

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. יודגש כי הדברים מייצגים את עמדותיהם האישיות והמקצועיות של חברי הפורום ואינם מייצגים בהכרח את העמדות הרשמיות של הגופים אליהם הם משתייכים.

תאריך המפגש: 13 בנובמבר 2016

נושא המפגש: "GO PRIVATE: הבורסה בתל אביב על רקע הרפורמה המוצעת - בין שאלת השוק היעיל לשאלת השוק הפעיל."

חומר רקע למפגש: חומר רקע לדיון, עיקרי הצעת החוק לשינוי מבנה הבורסה.

אורחים שנכחו בדיון: שמואל האוזר (יו"ר רשות ניירות ערך), מאיר לוי (יועץ בכיר ליו"ר ומנהל המחלקה הבינלאומית, רשות ניירות ערך), ברכה ליטבק, גל לנדאו-יערי ושריה אורגד (הבורסה לניירות ערך), אסף שהם (משנה למנכ"ל, מנהל חטיבת השקעות, מגדל), דני ירדני (סמנכ"ל השקעות, אלטשולר שחם), אמיר ג'יריס (מנהל תחום מחקר מניות, אנטרופי), לוני עוז (הבינתחומי הרצליה).

נוכחים: אמיר ברנע, שלומי שוב, רקפת שני, דן אבנון, ואדים פורטנוי, יורם עדן, מורן אופיר, צביקה אקשטיין, גיתית גור גרשגורן, ניר הלפרין, רון מלכא, דורון צור, סאמר חאגי' יחיא, נדב שטיינברג, אורן פרנקל, אבי לוי, קרן בנגלס שנער, דב ספיר, רועי שלם, טל מופקדי, גיא טביביאן, ארנון רצקובסקי, אילן פלס, נבו ברנר, אלון גלזר, עדי סקופ, עמיר ליכט, אסתר גילעז רן.

צוות מקצועי: יונתן סמוכה, דניאל גרף, לידור רוזנצווייג ויעל סלטון.

שלומי שוב

אנו פותחים את השנה האקדמית השישית של פורום שווי הוגן ועוסקים היום בנושא של הבורסה, המסחר בה, על רקע הרפורמה המוצעת וההשלכות שלה על שאלות של שוק יעיל ושוק פעיל. חשבנו שזה נכון להביא דיון ציבורי כל כך חשוב גם לשולחן של פורום שווי הוגן כדי לסייע לכוון את הדיון הציבורי שלעיתים קרובות גולש להתעסקות בטפל.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

אתחיל מהזווית שלי, "שוק פעיל" זו הגדרה חשבונאית מאוד חשובה, הוא נקרא LEVEL 1 שהוא למעשה המדד הראשון הטוב ביותר לשווי הוגן. ההגדרה החשבונאית שנמצאת ב- IFRS 13, מתייחסת לקיומן של עסקאות בתדירות ונפח מספיקים. הדגש בהגדרה זו הוא על תמחור רציף ולא דווקא תמחור נקודתי. אין כללים כמותיים ברורים מה צריך להיות נפח המסחר אבל קיימות פרשנויות שונות. צירפנו בחומר הרקע מספר דוגמאות של פרשנויות. למשל, הפרשנות הנוקשה יחסית של PWC, שמבחינתם שוק פעיל זה שוק עמוק והדוגמא שלהם לשוק פעיל היא הבורסה של ניו יורק. אבל גם אם הולכים לתנאים יותר מקלים מהדרישות של PWC כנראה שרק חלק קטן מתוך המניות בבורסה שלנו בת"א עומד בהם.

אגב, יש את ההגדרה של הבורסה עצמה לסחירות – שהוא לא בהכרח מספיק בכדי להיכנס לתוך הגדרת שוק פעיל. חלק גדול מהחברות שנכנסות למעשה לרשימה הזאת יוצאות ממנה על ידי המנגנון של עושי שוק. כאשר גם למנגנון זה יש יחסית דרישות מקלות, שכן אם היינו בוחנים אותן בראיה של IFRS כנראה שהן לא היו עוברות את הקריטריון של שוק פעיל. יש פה בעיה מהזווית החשבונאית שלנו שאנו הרבה פעמים מסתכלים על מחיר הנעילה כ"מספר קדוש" וזה לא בהכרח המצב, שכן יש בבורסה שלנו נטרול של עסקאות מיוחדות שמתחילות בשלב הנעילה וזה לא לגמרי נכון לקחת את הנתון הזה מהבורסה ולקרוא לו בדוחות הכספיים LEVEL 1. לדעתי, החברות נדרשות לתת לכך תשומת לב.

אין ספק שגם לקביעה אובייקטיבית, גם היא לא נתוני שוק טהורים, שנובעת מהתקנון של הבורסה, יש יתרון אבל בהקשר הזה אנו יודעים שהמדיניות של רשויות ניירות ערך גם בעולם היא להעדיף את המידע הזה גם אם השוק הזה הוא פחות פעיל, כי הוא מידע יותר אובייקטיבי מהמידע שהחברה נותנת על עצמה. זאת למרות שאנו כן רואים מגמה יותר ליברלית. רשות ני"ע בישראל פרסמה לאחרונה החלטה, שמתייחסת אמנם לחברת סטראטאפ בעלת מחזורי מסחר ממש זעומים, שהיא מוכנה לקבל את זה שמחיר השוק הוא לא המדד הנכון לשווי ההוגן ושהערכת השווי נכנסת במקומה.

רק בשביל לסבר את האוזן, אם מסתכלים על הבורסה בתל אביב ביום חמישי האחרון ישנן 447 מניות נסחרות, 86 מתוכן במחזור אפס, עוד 30 מניות במחזור של עד 2000 ש"ח. ורק 69 מניות במחזור של יותר ממיליון ש"ח כלומר רק 1/3 ממניות הבורסה נסחרו במחזור של עד 2000 ש"ח.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

הנתונים האלו, כפורום שווי הוגן, מביאים אותנו לדיון על הפער שבין הערכות שווי למחיר שוק. בדרך כלל סביב השולחן הזה אנו תוקפים את מערכי השווי או לפחות מאתגרים אותם ושואלים איך הם מצדיקים מחירים כל כך גבוהים ממחירי השוק. נתונים אילו יכולים ללמד אותנו שאולי אנו צריכים להסתכל על הצד השני של האם מחיר הבורסה הוא משקף באמת מחיר שוק פעיל – ועל כן האם ניתן להגיד בכלל שהוא מייצג שווי הוגן?

כדוגמה, אפשר לראות את הנתונים בדוחות של קבוצת דלק. היא מסווגת את ההשקעה שלה בהפניקס כמוחזקת למכירה לפי IFRS 5, נמדדת על בסיס שווי הוגן. איכשהו דלק הצליחה להתחמק מהמדידה של שווי הוגן לפי מחיר שוק בנימוק של פרמית שליטה. אבל כשאנו מסתכלים על הנתונים קבוצת דלק, 30/6/16, שאילו הנתונים של הדוחות הכספיים האחרונים, מודדת את ההשקעה לפי הערכת שווי ב-1.8 מיליארד ש"ח לעומת 1.15 מיליארד ש"ח בבורסה. כלומר 60% יותר, וזה ברור לנו ש-60% זה לא פרמית שליטה במיוחד שמדובר בענף כל כך מפוקח שאף אחד לא מתלונן שם על בעיות של פרמית שליטה. אגב הסתכלנו קצת גם על נפח הסחירות בהפניקס והממוצע היומי בשנה האחרונה זה משהו כמו 5 מאיות האחוז משווי השוק הכולל, זה גם אומר דרשני.

כדי לראות עד כמה הנושא בעייתי ויש מעורבות של שאלות ריכוזיות, של בעלי שליטה, של החזקות של מוסדיים, אפשר להסתכל על דוגמא מאוד חדה, אולי היא קיצונית אבל היא ממחישה זו הדוגמא של מלונות דן שבמהלך 300 ימים בשנה לא היה בכלל מסחר במניה, אמנם בימים בודדים היה מסחר משמעותי, אבל אנו מזכירים שההגדרה של שוק פעיל מתייחסת למסחר רציף. הבעיה נובעת מכך שזו חברה עם שווי שוק כולל של 2 מיליארד ש"ח. בעלי עניין מחזיקים שם 92% ואת רוב היתר מחזיקים גופים מוסדיים. מן הסתם בעלי עניין נוטים פחות לבצע עסקאות במסחר השוטף ובגופים המוסדיים רואים מאז שדמי הניהול לא נגזרים כתוצאה מרווחים ועסקאות האינטרסים שלהם לקנות ולמכור יורדים פלאים בסופו של דבר. אחד מהקווים שמנחים את הכל הדיונים שלנו פה בפורום שווי הוגן זה שהתמריצים הכספיים משחקים תפקיד גדול. אגב, אנו רואים את המשמעות של תמריצים גם בבורסה עצמה שסבלה מאד כתוצאה מכניסת המס על משקיעים בתחילת שנות ה-2000 שביטלה למעשה את התמריץ העודף שהיה להשקיע בה.

על רקע כל זה עומדת הרפורמה המוצעת. מההסתכלות שלי אני חושב שמדובר בצעד בכיוון הנכון, אבל הוא שולי יחסית לאור ההשלכות החיצוניות העצומות שלא בטוח שניתן להתמודד איתן בקלות. כשאנחנו מסתכלים ברמה העולמית אנו רואים ששוקי ההון בעולם הופכים להיות גלובליים ובגלובליזציה הזאת לא בטוח שאנחנו בליגה הראשונה ויכול להיות שאנחנו צריכים להכיר בזה.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

ישנה מגמה כללית של GO PRIVATE, גיוסים של משאבים מתוך הגופים המוסדיים ישירות, השלכות של הריבית הנמוכה השוררת בעולם שפוגעת בהנפקות אקוויטי, הטכנולוגיה נכנסת ועמה פלטפורמות מסחר חדשות. זאת אומרת יש פה איומים גלובליים הרבה יותר גדולים מאשר רק עניין של התנהלות והפרדה של חברות מבעלות.

