

הארץ, 1/2

21/12/2025

96326692

שלומי שוב, יורם
גביזון

חשבונאות בעייתית:
העסקות הסיבוביות בין
חברות ה-AI תורמות
לניפוח בועה פיננסית

יורם גביזון 18



צילום: מתוך חשבון ה X של NVIDIA Newsroom

בלב הבועה – חשבונאות העסקות
הסיבוביות בין OpenAI למיקרוסופט
ואנבידיה נשענות על פירצה ותמריץ

יורם גביזון 18

העסקות הסיבוביות בין החברות בשוק ה-AI נשענות על חשבונאות בעייתית

לחשבונאות היה מאז ומתמיד אשם תורם לניפוח בועות פיננסיות, וגם בהשקעת מיקרוסופט ב-OpenAI יש היבטים בעייתיים – מתריע שלומי שוב מאוניברסיטת רייכמן • מנכ"ל ילין-לפידות מזהה תמריץ של עסקאות סיבוביות המקפיצות את הערכות השווי

יורם גביון



יאיר לפידות: צילום: רמי זרנגר



שלומי שוב: צילום: אמיר לוי



מנכ"ל מיקרוסופט סאטיה נאדלה (מימין) ומנכ"ל OpenAI סם אלטמן: צילום: Barbara Ortutay/AP

מהחברות האלה הוא חוסר יכור לתן לממן את ההתייביות של קחו על עצמן, למשל לביצוע השקעות עתק בבניית חוות שרתים (דאטה סנטרס).

לפידות הציג שני תרחישים בסיסיים לעסקה סיבובית. באחד מהם, חברה A מזרימה 50 מיליון דולר לחברה B, שיש לה צורך לממן את פעילותה ממקורות חיצוניים בתמורה להקצאת מניות. חברה B, שהונהגה ומוזמנים שבקר פתה גדלו ב-50 מיליון דולר כתר צאה מהשקעת חברה A, מתחייבת לרכוש מוצרים ושירותים מחברה A בסכום של 50 מיליון דולר על פני שנתיים. כתוצאה מרכישה זו, יגדלו הכנסותיה ורווחיה של חברה A. בשל מכפילי הרווח הנדיבים לפיהם נסחרות חברות הטק הגדולות, הגידול ברווחיה של חברה A ממכירת מוצרים ושירותים לחברה B – עשוי להגדיל את השווי של חברה A בסכום גדול מאותם 50 מיליון דולר שהשקיעה ב-B.

לדברי לפידות, מצב זה יוצר תמריץ לשני הצדדים להיות נדיבים – הן בשווי חברה B המשתקף בהשקעתה של חברה A, הן במחיר לפיו חברה B רוכשת מוצרים ושירותים מחברה A. דוגמה במציאות להשקעה של חברה A העסקה שהוכרה להשקעה של 100 מיליארד דולר שתבצע אנבידיה ב-OpenAI. התמריץ של OpenAI הוא לגייס מאנבידיה הון בשווי גבוה, שיסייע לה מול משקיעים פוטנציאליים אחרים וישמור על ההיפ סביב התחום.

אנבידיה, מצדה, מבטיחה שחלק מכספי ההשקעה יחזרו אליה כהכנסות – בגין התחייבותה של OpenAI לרכוש ממנה מוצרים ושירותים. שווי החברה הגבוה לפיו בוצעה ההשקעה של אנבידיה ב-OpenAI עשוי לה לרכוש מאנבידיה מוצרים ושירותים במחיר גבוה – שיתדלק בתורו את קצב הצמיחה של אנבידיה ויבטיח לה שווי רווח פנומנליים, שני הגורמים המרכזיים לעלייה המטאורית בשווי שלה.

במבנה ההתאגדות, ואימצה מבנה רגיל של חברה שיאפשר לה לגייס הון ממשקיעים פרטיים. עם זאת, עמותת OpenAI Nonprofit ממשיכה להחזיק בסמכות למנות ולהדיח את דירקטוריון OpenAI.

סוגיית הטיפול החשבוני נאית של מיקרוסופט בהשקעתה ב-OpenAI עלתה במבחן בתיאוריה חשבונאית שערך שלומי שוב לתלמידיו. היות שלפי התקנה החשבונאית האמריקאית (US GAAP) – אחזקה בחברה שאינה למטרת רווח לא מצריכה את איחודה לדוחות הכספיים של מיקרוסופט, יכולה ההשקעה של מיקרוסופט להיות מטופלת בשיטת השווי המאונז.

