתן על ידי חברות הדירוג. יתרה מכך את המודלים הפנימיים מכיילים לא פעם בהתאם לדירוג החיצוני שנקבע. מקובל להתייחס לדירוג הניתן על ידי חברות הדירוג כאל אמת מידה (benchmark). בעיני השימוש בשני הכלים במשולב הוא מצוין – זוהי צורת העבודה הנכונה בעיני. רוב המודלים הפנימיים של המשקיעים המוסדיים טרם אושרו ע”י הרגולטור ולצורך כיוולו משתמשים בין היתר בדירוג החיצוני.

גיל גזית, מנכ”ל מדרוג

שוק החוב בישראל הוא מעוות: ראשית, מתוך 260 – 250 מיליארד ₪ ערך נקוב של אג”ח בישראל, חלק ניכר הונפק על ידי חברות נדל”ן. בהשוואה לארצות הברית למשל, זוהי פריסה חריגה. באופן טבעי הדבר עשוי לגרום לעיוות בתשואות אגרות החוב. כמו כן אין בישראל שוק אמיתי לאג”ח הנסחרות ב – high yield¹, והדירוגים נוטים להיעצר ברמת A. צריך גם לזכור ששוק הדירוג בישראל הוא צעיר מאוד, והחל להתגבש רק בשנת 2007, זמן קצר לפני התפרצות המשבר העולמי. בבואנו לבקר את חברות הדירוג, אין להתעלם ממאפיינים ייחודיים אלה. אציין גם שישנם מחקרים על פיהם התשואות בהן נסחרות אגרות חוב לאו דווקא משקפות את סיכון האשראי של החברה.

יש האומרים שחברות הדירוג “נמנמו” בביצוע עבודתן. אני מתנגד לקביעה זו: ניתן לבקר באופן קונסטרוקטיבי את רמת הדירוג שנקבעה, אולם אין זה ראוי להאשים את חברות הדירוג בהתרשלות בעבודתן וזאת כמובן לאחר בדיקה מעמיקה כי אכן כך היה.

רו”ח שלומי שוב

חלק ניכר מהביקורת המושמעת כלפי חברות הדירוג נוגעת דווקא לשיטות המתודולוגיות המיושמות על ידן. כך למשל, לא ברור כיצד יכלו הן לקבוע שסיכון החוב של חברות לאורך שרשרת החזקה הוא זהה.

¹ אג”ח שאינן בדרגת השקעה

תכנית בחשבונאות

“פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

רונית הראל, מנכ"לית S&P מעלות

המתודולוגיה של SP מסבירה באופן מפורט את ההתייחסות והנימוקים. גם דו"חות הדרוג של קבוצת אידיבי ומסמך ה-FAQ שצורף אליהן מתייחסים במפורש לנושא ונותנים לכך תשובה ברורה.

פרופ' אמיר ברנע

ברצוני לציין כי אין תשובה חד – משמעית לשאלה האם רמת הדירוג ושינויים בדירוג משפיעים על המחירים בשוק. כמו כן ברצוני להתייחס לבעיה הקשורה בדירוג בישראל: הדירוג הניתן לחברות בישראל אינו מוחלט, והוא **ביחס לחברות ישראליות אחרות**. כפי שנאמר, דירוגו של חוב מתייחס להסתברות לגבות את סכומי הריבית והקרן במועדן. לא ברורה לי ההצדקה המתודולוגית ליחסיות שבדירוג, וכיצד על המשקיע הישראלי לפרש "דירוג יחסי".

רונית הראל, מנכ"לית S&P מעלות

זו המשמעות של סולם דרוג מקומי. דרוג בסולם מקומי רלוונטי למשקיע ישראלי הבוחן השקעות בשוק הישראלי. משקיע המעוניין בהשוואה לחברות בחו"ל צריך לבחון את הדרוג הגלובאלי, שאינו בשימוש בישראל, בהתבסס על החלטות הרגולטור.