אנחנו רוצים לשים על השולחן גם את השאלה מהי חשיבות הבורסה. בטח אמיר יתייחס לזה ברמה הלאומית ושמוליק, ותכף נשמע גם את הנוכחים. אני לא חושב שמה שאני הולך להגיד עכשיו יעשה מיידית את השינוי, אני בכל מקרה, כפורום שווי הוגן, מציע שלושה צעדים שצריך לעשות בסידור הפלטפורמה, אמנם לא בהכרח תהיה להם השפעה מיידית אבל הם נכונים לבנות תשתית לטווח הארוך:

1. יצירת אמון של המשקיעים באמצעות הפרדת מינוי הדח"צים מבעלי השליטה. תנו לדח"צים להיות ממונים על ידי הגופים המוסדיים. אחרת אי אפשר להמליץ למשקיע ישראלי לבחור בחברה ישראלית על פני השקעה בחברה אמריקאית.
2. לחייב קיצור דרסטי של הדוחות. הקיצור הזה יחייב את החברות להתעסק בעיקר ולא בטפל. מה שאנחנו רואים היום זה הרבה מאוד מידע שלא מספק את מה שבאמת צריך. אפרופו הטענות על עודף רגולציה - אני מציע לעשות תרגיל מחשבתי קטן לכל המלינים: בואו נקצר לכם את הדוחות בחצי, מה הם יגידו? זה עודף רגולציה או חוסר רגולציה? במקום 500 עמודים תתנו 200 עמודים. אין ספק שזה יגדיל אחריות, סוף סוף דיווח יהיה דיווח.
3. בלי ליצור סובסידיה יש כבר היום עוותי מס, לרבות בתחום האכיפה. אני מומחה מיסים קטן אבל יושבים פה אנשי מיסים. קביעה של 25% על רווח ריאלי על מניות כשיש 15% על אג"ח נומינאלי כמו מק"מ היא קביעה מאוד אנכרוניסטית. ההבדל בין 25% ל-15% שנובע משיעורי אינפלציה גבוהים ששררו בעבר הוא בלתי רלוונטי היום. אני לא אומר למצוא סבסוד אבל לפחות לתקן את העיוות הזה, וזה עיוות שחשוב לתקן אותו. בכלל הטענה הרווחת היא שהמדינה מפלה לרעה את הבורסה ומפלה לטובה את המשקיעים בנדל"ן - היא לא בטוח נכונה כיום. היו הרבה שינויים בשנים האחרונות, אם זה מס רכישה למשקיעים שעלה, אם זה ביטול הפטור ממס שבח כל ארבע שנים. קרו הרבה דברים שלא דווקא בנקודת הזמן היום מוכיחים שיש אפליה לטובה של משקיעי הנדל"ן. אבל אפשר גם שם לעשות הרבה, כי אם תהיה אכיפה וציות בתחום הנדל"ן בנושא גביית המס על דמי שכירות

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

אני חושב שזה win-win situation, גם מצד הנדליין שיאכפו את הדרישות האלו ויעזרו גם למדינה בלסדר את השווי משקל הזה באי יצירת כדאיות מוגזמת להשקיע בנדליין ואולי כסף כזה יוכל לעבור לבורסה.

אמיר ברנע

האם המשק הישראלי זקוק לבורסה מקומית? התשובות הסטנדרטיות להצדקת קיומה של בורסה הכלולות בכל ספר לימוד במימון הן שזו הדרך לגייס הון עצמי במחירי הון נמוכים עקב פיזור סיכון, וכן שקיפות רגולציה בהגנת זכויות המיעוט שאיננו. ההסבר השני הוא הנזילות. הבורסה מאפשרת למשקיע שיש לו טווח השקעה קצר להשקיע במכשירי השקעה לטווח השקעה ארוך, עקב האפשרות לממש את ההשקעה בתקופת הביניים. אני מבין שיש תכנית פעולה מטעם רשות ני"ע והאוצר לפעול בתחום גיוס הון (IPD) ובתחום הנזילות (סחירות) לגבי נושא גיוס הון עצמי, מתוכננת הפחתת רגולציה, שינוי במיסוי וצמצום בתביעות ייצוגיות אלה דברים שמקשים על חברה ציבורית יחסית לחברה פרטית. מדובר גם על הפחתת ארביטראז' רגולטורי בין מימון חוץ בורסאי למימון תוך בורסאי.

זו המגמה ואני מניח ששמוליק האוזר ירחיב על כך את הדיבור. לגבי נזילות מוצגת הצעת הרשות לשינוי מבנה בעלות ונגישות לבורסה. אני רוצה לדבר על הבורסה הן מאספקט מאקרו כלכלי, כלומר חשיבות הבורסה למשק והן מאספקט הבורסה כעוגן לשווי.

אתחיל דווקא מהאספקט השני. הזכרת שלומי בדברך את הפער בין שווי שמתקבל בבורסה לבין שווי שאתה מגדיר אותו כשווי כלכלי. אני שואל, האם אני יכול להישען על מחירי בורסה? אתה התייחסת מהאספקט החשבונאי של LEVEL 1, אני מדבר על האספקט הכלכלי. כל הערכות השווי בנויות על מקבילים סחירים. הערכת שווי על חברה לא סחירה נשענת על חברות דומות סחירות. מועתקים מכפילים, מקדמי שווי, פרמיות סיכון מתוך שוק הון סחיר. השאלה אם אפשר להסתמך על מחירי הבורסה כפרמטרים של שווי. אם מחירי הבורסה אינם קני מידה לשווי בהעדר סחירות או סיבות אחרות. הרי כשל של הבורסה, להוות בסיס להערכות שווי. באספקט המאקרו כלכלי בנק ישראל שמנהל מדיניות אנטי מחזורית מסתמך על מחירי בורסה כאינדיקציה לכל מיני דברים, החל מנושא מחיר ההון, פרמיית סיכון, שיש לו השלכות מיידיות לגבי המדיניות המאקרו כלכלית. אני מבין את הרצון של בנק ישראל לפרוץ לתחום האיגוח כדי

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

שיקבעו מחירי שוק עליהם יוכל להסתמך בקביעת מדינות הריבית. יפריע לבנק ישראל מצב בו מדדי הבורסה מייצגים באופן מהותי מכשירי מסחר בינלאומיים. האם מדד 25 הוא אינדיקטור שמתייחס למשק הישראלי? יתכן שעושים שני מדדים אחד שמסקף את כלל הפעילות במסחר ואחד שמסקף פעילות שהיא רלוונטית למשק הישראלי.

האתגר של שוק הון לדעתי, פרט לעידוד IPO ונזילות, הוא להוות עוגן לשווי ולדעתי הוא נכשל באתגר הזה. ולא רק בחברות דלות סחירות, בתור בסיס להערכת שווי. ואם השוק נכשל מהיכן ניקח מקדמי שווי? מניו יורק? ואם מחירי השוק אינם משקפים שווי כלכלי האם מתקיימת ההגדרה הכלכלית של שוק יעיל, של שוק שמבצע הקצאה נכונה של מקורות, זאת בהבחנה מההגדרה המימונית של שוק יעיל שמתייחסת לקליטת אינפורמציה.

נקודה אחרונה מחקרים במימון מראים שמי שמקנה נזילות לשוק זה המשקיע הפרטי. ישנה בעיה בהפיכת השוק לשוק מוסדי. קחו למשל את קופות הגמל החדשות או קרנות ההשקעה החדשות שמחליפות עקב יתרונות מס את ההשקעה הפרטית. החלפה זו פוגעת בנזילות של שוק ההון בצורה משמעותית. מישו חישב יחס של פי 6 בין מהירות המחזור של אדם פרטי שמשקיע בשוק ההון באופן ישיר לבין אותו אדם פרטי שמשקיע בשוק ההון באמצעות קרן פנסיה, קופת גמל או חברת ביטוח. כלומר למיסוד השוק עקב המגמה ליצור מכשירי השקעה ולצמצם את הפעילות הישירה, אגב זה קיים בכל העולם, יש השלכות לגבי היקף המסחר והנזילות. והסיבה היא פשוטה לגמרי, בעוד שהמשקיע הפרטי פועל בשוק ההון משיקולי נזילות, המשקיע המוסדי פועל עם עמיתיו בכיוון אחד ולכן אין לנו מחזורי מסחר.

שמואל האוזר

בוקר טוב לכולם. באתי בעיקר להקשיב אני חושב שכולם פה יודעים מה החשיבות של בורסה. אני סבור שלעיתים קרובות מערבבים בין מה שקורה במסחר בבורסה לבין מה שקורה בעולם גיוסי ההון, העולם תאגידי, הרגולציה וכדומה. אני אומר את זה משום שכשמדברים על הרפורמה של הבורסה, זה לא משום שחשבנו שזה מה שיציל את העולם אבל זה תנאי הכרחי, האם זה מספיק? ממש לא. אין פתרון קסם. אין מדינה שאין בה בורסה. זה לכשעצמו אומר שיש לזה חשיבות. כלכלית, אנחנו מבינים שהבורסה היא עוד מקור גיוס הון. מעבר לבנקים, למשקיעים מוסדיים ולבורסה שהם מהווים את מקורות ההון העיקריים, בעולם של היום מספר

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

מקורות ההון הוא הרבה יותר גדול, גם לחברות וגם למשקיעים. שלא יהיה שום צל של ספק, המאבק היום יומי שיש לבורסה בת"א הוא מאבק יום יומי שיש לכל בורסה בעולם. נתתי לא פעם את הדוגמא של הבורסות בארה"ב. ב-1976 היו 4400 חברות, 20 שנה אחרי כן היו כמעט 8000 חברות ו-20 שנה אחרי כן, כלומר היום - 2016, יש 3700 חברות. זה פחות משהיה ב-1976. זה העולם שלנו. יש הרבה יותר אלטרנטיבות לגיוס הון והבורסה שלנו כמו כל בורסה אחרת בעולם צריכה להיאבק על מקומה.

שלומי ציין פה את הצורך להיות גלובליים. זה יפה להגיד להיות גלובליים אבל הנה הבורסה בת"א נמצאת במבנה תאגידי מיושן. היא היחידה מכל המדינות עם שוקי הון מתוקנים בעולם שעדיין לא עשתה את השינוי המבני, עדיין פועלת שלא לכוונת רווח, עדיין אין הפרדה בין חברות לבעלות. ההפרדה בין בעלות לחברות היא המהות של הצעת החוק. בכל העולם זה נעשה. בישראל זה לא שונה כל כך ממה שקורה בעולם אבל זה נכון שבעתיים כי בישראל יש בנקים, משקיעים מוסדיים ששולטים בבורסה ובכך הופכים את הבורסה באופן טבעי להיות נכה כמקור גיוס הון נוסף ותחרותי. רק לשם המחשה, כשרצו להקים את השוק האופציות מי התנגד? התנגדו הבנקים כי הם חששו מתחרות. המהות של ההצעה זה הפרדה משמעותית ש לא תהיה אפשרות להיות גם בעלים של הבורסה וגם לתת שירותי מסחר בה, במיוחד על רקע ניגודי העניינים, הנובעים מכך שהם גם בעלים אבל גם אלו שמפוקחים על ידי הבורסה.