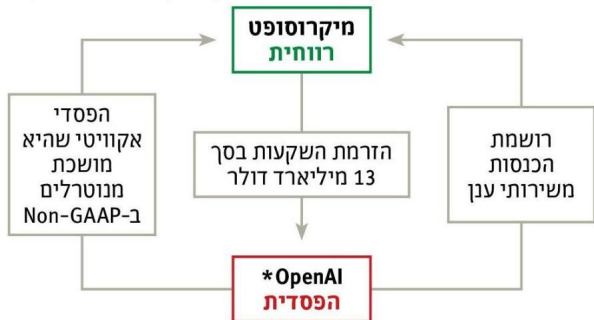
העובדה שמיקרוסופט פטורה מאיחוד תוצאותיה של OpenAI, מאפשרת לה לרשום הכנסות ממכירות שירותי ענן ל-OpenAI; בעוד אם מאונה של OpenAI היה מתאחד למאונה של מיקרוסופט – המכירות של שירותי ענן ל-OpenAI היו מתבטלות. שוב ציינו כי העובדה שמיקרוסופט אינה מאחדת את השקעתה ב-OpenAI אלא מטפלת בהן בשיטת השווי המאונז – כלומר זוקפת את חלקה היחסי בתוצאותיה – מאפשרת לה לנטרל ביתר קלות את חלקה בהפסדיה.

אינטרס משותף להערכות שווי נדיבות

היבט בעייתי נוסף של העסקאות הסיבוביות בשוק ה-AI הוצג בפורום שווי הוגן על ידי ר"ח יאיר לפידות, מייסד ומנכ"ל משותף בבית ההשקעות ילין-לפידות. לדבריו, האופן היצירתי בו נעשות עסקאות בין החברות המובילות בתחום ה-AI הוא איתות אוזרה בנוגע לאפשרות של קיום בועה. לפידות מזהה אינטרס משותף של החברות בענף לבצע השקעות ועסקאות של רכש שירותים – המגלמות הערכות שווי נדיבות. הבעיה העיקרית של חלק

מיקרוסופט מזרימה כסף – ורושמת הכנסות

תרומת החשבונאות בעסקאות סיבוביות לעסקי מיקרוסופט OpenAI-1



*חברה כלולה (OpenAI) – שלוש שותפות בה (מיקרוסופט) יש השפעה מהותית עליה, אך אינה שולטת בה

מיליארד דולר. בתמורה, קיבלה 27% ממניותיה וזכות בלעדית להשתמש במודלים שפיתחה. מיקרוסופט מוכרת שירותי AI ללקוחותיה על בסיס הטמעת המודלים של OpenAI במערכת הענן שלה אזור (Azure) ורושמת הכנסות מהמכירה. מיקרוסופט גם מוכרת שירותי ענן ל-OpenAI ומכירה בהכנסות מכך. יתרה מכך, התחייבה OpenAI בהסכם המעוד – כן מאקטובר לרכוש ממיקרוסופט שירותי ענן ב-250 מיליארד דולר – אף שמיקרוסופט איבדה את זכות הסירוב שהייתה לה על מכירת שירותי ענן לחברה ה-AI.

OpenAI היא חברה מפסיקה, שהסבה למיקרוסופט הפסד של 523 מיליון דולר ברבעון שה' סתיים בספטמבר – והפסד של 3.1 מיליארד דולר בשנת הכספים שהסתיימה ביוני. מיקרוסופט פט מנטרלת הפסדים אלה לפי החשבונאות מבוססת GAAP-Non, המשמשת את האנליסטים לחישוב הרווח למניה ולקביעת

מסוגלים להחזיר אותן, בשל הכנסתם הנמוכה או היעדר נכסים. שוב הדגיש כי בעקבות משרב אנרון, נסגרה אותה פירצה החשבונית. התקנה החדשה הציגה קונספט חדש של (Variable Interest Entity) VIE, שקבע כי משיקע בחברה מסוג VIE יאחד את מאונה לדוחות הכספיים שלו, לא רק אם הוא שולט בה באמצעות זכויות הצבעה, אלא גם אם הוא הנהנה העיקרי מרווחיה, הנרשא העיקרי בהפסדיה או האחראי העיקרי למימון פעילותה.