פרופ' צבי וינר

בהתייחס לשונות בדירוג הניתן על ידי חברות הדירוג, אציין כי ישנם הבדלים מתודולוגיים קלים בשיטות המיושמות על ידי שתי החברות הפועלות בישראל. *Standard and Poor's* מתייחסת להסתברות החברה לחדלות פירעון, ואילו *Moody's* מתייחסת להפסד הצפוי בחדלות הפירעון של החברה. הבדלים אלו עשויים להסביר את השונות בין רמות הדירוג הניתנות.

תהליך הדירוג הוא מורכב מאוד. הבנתי זאת רק לאחר שנדרשתי ליצור מערכת מתודולוגית עבור חברה דירוג הפועלת באירופה. הקושי נובע בין השאר מהיעדר יכולת פרקטית לחקור באופן עמוק את כל החברות במשק. המגבלות הפרקטיות מונעות מהדירוג להיות מדויק באופן מוחלט, ואכן לא פעם חברות בעלות דירוג גבוה פושטות רגל באופן מפתיע.

באופן תיאורטי ישנן שתי גישות בעולם הדירוג: על פי הגישה האחת, הדירוג מתבסס בעיקר על מחירי שוק תוך אימוץ היררכיית השווי ההוגן מעולם החשבונאות. על פי הגישה האחרת, על הדירוג להתבסס על אנליזה תוך התייחסות מינורית למחירי השוק. לראייתי, אין סתירה בין שתי הגישות.

תכנית בחשבונאות

“פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

במציאות הנוכחית הבעיה אינה טמונה בחברות הדירוג אלא ברגולציה. לדעתי, חברות הדירוג עושות עבודה ברמה טובה מאוד במסגרת המגבלות הפרקטיות. ברוב המדינות בעולם רגולאטורים מחייבים גופים המנהלים כספים לקחת בחשבון את הדירוגים בבואם לנהל את תיקי ההשקעות. כך למשל, אם הגוף המנהל השקיע בחוב כלשהו שדירוגו נמוך מהרף שנקבע הוא יחויב על ידי הרגולאטור לפרסם סימני אזהרה למיניהם.

ההתבססות הרגולאטור על הדירוג אומנם נוחה לו מאוד, אולם היא מנפחת באופן בלתי רצוי את הכוח והאחריות של חברות הדירוג. נראה כי הרגולטור אינו מבין את מהותו של מוצר הדירוג, והוא מייחס לו משקל עודף. בדעה זו מחזיקים גם מנהלי חברות הדירוג בעולם. לראיתם, הדירוג בסך הכל משקף את חוות דעתה של חברת הדירוג. העובדה שמפאת דרישות רגולציה גורמים בשוק בונים את תיקיהם על סמך הדירוג שניתן, אינה מעניינה של חברת הדירוג.

אדגיש כי הסתייעות המשקיעים המוסדיים בדירוג החיצוני היא לגיטימית. יחד עם זאת עליהם לזכור כי האחריות לביצוע מחקר מעמיק של המכשירים היא בראש וראשונה שלהם. אין המשקיעים המוסדיים יכולים לתרץ החלטת השקעה במכשיר כלשהו תוך הטלת אחריות על הדירוג החיצוני שניתן לו.

דורית סלינגר

במדינות רבות בעולם וכן בישראל רגולטורים מסירים את ההתייחסות לדירוג החיצוני מהנחיותיהם. למרות זאת, גופים מוסדיים מתייחסים לדירוג במסגרת נוהליהם הפנימיים. ברצוני לשאול את נציג המשקיעים המוסדיים (דרור גילאון, מנורה) האם הצליחו לייסד מתודולוגיה חלופית שסייעה להם להימנע מהשקעה בחברות שבהן הופיעו סימני אזהרה?