נקודה נוספת היא הצורך להכיר את הנתונים ולהפריד בין מיתוס למציאות. זה נכון להגיד שהיקפי המסחר מאכזבים ולא מספקים, אבל אני חושב שזה במיוחד נכון לומר שהפוטנציאל של הבורסה רחוק ממימוש. מספרית דרך אגב, המספרים היום יותר טובים מלפני ארבע שנים (-) נפחי המסחר גדלו בכ- 30%) אבל זה רחוק ממיצוי הפוטנציאל של המסחר בבורסה.

לגבי השאלה מה צריך לעשות ומה אנחנו עושים אני חוזר ואומר, הרשות פועלת בשנים האחרונות ללא לאות להוריד את עומס הרגולציה. יש יותר ממאה הקלות, הקלות לחברות טכנולוגיה, שיהיו מוכנות לנאסד"ק, שיקבלו מימון לאנליזה, הטבות מס לחברות שמנפיקות לראשונה, הטבות לחברות קטנות ובינוניות, הקלות להנפקות ראשונות (בדומה ל-JobsAct האמריקאי). תמיד יהיו שיגידו שזה לא מספיק אבל אנחנו עושים הרבה מאוד. אגב, אני רוצה להגיד שאני שותף לדעה שצריך לקצר את הדוחות. אני רוצה להגיד שבקרנות נאמנות למשל, הדוחות הכספיים ירדו מאלפי עמודים לכמה עשרות עמודים. מהיום שנכנסתי לרשות אני מעודד כל חברה שרוצה לקצר את הדוחות. אבל אתם פה מכירים את זה יותר טוב ממני, קיצור

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

הדוחות הכספיים לא יכול להיות רק באחריות הרשות ולא יכול להיות גם רק באחריות רואי החשבון. צריך להיות סוג של שיתוף פעולה זה לא ילך אחרת. השיתוף פעולה הזה, צריך להבין, הוא לא כל כך פשוט. בכל מקרה אני גם מצטרף לבון טון הזה "בואו נקצר את הדוחות הכספיים".

שלומי שוב

זה בדיוק מה שאמרת מקודם, צעדים אמיצים צריך לעשות גם נגד אינטרסים של גורמים אחרים.

שמאל האזור

לגבי עודף רגולציה. התחושה שלי היא שהבעיה היותר גדולה מעודף רגולציה היא אי וודאות רגולטורית. אם היינו באים ואומרים עכשיו חמש שנים לא נעשה כלום, אין יותר רגולציה ומעכשיו רק מפחיתים. אני משוכנע שאותו יזם שחושב היום אולי לא לגייס הון בבורסה יגיד לעצמו "אוקיי אז אני לפחות יודע באיזה עולם אני נמצא". הבעיה הכי גדולה שלו היא שהוא לא יודע מה יקרה מחר, מה יגידו הממשלה, הכנסת, רשות ני"ע ומה יגידו רגולטורים אחרים.

גל לנדאו

הירידה המתמדת של מדינת ישראל במדד Doing Business בעשר שנים האחרונות ממחיש יותר מכל את בעיית חוסר הוודאות הרגולטורית והשלכותיה על הרצון לעשות עסקים בישראל.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

שמואל האוזר

אין פתרון קסם, צריך לעשות את כל הדברים. באתי לכאן בעיקר כי אני רוצה לשמוע. מאוד חשוב לי לראות מה אנחנו יכולים עוד לעשות. אני חושב שעשינו הרבה מאוד אבל שיש עוד הרבה מה לעשות.

יורם עדן

אני רוצה להזכיר פה שהיום החיסכון של הציבור, בעיקר החיסכון לטווח הארוך, 30% ממנו הולך לחו"ל. האם מבחינה מאקרו כלכלית זה טוב או לא, יש תשובות לכאן ולכאן, אני חושב שזה לא טוב.

דבר נוסף הוא כשאני משווה בין חברות קטנות לגדולות, גרעיני השליטה פה בארץ יותר מידי גדולים לטעמי. 60%, 70% ברוב החברות זה גרעיני שליטה. לגבי כל שאלת הסחירות, חברה ציבורית שגרעיני השליטה בה הם 60% 70% היא למעשה לא חברה ציבורית זו חברה פרטית שגייסה הון ולכן כל הבעיות שיש לנו. צריך לחשוב על גודל חברה מינימלי, האם יש הצדקה שחברה של 50-60 מיליון ש"ח תרשם למסחר בבורסה? אני לא חושב שזה נכון. כי צריך מראש לחשוב מה יהיה היקף המסחר.

לגבי הרלוונטיות של מחירי הבורסה, אז קודם כל גם בשירותים סחירים מאוד אני חושב שאמיר ברנע מכיר את הנתונים ואני מבין שרק פרומיל אחד משווי החברה נסחר, בכלל גם בחברות הסחירות ביותר הוא פרומיל. ברור שאם זה "טבע" זה דבר אחד ואם זה חברה אחרת זה דבר שני.

אמיר ברנע

ביקשתי ממשקיע מוסדי גדול אסף שהם, לתאר את הממשק בינו לבין הבורסה.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

אסף שהם

קודם כל אגיב לגבי מה שאמרת על היציאה לחו"ל, אני חושב שמבחינתנו היציאה לחו"ל היא הכרח, גם בגלל הסיטואציה ששיעור החיסכון הארוך טווח בארץ הוא מאוד גבוה, האוכלוסייה צומחת, עליה בתוחלת החיים, כל התנאים המאקרו כלכליים שאנחנו מכירים. המשק הישראלי לא מספיק בשביל הכסף הגדול שיש לנו, אבל מעבר לזה אני חושב שגם חשוב שאנחנו נפזר את הסיכונים שלנו.

מבחינת הממשק מול הבורסה, אני מפריד בין האג"ח לבין המניות. אם אנחנו מסתכלים גם בגרפים שצירפתם בחומר, אנו רואים ששוק האג"ח, בטח הממשלתי אבל גם הקונצרני, מספק את צרכי ההשקעה שלנו וזה חלק משמעותי מהתיקים ומהווה שיעור אלוקציה שהוא נכון. במניות באמת יש בעיה, יש חוסר ביכולת שלנו להקצות אלוקציה לשם. זה נובע מהרבה גורמים, חלק ממה שהוזכר פה: לא מספיק חברות נרשמות, רגולציה, שיעור גבוה של בעלי עניין, אין מספיק סחורה צפה. יש פה גם כל מיני תהליכים, קצת כמו ששמוליק אמר, שקשורים באבולוציה של העולם, אנחנו רואים שלושים שנה של ירידה בשיעורי ריבית והרבה כסף הלך לשם. באקוויטי אנחנו לא רואים כבר את אותם שיעורי צמיחה ואת אותו צורך של כסף כמו בעבר. גם אנחנו בישראל חלק מהתופעה הזו. בנוסף, יש את התנאים שהם ספציפיים לישראל עם שוק הייטק שהוא מאוד משמעותי בכלכלה הישראלית ולא מיוצג בבורסה ש מדלג על הבורסה הישראלית וקופץ ישירות לנאסד"ק.

אמיר ברנע

מה ניתן ללמוד מסל המוצרים שהבורסה בארה"ב מציעה למשקיע מוסדי?

אסף שהם

אני חושב שהדברים הם דינאמיים וכל הזמן צריך להגיב וללמוד מהנעשה בעולם אחרת אנחנו באמת נישאר מאחור. יש לנו פרקטיקה עולמית להישען עליה לראות שזה עובד יותר טוב. תראו, חיסלנו במובן מסוים את חברות האחזקה. זה היה כר נרחב לפעילות של אקוויטי, לא בטוח שזה היה מקום נכון לאקוויטי להיות בו. דרך אגב, אמיר דיברת על נזילות שהמשקיע הקטן

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

מספק, אני גם לא בטוח שהוא תמיד מספק את הנזילות הראויה. לפעמים ראינו שזה לוקח את זה גם לבועות פיננסיות ולאנשים שמתעסקים בשוק ההון בלי מספיק ידע וזה הולך למקומות לא טובים.

אמיר ברנע

שמוליק הזכיר את נושא האופציות שהיו צריכות להיסחר ולא נסחרו בגלל ניגודי העניינים של חברי הבורסה. אני שואל האם אתה מרגיש חוסר במוצרים שהבורסה כן צריכה לרשום למסחר? למשל הצמדות לדיור, אופציות לסוגיהן.

אסף שהם

אני חושב שלא. בסופו של דבר אנחנו צריכים את הדברים הפשוטים, לייצר את האלוקציה, את הבסיס המספיק כדי שנוכל להשקיע, פחות משנה לנו המכשירים המתוחכמים. אני חושב שזה עולם שהוא פחות דורש את הדברים האלו, הוא פחות ממונף, הוא רוצה כסף אמיתי שישקיע וזה המקום בו אנחנו צריכים יותר אפשרויות. הפרטות שנעלמו מאוד חסרות, הרבה יותר פיזור של האקוויטי יביא להיצע נוסף.

אורן פרנקל

אני חושב שהבעיה היא שבשנים האחרונות אי אפשר לזרוע זרעים של חברות קטנות שעוד עשר, חמש עשרה שנה יכולות להיות בינוניות או גדולות. זה בעיקר נובע מהעובדה שלגופים מוסדיים, שיש להם מספיק כסף גדול לא כדאי להתעסק עם עסקאות קטנות. הכוונה היא לפני שהן ציבוריות, כשהן פרטיות, כדי שמחר יהיה להן מספיק מסה כדי להיות ציבוריות. עסקאות של אשראי של 20-30 מיליון ש"ח או אפילו אקוויטי, המוסדיים לא מתעסקים איתם כי הרגולציה הרגה אותם, ואז אין זרעים במשק של חברות קטנות פרטיות שיהיו מחר קטנות בבורסה ומחרתיים בינוניות וגדולות ולכן אנחנו בצרות. בשבע שנים האחרונות כמעט לא רואים IPO ואם המגמה הזו תמשיך אז גם בשבע השנים הבאות לא נראה IPO. כי חברה ציבורית לא צומחת פתאום, היא גדלה כחברה פרטית ואין לה את האינקובטור הכספי שמוכן לדבר איתה.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

עמיר ליכט

אני רוצה להצביע על שתי נקודות מנקודת ההשקפה שלי של ממשל תאגידי. זה בכפוף למה ששמוליק אמר שאין פתרונות קסם, אני לא חושב ששתי הנקודות האלו יפתרו את הכל אבל בעיניי הן מהותיות. אחת, פחותה בחשיבותה, אבל עדיין חשובה, זה העניין של הכמות צפה. כלומר יש הרבה מאוד חברות שהן ציבוריות אבל הכמות הצפה זעירה. מנקודת המבט של הממשל התאגידי, אותן חברות, באופן קבוע, מגיעות למצבים פתולוגיים שהן נתונות לרגולציה שלא מתאימה לחברה ציבורית כשבעצם זו חברה פרטית, שבשנות ה-90 העליזות הן התחילו או שמישהו חשב שזה נכון לעבור בבורסה ועכשיו הוא מצטער על הרגע אבל אין לו את האומץ לצאת. חלק גדול מהדימוי של עודף רגולציה נובע מהחברות הקטנות האלו, שיש סכסוכים שלא היו אמורים לקרות. ברגע שיש כמות צפה גדולה יותר, זה מקטין את הסיכוי שבעל השליטה יתקע עם מיעוטים קטנים סחטניים שמעוותים את כל הפעילות התקינה. אז פה הבורסה יכולה לעשות צעד ולדרוש כמות צפה הרבה יותר גדולה כדי שחברה תוכל להיות ציבורית.