אלא שגם במקרה זה נותרה פירצה – אותה מנצלות כיום חברות הטכנולוגיה: תקינה זו לא חלה על חברות ללא מטרת רווח. שוב הציג על רכיב ייחודי לדיון הנוכחי בשאלת קיומה של בועת ה-AI. לדבריו, "בשנה האחרונה ניכרת התרופפות ברמת הפיקוח של רשות ני"ע בארה"ב (SEC) על ענייני דיווח, בעקבות חילופי הממשל". שוב חושש כי מצב דברים זה יכול ליצור כר נוח שיתרום להתפתחות בועה לאור הנסיבות. "גם אם זה בגבולות הכשר המוטיבציות חזקות והגבולות נמתחים", אמר.

המשחק החשבונאי של מיקרוסופט

שוב המחיש את תרומתה של החשבונאות לניפוח מחירי חברות הטכנולוגיה כיום, בעזרת עסקאות סיבוביות, באמצעות הדוגמה של הטיפול החשבונאי של מיקרוסופט פט בהשקעתה ובהסכמה המסחרית עם חברת OpenAI שפיתחה את מודלי השפה של ChatGPT. מאז 2019 השקיעה מיקרוסופט ב-OpenAI סכום מצטבר של 13

המסחר בוול סטריט מתנהל בחודשים האחרונים על רקע הדיון בשאלה אם מהפכת הבינה המלאכותית (AI) ניפתחה את מחירי המניות – בעיקר את אלה של החברות המעורבות בשרשרת הערך של התחום.

חלק מהמשקיעים והאנליסטים חוששים כי הציפיות להמשך גידול חד ברווחיהן של חברות הטכנולוגיה גיה העוסקות ב-AI מוגזמות, והברעה תתפוצץ בשלב מסוים – כפי שקרה בתקופת הדוטקום ב-2000-2001 – ותגרוור מטה גם את מדדי המניות הכלליים, כמו S&P 500. אחת האינדיקציות לקיומה של בועה היא העובדה שמדד מכפילי הCAPE שפיתח חתן פרס נובל רור ברט שילר, במבוסס על היחס בין השווי הנוכחי של חברות לרווחיהן הממוצעים ב-10 השנים האחרונות, קרוב מאוד לרמת השיא שלו מסוף 1999, 40.1 לעומת 27.3. הממוצע ב-20 השנה האחרונות הוא 27.3.

ניכרת התרופפות ברמת הפיקוח

מעבר למכפילי הרווח הגלומים במניות – מעידים על סכנת קיומה של בועה גם קיומן של עסקאות סיבוביות בין חברות הטכנולוגיה הגדולות לחברות ה-AI, התמריצים שיוצרות עסקאות אלה לניפוח מחירי המניות והרווחים וכן הטיפול החשבונאי הבעייתי בהן.

נושאים אלה עלו בדיון שנערך בתחילת דצמבר בפורום שווי הוגן באוניברסיטת רייכמן בנושא: "האם קיימת בועת ה-AI, והחלטות המוסדיים על השקעה במניות טכנולוגיה". ר"ח שלומי שוב, ראש החוג לחשבונאות באוניברסיטת רייכמן שהנהנה את הדיון, אמר במהלכו: "לחשבונאות היה אשם תורם במשברים פיננסיים בעבר. למשל, קריסת חברת האנרגיה אנרון – שהסתירה מהמשקיעים במשך שנים את הפסדיה בסדר חר בגודל סחורות. זאת באמצעות הקמת ישויות שלא הופיעו במאזן, משום שלא היו לה בהן זכויות הצבעה פורמליות – אף שאנרון הייתה הנהנית העיקרית מרווחיהן והנושאת העיקרית בהפסדיה".

"באופן דומה, גריעת הלוואות בעייתיות ממאנזי הבנקים במשבר הסאבפריים הסתירה את הסיכון למערכת הפיננסית כתוצאה מקיומן של הלוואות בעייתיות לריכישת דירות", אמר שוב. "הלוואות אלה ניתנו לרוכשים שלא היו