דרור גילאון, מנורה מבטחים

כן. בהתבסס על מחקר פנימי אנו נמנעים מהשקעה בחברות מעין אלה, וזאת למרות הדירוג החיצוני שניתן למכשיריהן. השקעה באג"ח של חברות אלה הופכת למעניינת כאשר שווי ההחזר הצפוי (Recovery) הוא אטרקטיבי ביחס למחירי השוק של המכשיר.

רו"ח שלומי שוב

אציין שדברים דומים אני שומע ממשקיעים מוסדיים נוספים הנוטים להסתמך על הדירוגים הפנימיים. אני מכיר גופים מוסדיים בולטים שנמנעים באופן קטגורי מהשקעה באג"ח של קבוצה או קבוצות מסוימות, וזאת על אף הדירוגים שנקבעו להן על ידי חברות הדירוג.

תכנית בחשבונאות

“פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

רונית הראל, מנכ"לית S&P מעלות

כפי שנאמר, החלטת ההשקעה אינה אמורה להסתמך על דרוג בלבד ולה שיקולים רבים, למשל, חשיפה לקבוצה או מנפיק מסוים. לא נאמר על בסיס מה נאמרו הדברים. בכמה משקיעים מדובר וכו'.

אנו מצויים בקשר הדוק עם גופים מוסדיים שונים. אנו שומעים מהם כי הם רואים ערך בדוחות הדירוג. נוהגים להשוות את הדירוג על פי המודלים הפנימיים לדירוג החיצוני. להערכתי, המשקיעים המוסדיים מכירים בכך שלכל אחד משני המוצרים יתרונות משלו. יש ביקורת, אך יש התייחסות לדירוגים הן בפני עצמם והן כ-Benchmark.

פרופ' אמיר ברנע

ישנה ביקורת רבה כלפי טכניקת הדירוג הגלובלית. עולה השאלה האם למשל חברת החשמל הישראלית צריכה להיות מדורגת בהתייחס לחברות אחרות בעולם הפועלות באותו התחום.

איתי רפל, S&P מעלות

לחברת החשמל דרוג גלובאלי ולכן בודאי שההשוואה חייבת להיות לחברות דומות בעולם. ובכלל - בעולם גלובאלי כשכל השווקים וכל ההשקעות פתוחות בפני המשקיעים, ההשוואה הגלובאלית מחייבת המציאות. כך גם נעשה בכל שוק מפותח בעולם.

יש בעולם חברות הדומות לחברת החשמל הישראלית. מדובר בעיקר ב- “איים אנרגטיים” – חברות מקומיות בתחום הפקת האנרגיה שאינן מייצאות חשמל מחוץ לשוק המקומי, ושגם להן חשיבות אסטרטגית למשק המקומי וכדומה. חלק מחברות אלה יעילות יותר מחברת החשמל, ומציגות ביצועים פיננסיים עדיפים. בעבודת הדירוג לחברת החשמל ניתן לערוך השוואות לחברות דומות בעולם. אציין כי העובדה שחברה היא מונופול ממשלתי לא בהכרח תזכה אותה בדירוג גבוה יותר ביחס לחברה פרטית ותחרותית. יתכן למשל שדווקא החברה התחרותית מנהלת את נזילותה באופן שמרני יותר, ולכן תקבל דירוג גבוה יותר.

גיל גזית, מנכ"ל מדורג

ברצוני להעלות שתי בעיות העומדות בפני חברות הדירוג בישראל. ראשית, על פי דרישת הרשות לניירות ערך, יש לעקוב אחר הדירוג לפחות פעם בשנה. דרישה זו אינה קיימת במקומות אחרים בעולם. כך למשל על פי הקוד של חברת Moody's העולמית, נדרש לכנס את ועדת הדירוג רק

תכנית בחשבונאות

“פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

בהתרחש אירועים חריגים שעשויים לדרוש את עדכון הדירוג. ההימנעות ממעקב שנתי נובעת מהרצון שלא להרעיד את השווקים.

