

תכנית חשבונאות

הבינתחומי
הרצליה

פורום שווי הוגן
FAIR VALUE FORUM
סיכום פעילות השנה האקדמית תשע"ד

FVF



דבר מייסדי הפורום

בימים אלה, אנו מסכמים שנה אקדמית נוספת לפעילותו של פורום שווי הוגן, במסגרת תכנית חשבונאות במרכז הבינתחומי הרצליה.

חלק מרכזי מהדיונים השנה עסק בנושאים דיווחיים שעמדו על סדר היום של שוק ההון. הראשון שבהם היה דוחות הסולו וחשיבותם לצורכי קבלת החלטות של משקיעים ונותני אשראי, במיוחד בחברות ההחזקה, על רקע ההצעה לבטלם. כמו כן, עסקנו השנה בהשלכות הדיווחיות של חוק הריכוזיות בעקבות המתווה לצמצום שכבות ושינוי בהרכבי הדירקטוריון. דיונים אלה נעשו במקביל להליכי הסדרה וחקיקה ועקב כך השפיעו על הנוסחים שאומצו על ידי מקבלי החלטות.

הפורום עסק השנה בתופעה אשר לא ניתנת לה התייחסות מספקת, הנוגעת לשכר הטרחה הנמוך של רואי החשבון בישראל ביחס למקובל במדינות בעלי שוקי הון מפותחים. בשנים האחרונות מתרחשת זחילה מטה בשכר הטרחה של רואי החשבון וזאת ביחס הפוך למורכבות ההולכת וגוברת של עולם העסקים והחשבונאות. מבלי קשר למקור התופעה, אחד החששות המרכזיים שהועלו בדיון, הוא פגיעה באיכות הביקורת וכפועל יוצא באיכות המידע הכספי המסופק לשוק ההון.

במסגרת הדיונים השנה, עסקנו גם בדילמות כבודות משקל ורוויות אינטרסים, כמו שאלת קיומו של "שוק עמוק" לאג"ח קונצרני בישראל וההשפעה על מדידת ההתחייבויות הפנסיוניות. דילמה נוספת שבה עסקנו נוגעת לאופן שבו יש לתקן את מבחן הרווח בחוק החברות לצורך חלוקת דיבידנד בעידן הפוסט רעיוני. גם אם בדיונים אלו לא נפלה הכרעה חד משמעית, עיקר התרומה היתה בעצם הצגת המורכבות של החלטה וניתוחה, תוך מתן ביטוי למגוון דעות.

אנו רוצים להודות למשתתפי הפורום על שנה נוספת של פעילות פורייה ועל דיוני עומק מרתקים וכן לגב' רקפת שני ולעו"ד יעל אלגרט זילבר שסייעו בארגון הפורום. כמו כן, אנו רוצים להביע את הערכתנו הרבה לצוות המקצועי של הפורום שמורכב מבוגריה המצטיינים של התכנית בחשבונאות במרכז הבינתחומי הרצליה: עידו ספקטור, ליאור שחף, מתן חג'בי ואלכס וולקוב.

בברכת שנה אקדמית טובה,

פרופסור אמיר ברנע,

הדיקן המייסד של בית ספר אריסון למנהל עסקים

רו"ח שלומי שוב

ראש תכנית חשבונאות, סגן דיקן בית ספר אריסון למנהל עסקים



תוכן עניינים

ע"מ

- 4 **סיכום מפגש נובמבר 2013:** "דוחות הסולו על רקע ההצעה לביטולם: תועלת מול עלות"
-
- 13 **סיכום מפגש ינואר 2014:** "שווי הוגן: קביעת ניכוי ראוי בגין העדר סחירות (לרבות סחירות נמוכה) ומניות מיעוט"
-
- 23 **סיכום מפגש פברואר 2014:** "חוק הריכוזיות: השלכות על הדוחות הכספיים"
-
- 32 **סיכום מפגש אפריל 2014:** "השפעת הירידה בשכר הטרחה של רואי חשבון על איכות המידע בשוק ההון"
-
- 43 **סיכום מפגש מאי 2014:** "האם קיים שוק עמוק באג"ח קונצרני בישראל?"
-
- 58 **סיכום מפגש יולי 2014:** "דיבידנד בעידן הפוסט רעיוני: כיצד צריך להראות מבחן הרווח החדש?"
-
- 72 **השתתפו בדיונים בשנה האקדמית תשע"ד**
טופס הצטרפות