הנקודה השנייה היא נקודה יותר עמוקה ואני טוען אותה באופן קבוע כבר יותר מידי שנים. שלומיק הזכיר שהבורסה שלנו היא היחידה בעולם שנותרה במבנה מיושן. ישראל היא למיטב ידיעתי המדינה הכמעט אחרונה שאין לה קוד ממשל תאגידי. אני כמה פעמים הצעתי שהבורסה תקח את הנושא הזה בתור דגל, כי זה מה שעושות הרבה מאוד בורסות בעולם, מועצות של תקינה חשבונאית וגופים מהסוגים הזה, לא הממשלה, ותקדם נושא של ממשל תאגידי שהוא מעבר לחוק, מעבר לרגולציה המחייבת. מסביב לעולם זה מה שמקובל. זה לא פתרון קסם אבל יש סיכוי שזה יעודד כניסה של משקיעים שכרגע מרגישים שמסדרים אותם או שעובדים על לשונו המדויקת של החוק ולא יותר מזה.

אורן פרנקל

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

הבעיה היא לא במשקיעים, הבעיה היא שחברות לא רוצות להגיע. לדעתי משקיעים לא חושבים שכולם פה רמאים ואין מה להשקיע. חברות לא רוצות להיכנס לארנה הזאת. הבעיה היא בהיצע לא בביקוש.

שלומי שוב

ניר בוא תתן לנו את הזווית המיסויית שלך. יש עיוותי מס?

ניר הלפרין

אנו בסביבת אינפלציה אפסית כבר הרבה שנים. שיעור המס בבורסה הוא 25% על הרווח הריאלי, על דיבידנדים וכדומה. עולה השאלה האם שיעור מס זה הוא שיעור המס הנכון. אם נשווה, בתוך החוק, מה יש לנו כאלטרנטיבה, נראה שהמיסוי על אג"ח לא צמוד, פקדונות לא צמודים, מק"מים וכדומה הוא 15%. צריך לבטל את כל ההגנות האינפלציוניות שקיימות היום במיסוי שוק ההון ופשוט למסות על הרווח הנומינאלי 15%. אני חושב שזה יתן איזושהי זריקת עידוד לבורסה מבחינת מיסוי יחיד. דבר נוסף הוא שיש משהו מובנה בשיטת המיסוי כאשר מונפקת אג"ח בישראל ומי שמשקיע בה הוא גוף מוסדי החברה מקבלת הגנה מיסוית מלאה, זו הוצאה בחברה, זה פטור אצל המוסדי ואצל תושב החוץ. למעשה יש תמריץ מובהק לחברה דווקא להנפיק אגרות חוב מאשר להנפיק הון, שדי ברור דרך אגב שאם מחר היא לא תוכל לשלם את האג"ח הזאת פשוט ימירו את זה באיזושהי הסדר חוב להון. לכן יש משהו מיסויי בעייתי, זה עדיף לחברה ועדיף למוסדי, יש כאן מפגש אינטרסים וזה בעייתי מבחינת היבט המס.

אורן פרנקל

זה בכלל לא שיקול אצל חברה, אני לא יודע על מה אתה מדבר. כשחברה מנהלת את מבנה ההון שלה לא מעניין אותה שחוקיות המס היא הוצאות מוכרת או לא.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

ניר הלפרין

לא, אני לא מדבר על מבנה המס של החברה. אני מדבר על כך שמההיסטוריה של השנים האחרונות אפשר לראות שבמבנה המהותי של הסדרי החוב, אג"ח הן די שקולות לאקוויטי. נכון שבהסתכלות העתידית, בסוף, הדיבידנד יהיה פטור. אבל בהסתכלות המיידית, בתשלום השוטף של המס, כנראה שלחברה עדיף לגייס אג"ח מאשר הון. נכון להיום במועד ההנפקה בשנים הקרובות כדאי להנפיק אג"ח גם לחברה וגם דרך אגב למוסדיים.

דבר אחרון, אם רוצים לעשות משהו בעניין שאנו מדינה שיש בה הרבה טכנולוגיה והרבה הייטק אבל אנחנו לא רואים את זה בבורסה, יש חוק עידוד על חברות ההייטק. צריך לבוא ולעודד את אותן חברות שהמדינה בכל מקרה רוצה לעודד שיונפקו בבורסה בישראל. זה אומר שאם יראו את הבורסה בת"א כאיזור פיתוח, אפילו לזמן מוגבל, וחברה שמקבלת 16% מס כי היא יושבת עכשיו בת"א ומחר זה יהיה 12%, כי זה איזור פיתוח, אתם תראו פה הנפקות חדשות ואחרות. יהיה אינטרס לחברה, למנהל ואני משער שגם למשקיעים.

גל לנדאו יערי

השאלה של floatn ושל האבלואציה בבורסה בתא היא שאלה שאני לא מתחמקת ממנה. אני חושבת שפרופ' יורם עדן פרסם מתישהו בתחילת שנות ה-70 את המאמר הראשון על גרעיני שליטה ופרמיות שליטה שאני למדתי בתואר ראשון, ומאז המצב לא השתנה – גרעיני השליטה גדולים באופן יחסי והכמות הצפה נמוכה. בכל הקשור ליעד גידול floatn, יוזמה של הבורסה, שהיא לא קשורה ברגולציה, היא רפורמת המדדים, בה דחפנו את רף הכניסה למדדים למעלה. היום חברה בשביל להיכנס צריכה 30% flow, יש עדיין חברות שמתקשות להגיע לשם. זאת אומרת, תרומת הפיזור והערך שלו הוא ברור לנו ובגזרות שלנו אנחנו עושים מה שאפשר. אם אני מתחברת למה ששמוליק אומר, ואני מקלפת את הבון טון של הרגולציה, כי באמת יש הקלות פנומנאליות לחברות דואליות ולחברות טכנולוגיה, אז אי אפשר בסוף לברוח מבעיית האבלואציה בבורסה בתא. אני לא חושבת שהבעיות הן רק בצד של נכסי הבסיס של החברות אני חושבת שיש גם בעיות בצד של הביקוש. אנחנו עושים הרבה כדי לשפר את התמחור שמציעה הבורסה בת"א – למשל ראו את פרויקט האנליזה, עובדים הרבה על מנגנונים של עשיית שוק, עם הרשות עובדים על שאלות של שיטת החיתום. אבל משהו מאכזב אותי בצד הביקוש, והבעיה

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

היא לא רק בצד של נכסי הבסיס והקושי של חברות להתמודד עם רגולציה או נזילות נמוכה. כי אני חושבת שזה מצוין שהמשקיעים המוסדיים מפזרים השקעותיהם ויוצאים לחו"ל, אני מנהלת לסיכונים אחרי הכל, אבל חושבת שאני הייתי רוצה לראות בצד של הכסף המוסדי יותר נכונות להעז ולתרום להתפתחות השוק בתא, יותר נכונות לבוא ולהסתכל על חברות טכנולוגיה וביומד שייתכן שקשה לתת להן אבלואציה, יותר נכונות לבחון חברות תעשיות קטנות. אני חושבת שבמצב של הבורסה היום כדי להביא את ההייטק לבורסה וכדי שהבורסה בת"א תשקף את המשק הישראלי – צריך לעשות מאמץ ואני מאוד הייתי רוצה שהגופים המוסדיים ווועדות ההשקעות שלהם יירתמו לטובת הבורסה בתא. כשרואים את הא-סימטריה הזאת ש-42% מהייצוא המשקי זה הייטק ובבורסה ביום טוב זה 8% מהשווי שנסחר, זה ברור שיש פה החמצה. אם אנחנו לא נקבל יותר רוח גבית מהצד של הביקוש ומהצד המוסדי זה לא יעבוד.

אסתר גלעדי רן

אני רק חייבת להעיר משהו, כל החברות הסטארט-אפ שנסחרות היום ואפשר להסתכל על כולן באופן רחבי, הן נסחרות באבלואציה כל כך נמוכה, שהאלטרנטיבות שהם צריכים ללכת לקרנות הון סיכון, לאנג'לים זה רק חסם מבחינתם לגייס כסף במקומות אחרים. כי יש נטייה אצל האלטרנטיבות ללכת לחברות שנסחרות ואז זה חסם מאוד משמעותי מבחינתן וצריך לקחת את זה בחשבון. השווי שלהן כל כך נחתך בגלל חוסר הסחירות בין היתר, שהרבה חברות הייטק זה הדבר האחרון שהן יפנו אליו.