כמו כן לעיתים ברשות חברות הדירוג מידע שהחברה אינה אמורה (על פי החוק) לפרסם עדיין אך כן עשוי להשפיע על עדכון הדירוג, למשל: כוונת החברה לממש נכסים מסוימים לשיפור הנזילות. על חברות הדירוג לנהוג באחריות, ולהמתין בעדכון הדירוג עד להתבהרות הדברים. ברור כי חברת הדירוג אינה יכולה לשתף את הציבור במידע שברשותה, ולכן משקיעים עשויים שלא להבין את ההשתתחות על אף שיש לה הצדקה. כמובן שישנם מיקרים שנודיע או במסמך ווטש ליסט או בדו"ח מידי על עדכון הדירוג בקרוב.

דורית סלינגר

אני מתרשמת שהעבודה המקצועית הנעשית על ידי חברות הדירוג היא ברמה גבוהה מאוד, ומשאבים רבים מושקעים באנליזה שבבסיס החלטת הדירוג. יחד עם זאת אין להתעלם מנתוני השוק: מידע רב מצוי בשווקים, לעיתים אף בכמות רבה יותר מזו המצויה ברשות חברת הדירוג. לאור נטיית המידע לזלוג לשווקים, התפתחות בנתוני השוק עשויה לשמש אינדיקציה עבור חברת הדירוג לביצוע בדיקה ומעקב.

פרופ' אמיר ברנע

ברצוני לדעת באיזו מידה המערכות המתודולוגיות בחברות הדירוג מותאמות לשוק הישראלי ולמאפייניו. אציין שמודלי הדירוג הפנימיים המשמשים את הבנקים בישראל מתייחסים למאפיינים מקומיים. כך למשל נבחנות זהות היזם, פריסת עסקיו, הסיטואציה הפוליטית והשפעתה על החברה וכדומה.

רונית הראל, מנכ"לית S&P מעלות

ברור שמאפיינים אלה נבחנים גם על ידי חברת הדירוג. הנושא צוין בהתחלה – הפרופיל העסקי של החברה מושפע מכל אלה ולכן הפרופיל העסקי של החברות הישראליות חזק במקרים רבים. הבעיה של החברות הישראליות נובעת במקרים רבים מהפרופיל הפיננסי, בגלל המינוף והנזילות הנמוכה (וכאן אין הרבה הבדל ומשמעות למאפייני השוק). חברות הדירוג מכשירות את האנליסטים ללמוד את המאפיינים המקומיים של כל שוק והמתודולוגיה מאפשרת גמישות מסוימת להתאמה לתנאים של שווקים שונים וזו המתכונת בה פועלות חברות הדירוג בכל העולם.

תכנית בחשבונאות

“פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

זאב נהרי, לאומי פרטנרס

בבואו של בנק לדרג לקוח, עומדת לרשותו כמות מידע בהיקף רחב יותר בהשוואה לכל גוף אחר. עומדים לרשותו הן מידע הפנים והן המידע ההיסטורי בקשר לאותו הלקוח. כפועל יוצא, ההערכה והדירוג שמבצע הבנק הם טובים יותר.

על אף ההתפתחויות האחרונות בשוק ההון, הציבור מייחס חשיבות רבה לדירוג כאילו הייתה זו “תורת משה מסיני”. כפי שנאמר בדיון, על רקע התבססות הרגולאטור על הדירוג החיצוני מעמדו אף מתעצם. זוהי אילוזה – על אף הדברים שנאמרו בדיון, התרשמתי היא שמידע הפנים המצוי בידי חברות הדירוג הוא מוגבל מאוד. כך למשל מעבר למידע המצוי בדוחותיהם הכספיים, בנקים בישראל לא נוהגים לחשוף בפני חברות הדירוג מידע בדבר רשימת החובות המסופקים וההפרשות שבוצעו בגינם.