פורום שווי הוגן FAIR VALUE FORUM

FVF

דוחות הסולו על רקע
ההצעה לביטולם: תועלת
מול עלות

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: 4 בנובמבר 2013

נושא המפגש: "דוחות הסולו על רקע ההצעה לביטולם: תועלת מול עלות"

חומר רקע למפגש: חומר רקע למפגש נובמבר

אורחים שהוזמנו: מישל דהן (דיסקונט השקעות), רמי וייסנברגר (גזית גלוב), מלכיאל שחר (בנק לאומי), קרן טבה (בנק לאומי), גיא אליאב (אלטשולר שחם), מוטי ברלינר (אלטשולר שחם), רו"ח הדר וינר (ילין לפידות)

נוכחים: דוד האן (הכנ"ר), שלומי שוב, אמיר ברנע, רקפת שני, גל עמית, איציק מאיסי, עדי טל (רשות ניירות ערך), שלומי וינר (רשות לניירות ערך), יניב זיו, סיגל יששכר, רפי אלדור, עדי סקופ, רועי מימרן, דגנית דניאל, אורן פרנקל, אבי זיגלמן, דורון צור, יורם עדן, אלון גלזר, משה גדנסקי, גיא טביביאן, דב ספיר, אפרים דרוך, יובל זילברשטיין, רון מלכא, קרן בנגלס שנער.

צוות מקצועי: עידו ספקטור, ליאור שחף ומתן חגבי.

דוחות הסולו על רקע ההצעה לביטולם:
תועלת מול עלות

מההחזקות. ברור כי הדבר משית עלויות דיווח לא מבוטלות על חברות. כלומר, ה-IFRS לא רק שלא מחייב את הצגתם, אלא אפילו מאפשר כבר לבוחרים להציג אותם למדוד את ההשקעות בחברות המוחזקות לפי עלות.

לאור העובדה שתקני ה-IFRS אינם מחייבים הצגת דוחות סולו, בשנת 2008 הרשות לניירות ערך דרשה לכלול בדוחות הכספיים ביאור בדבר דוחות סולו על פי ה-IFRS. באופן טבעי, רובן ככולן של החברות המדווחות בחרו למדוד את השקעותיהן בחברות בנות וכלולות לפי עלות.

בעקבות טענות שעלו, בעיקר בנוגע לבסיס המדידה אך גם בנוגע לכל מיני סוגי מידע שנדרש בדוחות הסולו מכוח ה-IFRS ודורש מאמץ מצד החברות ללא תועלת רבה מצד המשתמשים, לצורך הדוחות לשנת 2009 פרסמה הרשות לניירות ערך את תקנה ג' שיצרה למעשה "דוחות סולו ישראלים" מחוץ למסגרת של ה-IFRS. לצורך הכנת דוחות סולו בהתאם לתקנה ג', יש להכין תחילה דוחות מאוחדים. הנחת היסוד של התקנה היא שההון בדוחות המאוחדים צריך להיות זהה בסכומו להון בדוחות סולו, כפי שהיה מקובל בישראל בעבר. כפועל יוצא, יתרת ההשקעות בחברות מוחזקות במאזן סולו ורווחי האקוויטי בדוח רווח והפסד סולו מחושבים כמספרים מאזנים. דוחות אלה מוצגים בנפרד מהדוחות הכספיים ומבוקרים על ידי רואי החשבון.

על אף שמבחינת המשתמשים בדוחות הסולו לא בהכרח רואים את הבעיה הזו, לראיית, הדרשה לשוויון בין יתרת ההון בדוחות המאוחדים ובין יתרת ההון בדוחות סולו לקויה ברמה התיאורטית החשבונאית. דרישה זו עלולה לגרום עיוותים חשבונאיים, כמו השפעות של תפיסות חשבונאיות של הדוחות המאוחדים, כמו תפיסת המימוש הרעיוני, שמחלחלות לדוחות סולו. כך למשל, בזק רשמה בזמנו את הרווח הרעיוני העצום שנוצר לה מאיבוד השליטה ביש גם בדוחות סולו.