גל לנדאו יערי

אבל מה שקורה בעשור האחרון, ואני אצא רגע מכובעי בבורסה ואדבר כאזרח, זה שהחברות האלה אומנם לא מנפיקות בתא – אבל הן גן לא מנפיקות בנאסד"ק. יש שינוי ב-DNA המימוני של חברות צמיחה בישראל ובעולם. לפני עשר שנים חתם היה לוקח חברה בשווי של 50 מיליון דולר לנאסד"ק, היום פחות מ-500 הוא "לא ייגע במקל" כמו שאומרים בשוק של החיתום. מה שקורה הוא שהקרנות והאנג'לים, פועלים לפי ROI שלהם ואין להם סנטימנט – כשהם רוצים

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

את הנזילות שלהם הם יוצאים מההשקעה. אנו רואים בעשר שנים האחרונות עסקאות M&A מטורפות, אגב לא בהכרח באבולוציה טובה לסטארטאפים כי בעבודות השוואתיות, כשמשווים אקזיטים בת"א לעומת ארה"ב, רואים שהסטארטאפים הישראליים נמכרים מוקדם מידי ובזול מידי. כלומר נוצר פער מימוני שצריך למלא אותו בין המימון הפרטי לבין השלב שחברה יכולה להפוך לחברה לציבורית – לא משנה היכן. כאן אני מתחברת לרעיון של פרויקט אינקובציה. הבורסה, יחד עם הרשות, יחד עם הרבה מחשבה, מנסה להקים אינקובציה בשיתוף פעולה עם נאסד"ק. אני לא נגד אקזיטים בנסד"ק, אני נגד כל עסקאות M&A. אנחנו מוכרים קניין החוצה ובמקרה הטוב מקבלים מרכז פיתוח cost+ שלא משלם מס כמו שצריך למדינה. הרציונל בפרויקט כזה של אינקובציה הוא שניקח את החברות האלה ונבשיל אותם להנפיק בת"א וניתן להם פתרונות מימוניים לתקופת הביניים, ואחר כך הלוואי שילכו לנאסד"ק, אני חושבת שזה פרויקט בעדיפות לאומית. זה באינטרס של הבורסה, זה בתמיכה של שמוליק וזה באמת הדבר הנכון לעשות.

אמיר ברנע

אני חוזר רגע לנושא הרגולציה. קיימת אצלנו דינמיקה של חקיקה נגד בעלי שליטה. כדוגמא חלק מההחלטות מועברות מהדירקטוריון לאסיפה הכללית או קלות הגשת תביעות ייצוגיות נגד החברה ומנהליה האם אלמנטים אלה הם בעלי חשיבות לעידוד בעלי שליטה לרשום את מניותיהם בבורסה או לחילופין לעבור למסגרת של הנפקה פרטית בגוף מוסדי או הלוואה בבנק כתחליף לגיוס הון?

עמיר ליכט

לא, זה לא איום.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

אילן פלטו

אני רוצה להגיד כמה מילים. רגולציה באה לתקן בעיות בשוק, אז קודם כל צריך לאבחן את הבעיות בשוק. אם אתם חושבים שהבעיות בשוק הן אמון המשקיעים אז אולי יש מקום להצעות כמו מינוי דח"צים על ידי מישהו אחר ולא על ידי החברה, או הצעות של ממשל תאגידי. אני חושב שהבעיות בבורסה הן לא בעיות של אמון המשקיעים אלא בעיות של עודף רגולציה, ואם זו הבעיה אז הפתרונות האלו שאתם מציעים הם לא הפתרונות הנכונים. כי אין ספק שאם תעשה עוד רגולציה על דח"צים זה בטח לא יעודד בעל חברה פרטית לבוא ולהנפיק בבורסה, זה רק יוריד את כמות החברות שאולי חושבות לעשות את זה. אני חושב שמה שכן צריך לעשות זה שני הדברים הבאים. קודם כל, יש הקלות ברגולציה, אבל בטח שאי אפשר להגיד עליהן שהן פנומנאליות והן לא משפיעות עדיין. אחת ההקלות המשמעותיות, של מעבר מארבע דוחות לשני דוחות בשנה, כבר שנה יושבת כטיטה ועדיין לא מתקדמת כי הכנסת עסוקה בדברים אחרים. גם אחרי שזה יעבור זה לא יהיה מספיק וצריך להרחיב את התחולה על הרבה יותר חברות.

שלומי שוב

אני דווקא חושב שתדירות הדיווח חשובה מאוד. הבעיה היא באורך הדיווח, צריך לקצר אותו.

אילן פלטו

אני אומר עוד פעם, רגולציה תמיד יש לה יתרונות מצד אחד וחסרונות מצד שני. אין ספק ששנים עשר דוחות בשנה עדיפים מארבע דוחות בשנה וארבע עדיפים משניים, אין ויכוח. אבל צריך להסתכל גם על המחיר מהצד השני, ולהבין אותו, כי אם אתה רוצה יותר חברות בבורסה אתה חייב לקחת את זה בחשבון ולמצוא את נקודת האיזון המתאימה.

יש נושאים נוספים ברגולציה שצריך לטפל בהם. גם הנושא של אכיפה מנהלית, חייבים לטפל בו ועדיין לא עשו את זה. גם הנושא על עסקאות עם בעלי עניין. יש הצעות בנושאים האלה שלא מתקדמות, בגלל משרד המשפטים, הכנסת וכדומה. אבל בשורה התחתונה אני חושב שהגענו למצב שאין ברירה וחייבים להכניס את מערכת המס לטיפול בשוק ההון כי בלי זה גם עם כל ההקלות שדיברתי עליהם וגם אם יתנו לי יד חופשית בכל ההקלות זה לא יספיק. צריך לפעול

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

במערכת המס בשני היבטים עיקריים. ההיבט הראשון הוא הורדת מס רווחי הון. זה דבר שיביא ליותר פעילות בבורסה ויגדיל את השוויים. בסופו של דבר מה שחשוב לבעל חברה פרטית כשהוא בא להנפיק הוא מה השווי שהוא יוכל לקבל בבורסה. נקודה שנייה היא הקלות לחברות שרוצות להנפיק. לצערי אפילו היום, עדיין הוצאות הנפקה של חברה נקברות במאזן ולא מותרות כהוצאה מוכרת.

שלומי שוב

דני, עלתה פה הנחת יסוד, כגוף מוסדי, למה בעצם אתם לא משקיעים במניות הקטנות בבורסה?

דני ירדני

הבעיה העיקרית, שמתייחסת לעשר השנים האחרונות, קרתה בעקבות שלושה מסלולים מקבילים, שאני כרגע לא מציין אם היה אפשר למתן את ההשפעה שלהם, כי אני גם לא יודע. קודם כל זה הרגולציה. לא מדובר רק ברגולציה על החברות אלא גם ברגולציה עלינו, מה אנחנו צריכים לעשות כדי להשקיע בכל דבר. אני לא ראיתי שיש פה נציג של הבנקים, אבל מן הסתם היה מעניין לשמוע מה עובר היום על יועץ שצריך לדבר עם לקוח כשמעליו מרחפת עננה של האכיפה המנהלית. דבר שני הוא הנושא של היציאה לחו"ל, שזה בלתי נמנע. דבר שלישי הוא באמת הפער בין ההיצע לביקוש שזה מתחבר לשאלה שלך שלומי. היקף הנכסים בחיסכון הפנסיוני או בחיסכון ארוך טווח עלה דרמטית. אין מה לעשות, כשאתה בא לקנות איזושהו נייר, זה לא מעניין לקנות 10 מיליון ש"ח, כשאתה צריך לעשות את אותה אופרציה כמו על 200 מיליון ש"ח. אתה בסוף שואל את עצמך איך אני עם אותה עבודה מגיע ליכולת באמת לשנות דברים. בואו נקח את טראמפ למשל, כשהשוק זז אתה רוצה להיות עם יכולת לעבוד. הבורסה הישראלית לא רלוונטית בהיבט הזה, לא במניות וגם לא באג"ח, ואני אחדש לכם - גם לא באג"חים ממשלתיים. היום גוף שרוצה לשנות משהו, גוף שמנהל 50 מיליארד ש"ח או בטח יותר, הוא צריך עכשיו 2-3 מיליארד ש"ח גם באג"ח ממשלתי כדי באמת לשנות את התמונה. אין לי פתרונות קסם, העניין הוא שבורסה לניירות קטנים, וכל הרעיונות שצוינו פה - לקחת חברות טכנולוגיה ולגדל אותם כמו איזושהי חממה זה לא מעניין, זה לא רלוונטי. כי זה לא שעכשיו אנחנו נלך ונשקיע בחברה ששווה 50 מיליון שקל.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

שאלה בשביל שמוליק, אני רק אומר את זה באיזושהי תחושת בטן- לפני עשר שנים היקף הקרנות נאמנות המנייתיות ביחס לסך היקף הקרנות נאמנות היה משמעותית יותר גדול. היום זה לא מעניין. היום, הלקוח בקצה הדרך, לא מעוניין לקנות קרנות נאמנות. נהיה חוסר שיווי משקל מובהק בין חוב לאקוויטי. כלומר כשחברה רוצה אקוויטי יהרגו אותה בשוק הישראלי, אני מדבר עלינו המשקיעים המוסדיים, ואנחנו לא מסכימים לשלם תמחורים כמו שהן מקבלות בבורסות מעבר לים. לעומת זאת, בחוב התמונה היא בדיוק הפוכה. בחוב מאוד קל, כלומר צריך כמה שיחות טלפון ומנפיקים פה במחירים שסביר להניח לא יצליחו לקבל בשום מקום אחר בעולם. אנחנו השתתפנו באיזו הנפקת אקוויטי מאוד גדולה ואלמלא, נקרא לזה רצון גדול להשקיע, ההנפקה הזאת גם לא הייתה יוצאת לפועל.

אורן פרנקל

אז זאת השאלה, עד שאתה תהיה מוכן להשקיע בחברה בהיקפים של 100 מיליון ש"ח ומעלה, צריך מקור כספי ביניים. מאיפה זה יבוא?

צביקה אקשטיין

תראו, למרות שהייתי בבנק ישראל אני עדיין איש מחקר וכשמעלים שאלה כזו הייתי מצפה לראות נתונים. שמישהו יעשה מחקר. אני לא ראיתי מחקר רציני של מישהו שמנסה לשאול את זה. שמעתי פה המון היפותזות, תיאוריות. אני אסכם שני נתונים מרכזיים שישנם במשק הישראלי שהם יוצאי דופן. אחד זה שהמסחר במניות קרס והמסחר באג"ח פורח. לא רק זה, במניות הוא קרס כנראה קצת יותר מבעולם, אני לא ראיתי נתונים, אבל זה מתחושת הבטן שלי. למעשה אנחנו כמעט הבורסה הכי גדולה בעולם באגרות חוב. אין מסחר באג"ח כמו שנעשה כאן, יש מסחר בOTC אבל לא בבורסה, וזה דורש מחקר. אגב היום המסקנה בעולם בעקבות המשבר היא שמסחר בבורסה של אג"ח עדיף על מסחר בOTC. מה שאני רוצה לומר הוא שגם מה שניר אמר, מהצד של ההיצע וגם מהצד של הביקוש מראה שישנה אצלנו כנראה העדפה מאוד משמעותית למסחר באג"ח. זה בצד המסחרי. בצד של ההון אתה יכול להישאר פרטי, הרי מה נותנת הבורסה? היא נותנת נזילות, ועלות מאוד גדולה בכל הצד של הרגולציה,

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

זה Trade off התיאורטי. מישו צריך לחקור את זה, השאלה היא האם Trade off זה אנחנו לא מייצרים נזילות וכן מייצרים עלות רגולטורית יותר מאשר בעולם. כשהקמתי את פורום שוק ההון, בזמנו שהייתי משנה לנגיד, למדתי שיש לנו שוק הון ברמה נמוכה ביותר מבחינת הנזילות, מבחינת עלויות המסחר. אין Repo אין איגוח, אין אפשרות לקחת הלוואות ולשים אותם בחבילות. עד כמה שאני יודע אני ניסיתי לפתח את שני השווקים האלו במשך חמש שנים ולא הצלחתי. גם שוק Repon לא מתפתח בישראל וגם לא שוק האיגוח. אבל כל מי שבא מלונדון לת"א רואה שאנחנו שוק הון לא מפותח. לא מפותח זה אומר שעלויות הטרנזקציה הן יותר גדולות ממקומות אחרים, והעובדה הזאת מהווה עוד גורם שמפריע לנזילות.