רו”ח שלומי שוב

אחדד את שאלתו של פרופסור ברנע: סוגית ההתאמה למשק המקומי עלתה גם בעולם חשבונאות בעת קליטת ה-IFRS בישראל. אנו יודעים כי אימוץ התקינה הבינלאומית כמות שהיא יוצרת עיוותים בשוק המקומי. עולה השאלה באיזו מידה מבצעות חברות הדירוג אדפטציה למתודולוגיה הבינלאומית טרם יישומה בישראל לדוגמה לאור המבנה הפרמידיאלי והריכוזי הייחודי שלנו.

איתי רפל (S&P מעלות)

לדעתי, ביצוע התאמות במתודולוגיה הבינלאומית לשוק הישראלי עלול דווקא להוות חיסרון מבחינת צרכני הדירוגים. יחד עם זאת המסגרת המתודולוגית גמישה דיה כדי לאפשר התמודדות עם המאפיינים המיוחדים של שווקים שונים ומדינות שונות. ישנו יתרון ביישום מתודולוגיה שקיבלה תוקף בינלאומי. באופן טבעי לכל מדינה ישנה נטייה לתפוס את עצמה כייחודית. אולם ישראל אינה יותר ייחודית ממדינות אחרות.

פרופ' אמיר ברנע

האם לדעתכם אנליסט זר יכול לדרג חברה ישראלית?

איתי רפל (S&P מעלות)

במסגרת עבודתי הזדמן לי לדרג חברות ברוסיה.

תכנית בחשבונאות

"פורום שווי הוגן" - FVF - Fair Value Forum

פרופ' אמיר ברנע

בכל הכבוד הראוי, לא ברור לי כיצד יכול אנליסט זר לדרג חברה ברוסיה. באותו האופן לא ברור לי כיצד יכול אנליסט זר לדרג חברות ישראליות מבלי להכיר את החוק הישראלי, הפסיקה הישראלית בנוגע להסדרי חוב, את רמת האכיפה בישראל, רמת האתיקה בשוק המקומי וכדומה. איני בטוח שניתן לדרג ללא בקיאות בסוגיות אלה.

רונית הראל, מנכ"לית S&P מעלות

כך עובדות כל חברות הדרוג בעולם בכל השווקים המפותחים וגם במתפתחים. יש צוות מקומי המכיר את המאפיינים של השוק המקומי יחד עם אנליסטים המכירים את הסקטור היכרות עמוקה. חברות הדרוג מכשירות את האנליסטים להתייחס גם לנושאים אלה. למשל, יש מאמר של S&P, שבוצע לאחר מחקר מעמיק, ומתייחס לנושא החקיקה בישראל ולרמת ההגנה על הנושים, וגם משווה זאת למדינות ושווקים אחרים.

האם הכוונה בדברים היא שבעולם בו ההשפעות הגלובאליות הולכות וגוברות, כפי שאנו עדים להן בתקופות האחרונות ביתר שאת, רק בישראל ראוי לפעול במערכת מקומית המנותקת מהמערכות המקובלות בכל השווקים האחרים?

איני חושבת שחברות תקשורת באירופה למשל פועלות באופן שונה לחלוטין מאלו הפועלות בישראל. גם באירופה נפתחו שווקים לתחרות ונכנסה רגולציה ואפשר ללמוד מכך על השוק המקומי. חברות נדל"ן ישראליות רבות מחזיקות נכסים באירופה ולכן לצוות המשלב אנליסטים מקומיים, המכירים היטב את השוק המקומי, יחד עם אנליסט אירופאי, המכיר את הנכסים באירופה ובקיא בשוק האירופאי יתרון.

צוות דירוג המורכב הן מאנליסטים מקומיים והן מאנליסטים בינלאומיים, בעלי ידע והתמחות שונים תורם רבות לעבודת הדירוג.

תכנית בחשבונאות

“פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

על הפורום:

מטרת “פורום שווי הוגן” (FVF) Fair Value Forum היא לתרום לאיכות המידע בשוק ההון ולייצר שיח מקצועי פורה בסוגיות מקצועיות הקשורות לשוק ההון. הפורום משמש כקבוצת חשיבה שמייצרת דיוני עומק בסוגיות המקצועיות, כפלטפורמה לשיתוף ידע מקצועי בתחום וכ- Best Practices למדווחים, לרואי החשבון ולמשתמשים בדוחות.