רו"ח שלומי שוב

על סדר יומנו עומד המתווה של הרשות לניירות ערך לביטול הדרישה לפרסם דוחות כספיים נפרדים (סולו), אשר למיטב הבנתי מיועד להיכנס לתוקף כבר בדוחות הקרובים לשנת 2013. המתווה מעלה, לדעתי, שאלות עקרוניות ויסודיות לגבי המידע שמספקות החברות המדווחות לשוק ההון, שראוי לדון בהן.

הדיון בדבר מעמדם של דוחות סולו החל כבר עם המעבר ל-IFRS. בעבר, בהתאם לתקני החשבונאות בישראל, במסגרת הדוחות הכספיים הראשיים נדרש היה להציג זה לצד זה הן את הסכומים מהדוחות הכספיים המאוחדים ואת נתוני סולו. באותה רמת חשיבות ממש. העניין הוא שתקני ה-IFRS לצערי אינם מייחסים חשיבות רבה לדוחות הסולו. תפיסת התקינה הבינלאומית הינה כי הדוחות הכספיים המאוחדים הם הקרדינאליים ואילו דוחות הסולו אינם הכרחיים. אני חושב שיש כאן פספוס גדול של ה-IFRS במיוחד בהתייחס אלינו, לאור מבנה השליטה בחברות במשק הישראלי.

תקן חשבונאות בינלאומי 27 בנושא דוחות כספיים נפרדים אמנם קובע כללים להכנת דוחות כספיים סולו, אך יחד עם זאת, התקן אינו מחייב הצגת דוחות סולו. נקודת המבט של 27 IAS היא כי השקעה בחברות בנות וכלולות בדוחות הנפרדים מהווה נכס פיננסי. למעשה בעת עריכת דוחות סולו נדרש לנתק את מערכת היחסים שבין החברה המחזיקה לבין החברות המוחזקות. ברוח תפיסה זו, נראה כי מתבקש לטפל בהשקעות בחברות בנות וכלולות בהתאם להוראות תקן חשבונאות בינלאומי 39 מכשירים פיננסיים: הכרה ומדידה, ולמדוד אותן לפי שווי הוגן. יחד עם זאת, מטעמים פרקטיים 27 IAS מאפשר למדוד השקעות כאמור לפי עלות. יש כאן פשרה על רמת האינפורמטיביות של המידע מתוך מטרה להקל על החברות המדווחות, מאחר ואם מניית החברות המוחזקות אינן נסחרות, נדרשות הערכות שווי בגין כל אחת

באיכות המידע החיוני לשוק ההון תפגע בסופו של דבר בגיוסי המקורות של החברות.

דעתי האישיה היא שלא צריך לבטל את דוחות הסולו על אף החסרונות של המתכונת הנוכחית. לדוחות הסולו יש חיוניות אדירה בניתוח המצב הפיננסי. כולנו זוכרים את המצב של אפריקה ישראל שלפני הדוחות הכספיים המאוחדים הכל היה בסדר והיה מספיק נכסים נזילים אך רק דוחות הסולו הצליחו להראות שקימת בעיה בחברת האם של נזילות. מה שכן צריך לנסות ולשפר את האיכות התיאורטית והמעשית שלהם, הן מבחינת אופן המדידה של ההשקעות בחברות מוחזקות וההתייחסות לקשרים בין החברות והן מבחינת מעבר לדוחות סולו מורחב - בו יתבצע בדוחות הסולו איחוד של חברות מטה וחברות בת 100%.

כגילוי נאות, אציין שכתבתי לאחרונה חוות דעת עבור איגוד הבנקים שמתנגדת להצעה לביטול דוחות הסולו.

פרופסור אמיר ברנע

אינני מתפלא שבארה"ב אין דרישה לדוחות סולו כי מבנה הבעלות שם הוא שטוח. ברמה הקונספטואלית הצעת הרשות לוקה בסתירה פנימית: מחד, הרשות לניירות ערך טוענת שבמבנה החזקה פירמידלי המאפיין את המשק הישראלי, נדרשים ממשל תאגידי אפקטיבי והפרדה ברורה בין חברה אם והחברות הבנות שלה. מאידך, הצעת הרשות מבטלת דיווח שכל תכליתו היא לבסס את ההפרדה השכבתית בין חברה מחזיקה וחברות מוחזקות. הנימוק העיקרי להצעה הינו העלות הכרוכה בהכנת דוחות סולו.