מרכיב מרכזי שקיים זה עושי שוק. בעולם, כתוצאה מוולקר, יש ירידה דרמטית בפעילות של הבנקים כעושי שוק, וזה פוגע בכל השוק שם. אני חושב שאצלנו הרגולציה על הבורסה מצד אחד והרגולציה על הבנקים מצד שני חיסלה לחלוטין את הנושא הזה, וצריך לחקור את זה. שמוליק זה התפקיד שלכם, יחד עם בנק ישראל. אני אומר לכם שבבנק ישראל מבינים ששוק ההון הוא מקור קריטי להקצאה נכונה של הון במשק, לתת מחירים על מה קורה במשק. דרך אגב, זה היתרון של האג"ח שלנו שנסחרות לעומת הOTC, לכן צריך לעשות מחקר רציני של מה נעשה כאן ומה ניתן לעשות. אני חושב שהביקוש הוא לא בעיה, יש ביקוש, אבל יש עלויות גבוהות למסחר שפוגעות בהיצע.

שלומי שוב

לא, צריך גם שתהיה זווית גלובלית, זה לא כל כך טריוויאלי.

צביקה אקשטיין

הזווית הגלובלית היא נהדרת, זה המזל שלנו, אחרת בכלל לא היינו יכולים לתת לאזרחים שוק הון סביר. זה המזל שגם הזווית הגלובלית נותנת לפירמות האחרות מחיר אלטרנטיבי. אחרת שוק ההון המקומי היה מחסל לחלוטין את משק הישראלי. אז אני חושב שמה שחסר לנו זה

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

היפותזה וניתוח יסודי, צריך לשים את זה על השולחן- האם הרגולציה על פני המרכיבים שלה, כולל המיסוי, נותנים העדפה משמעותית לשוק האיגוח ופוגעים בצורה דרמטית בשוק הון.

אמיר ברנע

דיברת על שוק ה- OTC לאג"ח בארה"ב, שזה שוק בין-מוסדי, שרמת השקיפות שלו הרבה יותר נמוכה מרמת השקיפות שישנה פה לגבי עסקאות באגרות חוב. השאלה היא האם רצוי לדרוש רמת שקיפות יותר גבוהה במסחר הבין-מוסדי בארץ? הרי אנו לא יודעים באיזה מחירים מתבצעות העסקאות, באיזה היקפים. אני מדבר על נושא של מחירים בבורסה כעוגן למדיניות כלכלית. איך הבנק המרכזי האמריקאי פועל ללא שקיפות המסחר באג"ח?

צביקה אקשטיין

הבנק האמריקאי יודע על כל מחירי החוב בכל ארה"ב, בלי זה הוא לא יכול לתפקד. יש לו אינפורמציה, חלקה הוא מפרסם וחלקה הוא לא מפרסם. גם בישראל, יש המון אינפורמציה שנאספת ולא מתפרסמת. בלי אינפורמציה מהסוג הזה בנקים מרכזיים לא יכולים לנהל משבר. מה שדיברת עליו אמיר, אין ספק שהוא מוסיף, אבל למה שהוא יהיה תחליף לבורסה? באופן טבעי אני חושב שצריכים לעשות כאן עבודה יסודית שלכם ואולי של גופי מחקר נוספים. יכול להיות שהמיסוי שניר אומר הוא מאוד משמעותי. אנחנו יודעים שבסך הכל בשיעור הראשון בתיאוריה של מודיליאני-מילר, ההבדל בין הון לחוב הוא כולו במיסוי.

שמאל האזור

אני מסכים לחלוטין שצריך לדון על סמך נתונים ועבודה רצינית ולא לדבר על סמך תחושות בטן ואני ממליץ לא רק להגיד אלא גם לעשות את זה. נעשו מחקרים בעולם וגם אצלנו ואני מציע לראות אותם. ברשותכם, אציין שני נתונים לפני שגיתית תספר על העבודה המאוד מקיפה שעשתה בנושא. אנחנו עשינו בדיקה מה קרה במדינות מרכזיות מ-2006 בנפחי המסחר. נפחי המסחר בישראל לא נפלו יותר מאשר במדינות אחרות בעולם. נפחי המסחר בישראל הם בסדר

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

גודל של 1.3 מיליארד ש"ח באקוויטי, ועוד 4.7 מיליארד מכל אגרות החוב האחרות, ליום. עוד נקודה, בכל המדינות בעולם, רוב המסחר נעשה בחברות הגדולות. בישראל מספר החברות, יחסית לאוכלוסייה הוא בין הכי הגדולות. כלומר רוב החברות שלנו קטנות. צריך לעשות חשבון האם ההשקעה ב-10 מיליון ש"ח היא מעניינת או לא. אני לא בטוח שזה רק רגולציה ואני לא בטוח שאם היינו מורידים את הרגולציה לחברות קטנות פתאום היו אומרים שעכשיו אפשר להשקיע יותר.

רבותיי בישראל צריך לעשות הרבה יותר כדי לעורר את שוק המניות. הרבה מדינות בעולם היו רוצות שוק אג"ח כמו שלנו במובן הזה שיש בו נזילות, במובן של הדרך בה המחירים מתגלים. לנזילות יש גם ערך ואנחנו עשינו עבודה מאוד משמעותית וברשותך גיתית תגיד כמה מילים עליה.

גיתית גור גרשגורן

כמובן שאנחנו תמיד שמחים לעוד מחקר, אבל באמת החל מסוף 2012 פרסמנו מחקר בדיוק על הנושא הזה של נזילות מול יעילות שעלה פה, שיטת המסחר בישראל מול העולם. חלק מהעבודה הזו אחר כך שימשה למחקר של שוק עמוק ואגב אותו סוג מסחר שמאפשר לנו להגיע לרמות נזילות כמו בשווקים הרבה יותר גדולים. דיברנו על ועדת הנזילות וועדת המו"פ, שלקראת שתיהן נעשו מחקרים מאוד מאוד עמוקים, רובם התפרסמו במסגרת הדוחות ההם, חלקם התפרסמו גם ישירות באתר.

צביקה אקשטיין

מה התוצאה שלהם?

גיתית גור גרשגורן

התוצאות ברורות. נתחיל מזה שבאמת הבעיה היא לא רק בעיה מקומית, אפשר להתחיל מבעיות המאקרו של צמיחה. אנחנו מדברים על אקוויטי, באקוויטי כשאתה משקיע אתה רוצה

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

Upside, ולכן אתה שואל כמה החברות האלו יצמחו. שאלה אחרת היא באמת הנושא של המוסדיים ואני לא אכנס עכשיו לוועדת חודק וההשלכות שהיו לה על ההשקעות, אנחנו פרסמנו גם את זה.

צביקה אקשטיין

האם אני שומע נכון? שאין בעיה בשוק ההון? אם יש בעיה איפה הבעיה?

גיתית גור גרשגורן

קודם יש הרבה יותר מבעיה אחת. חלק מהבעיות הן גלובליות וחלק הן מקומיות. יש שורה של המלצות, גם של ועדת נזילות וגם של ועדת מו"פ. אנחנו מנתחים את הנתונים, מאתרים בעיות אבל גם חושבים מה הפתרונות.

אסתר גילעז רן

כן אבל קחו את חוק האנג'לים, הוא רק לחברות פרטיות.

גיתית גור גרשגורן

אבל ועדת מו"פ התייחסה לזה בדיוק.

גל לנדאו יערי

זה נכון, המס אגב הוא תמיד הפתרון המהיר שיכול לתת זריקת מרץ ולסייע לנו להתניע מחדש את הבורסה, אבל עדיין המס לא יפתור את הבעיה המבנית בשוק כי מגיעות רק חברות קטנות שהצד של הביקוש מתקשה להתמודד איתו.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

גיתית גור גרשגורן

ולכן אנחנו חושבים שיש צעדים רבים אחרים שצריכים לעשות אותם, גם במגרשנו וגם במגרשים אחרים.

שלומי שוב

נדב בעניין המחקרי של בנק ישראל, מה אתם חושבים על זה?

נדב שטיינברג

אני חושב שבשנים האחרונות מדובר בנושא שכן זוכה להרבה תשומת לב גם אצלנו, כי אנחנו כן חושבים שיש חשיבות מאוד גדולה למסחר בבורסה המקומית. על נושא המיסוי היה מחקר שהתפרסם לפני כמה חודשים של רועי שטיין שבין השאר עוסק בעיוותים במיסוי בין הנומינאלי לריאלי. בהשפעות שהיו להעלאת המס, ממש בדיקה מחקרית של כמה זה השפיע על ההשקעות. מבחינת נתונים שצביקה שאל, לפי תיבה שכתב עודד כהן ופורסמה בסקירה הפיסקלית התקופתית באוגוסט השנה, מספר חברות שנמחקו מהבורסה זו כן תופעה כלל עולמית. רואים שבארה"ב נמחקו בערך 50% מהחברות הציבוריות, שמוליק הזכיר את זה, באירופה זה בערך 25%. אצלנו זו תופעה קצת יותר ממוקדת בשנים האחרונות אבל זה איפשהו באמצע, בערך 1/3 מהחברות.

צביקה אקשטיין

שנמחקו נטו?

נדב שטיינברג

שנמחקו, כולל התמזגו. כלומר ברוטו, לא IPO. רואים שמי שנמחק זה בעיקר חברות עם ממשל תאגידי הרבה פחות טוב. גם בנושא מחזורי המסחר, גולן בניטה ואני בדקנו את זה בתיבה

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

שהתפרסמה בדו"ח בנק ישראל לפני שלוש שנים, וראינו שזו תופעה עולמית אבל גם עם גורמים מקומיים.