בפורום שהוקם במסגרת התכנית בחשבונאות של בית ספר אריסון למנהל עסקים במרכז הבינתחומי הרצליה, משתתפים הרשות לניירות ערך, המפקח על שוק ההון, הפיקוח על הבנקים (בנק ישראל), רשות החברות הממשלתיות ולשכת רואי חשבון.

הפורום, בראשותם של פרופ' אמיר ברנע, הדיקן המייסד של בית ספר אריסון למנהל עסקים, ורו"ח שלומי שוב, סגן דיקן (חשבונאות), בית ספר אריסון למנהל עסקים, כולל מומחים מובילים מהאקדמיה ומהפרקטיקה בתחומי החשבונאות הפיננסית, הכלכלה, המימון, האקטואריה, השמאות, וייתר הערכות השווי.

חברי הפורום מהווים אינטגרציה הבאה לידי ביטוי במספר מישורים: חיבור בין אקדמיה לפרקטיקה, חיבור בין השחקנים השונים לרבות מדווחים, אנליסטים ורואי חשבון מבקרים, חיבור בין תחומי הידע השונים הקשורים להערכות השווי ההוגן החשבונאיות, לרבות אקטואריה ושמאות.

הפורום יקיים מפגש חודשי על מנת לדון בסוגיות מקצועיות שנמצאות על סדר היום.

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

אתר הפורום: www.fvf.org.il

תכנית בחשבונאות

“פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

חברי הפורום (לפי סדר א'-ב'):

פרופ' רפי אלדור (המרכז הבינתחומי הרצליה), גיורא אליגון (אקטואר), רו"ח אלי אל-על (חברת שווי הוגן), רו"ח אביבית בן שמחון (KPMG סומך חייקין), רו"ח נבו ברנר, אבי בראור (אקטואר), ירון בלוד (לאומי פרטנרס), רו"ח דוד גולדברג (לשכת רואי חשבון), פרופ' דן גלאי (האוניברסיטה העברית), אלון גלזר (לידר ושות'), פרופ' צבי וינר (האוניברסיטה העברית), רו"ח דני ויטאן (KPMG סומך חייקין), רו"ח שחר זיו (זיו האפט BDO), רו"ח יובל זילברשטיין (גיזה זינגר אבן), רו"ח גיא טביביאן (ברייטמן אלמגור זוהר Deloitte), סיגל יששכר (מידרוג), רו"ח רם לוי (Variance Economic Consulting Ltd), מר איציק מאיסי (אלון ריבוע כחול), רו"ח גיל מור (PWC קסלמן את קסלמן), רו"ח רונן מנשס (קוסט פורר גבאי את קסירר EY), חיים מסילתי (שמאי מקרקעין), רו"ח זאב נהרי (לאומי פרטנרס), פרופ' יורם עדן (המסלול האקדמי המכללה למנהל), רו"ח גל עמית (עמית חלפון), יוסף פישלר (שמאי מקרקעין), רו"ח צור פניגשטיין (PWC קסלמן את קסלמן), רו"ח אורן פרנקל (אלוני חץ), רו"ח דורון קופמן (נשיא לשכת רואי חשבון), רו"ח גדי קוניא (גזית גלוב), רו"ח עינת שפרלינג (קוסט פורר גבאי את קסירר EY), שלי תשובה (טריגר פורסייט).

משקיפים:

פרופ' עודד שריג (הממונה על שוק ההון)
רו"ח עידו גליל (הפיקוח על הבנקים, בנק ישראל)
רו"ח לילי איילון (רשות החברות הממשלתיות)
רו"ח אור בוימן, דגנית דניאל (האפוטרופוס הכללי והכונס הרשמי)