גל לנדאו יערי

נדב אתם צריכים לפרסם את ההשוואה ל-OTC יש לרועי הרבה נתונים, יש נושא שלם שאתם לא כותבים עליו וזה חבל.

נדב שטיינברג

דבר אחרון הזכרת לי בהקשר הזה, בנושא של ההשוואה בשוק האג"ח בין ישראל שבה המסחר מתבצע בבורסה לבין ארה"ב שבה המסחר מתבצע בשוק ה-OTC יש עבודה, לא שלנו, אבי וואהל ומני עבודי, בשיתוף עם הבורסה, עשו שתי עבודות מחקר בשלב של ניירות לדיון. הם בדקו את זה וכן הראו שיש דברים מעניינים במבנה השוק הישראלי- יותר נגיש למשקיעים מהציבור. אז גם על זה כדאי להסתכל.

גיתית גור גרשגורן

דרך אגב בעבודה שעשינו על שוק עמוק הגענו למעשה למסקנות זהות.

דורון צור

אני רוצה להתייחס לשני נושאים. נתחיל מהיבט המאקרו כלכלי על חשיבות של בורסה אם בכלל צריך שוקי הון בעולם, לא רק בארץ. אני כתבתי את זה בדה מרקר לפני בערך חודשיים, חטפתי אש מחברים שלי אבל לפעמים זה טוב לשבור אקסיומה. הגישה שחברות מגייסות כסף ומשקיעות אותו בנכסים פיזיים זו גישה שלא עובדת כבר הרבה מאוד שנים, הצורך בזה ירד דרמטית. מתי ראינו לאחרונה יזם או חברה שאומרת שהיא צריכה סכום גדול כדי לבנות מפעל, כדי לבנות רשת תקשורת או רשת שיווק, אין בזה צורך. הראייה הכי טובה היא ארה"ב, יש

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

החלפה עצומה של הון לחוב. בסיס ההון של חברות יורד דרמטית, הם מגייסים חוב וקולטים את המניות של עצמם.

אמיר ברנע

כל חברות האינטרנט - האם אינן ממומנות באקוויטי?

דורון צור

לא, בואו נעשה סדר. אני מסתכל על עשרות דוחות של חברות אמריקאיות מידי רבעון. מרבעון לרבעון ההון העצמי שלהם יורד. לבוינג היה הון של 10 מיליארד דולר לפני שלוש שנים.

צביקה אקשטיין

איך יכול להיות חוב בלי הון? החוב הופך להיות הון, איזה קשקוש זה. חוב והון זה אותו הדבר, בלי הון אין חוב.

דורון צור

אני אוהב שקוראים למה שאני אומר קשקוש כי זה בדרך כלל מחזק את דעתי. אבל אני עכשיו אנסה בכל זאת להסביר מה קורה בארה"ב ולמה יש החלפה מאסיבית של הון בחוב ולמה הכסף הזה לא מושקע בנכסים פיזיים, אלא בעיקר בעסקאות פיננסיות. אפשר לעבור חברה חברה. אני מסתכל על דוחות של חברות, ההון העצמי של אפל היום יותר נמוך, ככה גם של מייקרוסופט. החברות, בניגוד לחלוקת דיבידנד, וזאת טעות נפוצה, מעדיפות לבצע buy back שזה הרבה מעבר לחלוקת דיבידנד כי קונים הרבה יותר מהרווחים. דיבידנד מחלקים מתוך רווח, החברות קונות הרבה מעבר לרווחים של עצמן, בסכומים דרמטיים. החברות מגייסות חוב כדי לממן הון.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

אורן פרנקל

אבל זה דוגמאות של חברות שיש להן עודף הון עצמי.

דורון צור

בוינג לא, חברות תעשייתיות זה לא. בסופו של דבר היום שוק ההון בכל העולם וגם אצלנו ככלי לגיוס הון לצורך השקעה פיזית בנכסים איבד מאוד מחשיבותו כי אנחנו חיים בסביבה שבה יש עודפי הון גדולים מאוד. הבעיה היום של הכלכלות העולמיות, וגם של הכלכלה הישראלית, כפי שאני רואה אותה, היא לא מחסור בהון לצורך בנייה של נכסים. במקום בו זה כן נדרש, למשל בתשתיות, אז גופים מוסדיים מממנים את זה. כביש 6 נבנה בלי גרוש אחד של כסף סחיר. זה אותו דבר לגבי המון פרויקטים תשתיתיים, שהם כן דורשי השקעות הון, הם לא מגיעים לבורסה כי יש מספיק מקורות הון.

שלומי שוב

דורון אני חושב שאתה לא אומר משהו אחר. אני חושב שאתה אומר בדיוק את הדברים שנאמרו פה ושאמיר אמר. אתה פשוט אומר את זה במילים אחרות. למעשה התחליפיות הזאת, שאתה יכול לקחת היום אג"ח במקום מניות בגלל סביבת הריבית הנמוכה- מה ששמוליק אמר. מה שאמיר אמר שלמעשה קיים ארביטרז' רגולטורי אולי מזה שאתה יכול לגייס כסף לא סחיר. למעשה מה שאתה אומר פה הוא שהאג"ח היום נמצא במסווה של מניות.

דורון צור

לא האג"ח הוא לא במסווה למניות כי בבוא יום שצריך להחזיר אותו ויש פתאום איזשהו שפל מחזורי אז תגיד שהוא לא מניות. העובדה ששוק האג"ח בארץ בסך הכל מתפקד, בטח ביחס

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

לשוק המניות. חברות יכולות לגייס חוב במחירים יחסית נמוכים מאוד, לא פעם נמוכים מידי ובריביות נמוכות מידי.

צביקה אקשטיין

עכשיו הגדרת את הבעיה.

דורון צור

מאה אחוז, היא נוצרה על ידי בנקים מרכזיים, אבל זה דיון אחר. אז כל מה שאמרתי עכשיו היה לגבי המישור של המאקרו כלכלה. לגבי המישור שדובר פה הרבה, לגבי תפקוד הבורסה, מחזורים וכדומה, אמיר דיבר על המשקיע הפרטי שזה שם יפה לספקולנט. אחד הדברים שקרו היום בארץ, או בשנים האחרונות, מי שחושב שגופים מוסדיים יקומו ויקנו וימכרו, זה לא התפקיד שלהם, הם לא צריכים לעשות את זה, הם באמת משקיעים לטווח ארוך. מי שמייצר מחזורים בשוק ההון, נקרא לו המשקיע הפרטי, נקרא לו ספקולנט, מה שחסר היום בשוק הישראלי כדי לייצר מחזורים. האם יש בזה צורך או לא, אני לא בטוח. כל ההיבט של אותם משקיעים שמפיקים הנאה לא רק מהתשואות ארוכות הטווח שמייצרים, אלא מעצם המשחק הבורסאי. מזה שזה תחליף קזינו, מי שלא מבין שיש לבורסה תפקיד גם כמשחק.

אמיר ברנע

איזה תפקיד יש לאלגו טרייד בכל הסיפור הזה?

דורון צור

אלגו טרייד הוא ספקולנט ממוחשב. הוא מחליף את המשקיע הפרטי.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

אסף שהם

הוא הרג את הספקולנטים החיים.

דורון צור

הוא הרג את הספקולנטים החיים ומה שעוד הרג את הספקולנטים החיים זה המיסוי. דבר נוסף שקרה לבורסה הישראלית, שדומה אולי קצת למה שקרה נניח לענף הטקסטיל, במשך הרבה מאוד שנים היה להם נכסי מגן, פעם אחת הייתה הגנה ממיסוי ופעם אחת בעלויות מסחר שהיו בחו"ל מאוד גבוהות. שני נכסי המגן האלו של הבורסה הישראלית ירדו, המס הושווה, גם בפרטיים וגם במוסדיים. עלויות המסחר בחו"ל ירדו דרמטית. לכן גם חלק גדול מאותם ספקולנטים יצאו. דבר אחרון שהיה בצד כמות הגופים שהפכו למספר מצומצם מאוד של גופים ענקיים, כמו שאמר דני זה ברור שזה צמצם דרמטית את המסחר. חוץ מזה אותן חברות קטנות יחסית בשוק ההון או מנהלי תיקים קטנים, נעלמים והדרך שלהם להתבלט ולנסות להצליח הייתה דרך הצד הספקולטיבי שלהם.

אמיר ברנע

אופי הרגולציה על אותם גופים מוסדיים יוצר יתרונות משמעותיים מאוד לגודל, ולכן מנהלי התיקים נעלמים איך תהיה סחירות אם השוק מורכב ממספר קטן של מנהלי תיקים גדולים?

מורן אופיר

תשובה חלקית לצביקה, יצא לי לעבוד לאחרונה עם נתונים שעוסקים בקשר בין מספר החברות הנסחרות לבין השינויים הרגולטורים התכופים שקורים. כמה תוצאות מעניינות שנובעות מתוך

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

ניתוח ראשוני של הנתונים: ראשית, אני חושבת שהנקודה ששמוליק הזכיר לפיה מדובר באי וודאות רגולטורית ולא בעומס רגולטורי היא קריטית, בשנים שבהם אנחנו רואים תכיפות של שינויים ניתן לראות יציאה גוברת של חברות מהבורסה. עוד נקודה מעניינת ניתן לראות כשמפרידים בין חברות אג"ח לחברות מניות ומסתכלים למשל רק על מספר חברות האג"ח, רואים יציאה של חברות אג"ח מהבורסה בשנים שלאחר עריכתם של שינויים רגולטוריים העוסקים בחברות האג"ח. נתון שלישי מאוד מעניין הוא שכאשר מפלחים את החברות לפי ענפים ומסתכלים בנפרד על חברות המוסדרות ברגולציה ספציפית, בה לא נערכו תיקונים תכופים בשנים האחרונות, כמו למשל חברות ביטוח, בנקים ונפט החברות האלו לא מקיימות את אותם דפוסי יציאה מהבורסה. החברות שמושפעות הן אותן חברות שחוק החברות חל עליהן באופן ישיר, חוק החברות תוקן כבר במסגרת 28 תיקונים. לא רק שיש תיקונים תכופים, אלא שיש גם היסוסים לגבי התיקונים, תיקון 20 נחקק ואז החליטו לדחות את כניסתו לתוקף ולאחר מכן גם נערכו שינויים בתוכנו. למעשה, לא ניתן לדעת כשנכנסים לבורסה איזו רגולציה תחול על החברה בטווח הקרוב. גם היום, עומדות על הפרק רפורמות גדולות. אני חושבת שאלו נקודות ששוות בדיקה והעמקה נוספת.

אבי לוי

קודם כל, אני תמיד אמרתי ואני אומר את זה עכשיו, מסלירון ללא הבורסה לא הייתה מגיעה למה שהיא היום. אין ספק שהנושא של גיוסי הון, ואפשרויות של התפתחות ורכישת נכסים נוספים, הכל זה בזכות הבורסה. אם אנשים שואלים אותי האם למרות כל הרגולציה כדאי להיות בבורסה אז אכן כן, במיוחד אם אתה רוצה לגייס הון. ועדיין לדעתי לא רשות ני"ע ובטח לא הבורסה מגנות מספיק על החברות. אני רוצה לציין כמה דברים. דיברו פה על נושא המיסוי, ואמרו שמס רווח הון הוא 25% כנגד 15%, זה לא נכון. כי בעלי שליטה משלמים 30% ואם תוסיפו מה שנקרא "מס עשירים" מעל 50,000 ש"ח או משהו אז עוד 2%, זה 32% והולכים להעלות את זה ל-33% מהאחד בינואר. אז משקיע פרטי ששוקל לקחת את החברה שלו לבורסה ומן הסתם בבורסה הוא יצטרך לחלק דיבידנדים מה שהיום הוא לא עושה. הוא יצטרך לשלם 33% מס על הדיבידנד וזה מס לא סביר ולא הגיוני.

דבר שני, אני מקווה שאם הבורסה תהיה בידיים פרטיות ויהיה לה אינטרס לעודד את הדברים האלו היא תוכל להתמודד עם רשות ני"ע, שהיום היא פוחדת להתמודד מולה או נאמר

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

מתמודדת לא מספיק. נושא אחד למשל הוא העמלות שהחברות משלמות לרשות ני"ע כשהן מנפיקות, מאות אלפי שקלים שאין להם הצדקה.

דבר נוסף, אם אני מסתכל על איפה הבורסה ורשות ני"ע היו בלהגן על החברות מפני הכנסת. למשל בחוק שכר הבכירים, שני הגופים האלו לא היו שם כדי למתן אותו. ברור שאם הוא היה טוב היו מחילים אותו על כל החברות.

דבר נוסף, חוק הריכוזיות קובע שחברות פיננסיות וריאליות לא יכולות להיות בת בבת, אבל איפה הבעיה שמשפחת ורטהיימר תחזיק את מזרחי וקוקה קולה, איפה הבעיה שתשובה יחזיק את דלק והפניקס ואיפה הבעיה שמשפחת עופר תחזיק את מליסרון ובנק מזרחי. הקריטריון היה שהחוב לגופים ישראלים לא יעלה על 6.5 מיליארד, אם הוא פחות מ-6.5 מיליארד אז הן כן יכולות להחזיק. אז שיכון ובינוי הלך וגייס את כל החוב בחו"ל ואז אין לו 6.5 מיליארד ואז זה בסדר ששרי יכולה להחזיק את בנק הפועלים ואת שיכון ובינוי. אז מה רוצים? שגם מליסרון ילכו לגייס את החוב בחו"ל במקום בארץ? שמחיר החוב בחו"ל יותר יקר. איפה אתם רשות ני"ע והבורסה להגן עלינו מהחוקים האלה. דבר נוסף זה שרשות ני"ע מכבידה ברגולציה שלה. קחו לדוגמא את הנושא של מידע פנים. הוצאתם הוראות בהתחלה, באנו מליסרון וישבנו איתכם, באתי לבורסה דיברתי איתם והם לא ישבו מספיק על הבעיות עם הרשות. מזל ששלומי הקשיב לי ועשה דיון פה ולקח שנתיים להוציא הבהרות כדי שנוכל להנפיק בתקופה של הכנת דוחות כספיים. זו נקודה לא הגיונית. למשל הנושא של שליטה ושאתם תסמכו יותר על שיקול הדעת של הדירקטוריון. אתם פחות ופחות סומכים על שיקול הדעת של הדירקטוריון ויותר מוציאים החלטות לאסיפות כלליות ובאסיפות כלליות אנחנו נתונים לסחיטה ולפופוליזם. כמו שלאחרונה התחלתם לחפש קריטריונים להגביל חלוקת דיבידנדים, אני לא מבין, יש דירקטוריון, הוא אמור לבחון את יכולת הפירעון של החברה וזה מה שמעניין. לא מעניין אם שיערכתם נכסים או לא, זה שיקול דעת שלא נותנים לדירקטוריונים.

שלומי שוב

אין ספק שאת הזוית שלך הצגת היטב.

רון מלכא

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

אני רוצה להגיד משהו שעוד לא נאמר. מעבר למאקרו, ולמימון ולחשבונאות שהוזכר פה, זה היכולת והגמישות של הבורסה באמת להוציא לפועל את כל הרעיונות הנהדרים שנאמרו פה. אז באמת הייתה ועדת נזילות וועדת מו"פ ורשות ני"ע וטובי המומחים הופכים וחופרים ובאמת יש הרבה מאוד רעיונות איך אפשר לשפר את מצבה של הבורסה. השאלה אם אפשר סוף סוף לתת גיבוי להנהלת הבורסה במאבק שלה מול עובדים עם ועד עובדים מאוד מיליטנטי שמקשה מאוד על הגמישות הניהולית ושואב המון קשב ניהולי ולא מאפשר להנהלת הבורסה להוציא לפועל את כל אותם רעיונות טובים שהוזכרו פה. אין לנו בורסה אחרת ואי אפשר להשאיר את הנהלת הבורסה לבד בחזית הזאת.

שלומי שוב

רון אני חייב להגיד לך שאני לא חושב שזה דווקא הניהול הספציפי. יש פה בעיות מאקרו משמעותיות, השפעות, ריבית שלילית, גלובליזציה.

גל לנדאו יערי

שלומי אני חייבת להגיד שרון אומר משהו שמחזיר אותנו לעניינים הארציים עמם מתמודדת הבורסה. מאוד קל לנו בכל הדיונים ה"סקסיים" לדבר על אבלואציה והון וריבית. בסוף אני חושבת שהשינוי המבני הוא ברכה ושמוליק יביא אותו, אבל אם בסופו של דבר אין קטר פנימי ואין יכולת בסופו של יום לעבוד – לא נצליח להתמודד עם האתגרים העצומים שלפתחנו. אנחנו רואים את זה היטב בשנתיים האחרונות, רון מכיר את זה טרום תקופתי בבורסה. אני חושבת שבשורה התחתונה הוא טיפה מחזיר אותנו לחצר האחורית של הבורסה שהיא פחות מעניינת אולי בשולחן הזה, אבל בסוף יורידו את המס ויהיו הקלות ושמוליק יעביר את החוק. בסוף אם אין קטר פנימי להפוך את הבורסה לגוף עסקי, לגוף שואף רווח, לגוף שיועד לאיית את המילה לקוח ועל זה אילן יסכים איתי, אז באמת שכל הרעיונות היפים האלו די מתגמדים, ותודה שהזכרת לנו פרופורציות.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

לוני עוז¹

אחד מבין הפתרונות האפשריים לבעיית "השוק הפעיל" הינו נושא הרישום הכפוי של חברות זרות בבורסה בתל אביב דבר אשר ינגיש את המשקיעים הישראלים לחברות זרות שאינן רשומות למסחר בבורסה בתל אביב ויאפשר גיוון של תיק ההשקעות שלהם. היתרונות לרפורמה זו הם רבים ודי לציין אחדים מהם: מסחר בשעות מסחר "רגילות" (המסחר יעשה בשעות המסחר של הבורסה בת"א ולא של הבורסה בניו יורק); מסחר על פי שיטת מסחר המקומית בישראל; מסחר בשקלים ולא דולרים; עמלות מסחר נמוכות יותר; מסחר ביום ראשון; מייתר את הצורך לפתוח חשבון מסחר בניירות ערך זרים.

כמובן שישנם גם חסרונות לא מעטים לרפורמה זו כשהעיקריים שבהם הם: דיני ני"ע הישראלים לעניין חובות דיווח לא יחולו על החברות הזרות אשר נסחרות כאן שלא מרצון החופשי ושלא נרשמו למסחר בבורסה בתל אביב; החברות הזרות לא יהיו כפופות לפיקוח ואכיפה מצד הרשות לניירות ערך; למשקיע הישראלי לא תהיה האפשרות לתבוע את החברות הזרות בגין הפסדים אשר נגרמו לו עקב אי דיווח.

למיטב ידיעתי, יו"ר הרשות, פרופ' שמוליק האוזר, מסכים לרפורמה זו אך קבע רף גבוה מאוד לרישום של החברות הזרות בתל אביב שהוא שווי שוק מינימלי של 100 מיליארד דולר, הבעיה היא שישנן רק קצת יותר מ-40 חברות כאלו בארה"ב וחלקן הגדול אינן מוכרות כלל למשקיע הישראלי. לאחרונה נודע לי כי הרף ירד והוא עומד כעת על שווי שוק מינימלי של 50 מיליארד דולר אך גם זה הינו רף גבוה מאוד (יש לזכור כי שוויה של חברת טבע הישראלית שהיא החברה בעלת שווי השוק הגבוה ביותר בישראל עומד על פחות מ-40 מיליארד דולר, נכון לכתיבת שורות אלו). בכל מקרה, למצדדים ברפורמה זו ולמתנגדים לה נראה כי הנושא בהחלט ראוי לדיון.

¹ הדברים לא נאמרו במהלך הדיון ונוספו לסיכום מאוחר יותר.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

אמיר ברנע

אני רוצה לסכם. שמוליק, אם חשבת שבפורום הזה נבוא ונגיד לך שלא צריכים בורסה, טעית. הפורום הזה אומר שהמכשיר הזה הוא חיוני, אבל הועלו פה הרבה מאוד נקודות שלחלקן יש השלכות על היקף המסחר בבורסה ועל המידה שבה הבורסה באה למלא את התפקיד הכלכלי לוו היא מיועדת. אני מקווה שהתרשמת מההערות האלו ואני מקווה שאחרי שהרפורמה והשינויים שמסביבה יעברו, נוכל יחד לומר שהמכשיר הפיננסי הזה, הבורסה לניירות ערך, היא חיה ופועלת והיא ממלאת בהצלחה תפקיד כלכלי חיוני. תודה רבה לכולם.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

על הפורום:

מטרת "פורום שווי הוגן" (Fair Value Forum (FVF), 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.

סבהפורום, בייסודם של פרופ' אמיר ברנע, הדיקן המייסד של בית ספר אריסון למנהל עסקים, ורו"ח שלומי שוב, ראש תכנית חשבונאות וסגן דיקן, 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 וחיבור בין תחומי הידע השונים.

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

אתר הפורום: www.fvf.org.il