יש לקחת בחשבון שאיחוד מאזנים אפשרי גם בשיעור בעלות נמוכים יחסית בהנחה שקיימת שליטה על פי הגדרותיה. כתוצאה מכך הדוחות אינם נותנים ביטוי לנושים ולבעלים של החברות שברום הפירמידה. אסיים בנימה אישית: עבודות שהכנתי בעבר עבור חברות ציבוריות הערוכות במבנה של פירמידה, התבססו כמעט אך ורק על נתונים מדוחות הסולו. אנא אל תמנעו זאת ממני בעתיד.

רו"ח עדי טל (רשות לניירות ערך)

בשנה הראשונה לאחר המעבר ל - IFRS נכללו כביאור בדוחות הכספיים נתוני סולו. בשנת 2009 נקטנו מהלך רחב אשר במסגרתו הותאמו תקנות ניירות ערך לעקרונות ה - IFRS. במסגרת זו ביצענו רביזיה בכל הקשור לדרישות הסולו. בעת כתיבת תקנות ג'19 - 1 - 38ד' עמד לנוגד עינינו הממשק עם גילוי דעת 57 וגילוי דעת 68. הרצון היה לבנות מודל דומה בזיקה לתקינה הבינלאומית.

בכל מקרה, מבחינת המשתמשים בדוחות, הוראות המדידה על פי תקנה 9' עדיפות על פני מדידה על בסיס עלות. ברמה הסכמתית בלבד, מדידת השקעות בחברות מוחזקות בדוחות סולו על פי התקנה מתכנסת למדידה על בסיס שווי מאזני. שווי מאזני אינו אינפורמטיבי אמנם כמו שווי הוגן, אך הוא, הרבה יותר רלבנטי מעלות היסטורית. ניתן לומר שתקנה 9' היא סוג של פשרה בין העלות לבין השווי ההוגן, שיכולה היתה להיות מושגת רק באמצעות יציאה מהמעטפת של ה - IFRS.

בשנים האחרונות, הרשות לניירות ערך ניסתה להתמודד עם הקשיים שמעוררת תקנה 9' ביחס לעקרונות התיאורטית החשבונאית. הרשות הציעה לפני כשנתיים לחזור לדיווח על פי דוחות סולו IFRS ובמקביל אף ערכה דיונים בנוגע לשיפור המדידה. לטעמי במפתיע, בחודש ספטמבר 2013 פרסמה הרשות הצעה להחלטה, לפיה יש לבטל את הדרישה להצגת דוחות סולו. על פי ההצעה, במקום פרסום דוחות סולו יידרשו חברות לספק נתוני מידע מסוימים. כך למשל, חברות אשר הנפיקו אגרות חוב לציבור יידרשו לתת גילוי בדבר יתרת ההון חוזר בדוחות סולו. כמו כן, חברות החזקה יידרשו לספק מידע בנוסף בדבר חברות מוחזקות במסגרת פרק תיאור עסקי התאגיד.

כאמור, ביטול דוחות הסולו מעלה מספר שאלות מרכזיות: ראשית, אנו נדרשים לשאלה היסודית האם תפיסת הדוחות המאוחדים היא בכלל נאותה. במילים אחרות, האם כאשר חברה רוכשת חברה אחרת היא צריכה לאחד אותה בדוחותיה? אני חייב להודות שקשה לי מאד עם הדרישה הנוכחית של החברות לאיחוד - למשל במקרה שבו מאחדים חברה ציבורית. האם ניתן להישען על דוחות מאוחדים של חברות החזקה לצורך הבנת המצב הכספי שלהן? כמו כן, על רקע השמטת נתוני הסולו, האם יש הצדקה להבדל הגדול בהתייחסות לבעלי החוב ובין בעלי מניות של חברה? האם מידע חלקי ומילולי יכול להוות תחליף לסט של דוחות? כיצד גופים מוסדיים יקבעו התניות פיננסיות על דוחות הסולו כפי שנדרש מהם לאור המלצות חודק?

על רקע הדברים האמורים יש לזכור את העלות הדיווחית הכרוכה בהכנת דוחות סולו. כמו כן יש לזכור כי ביצוע ביקורת על דוחות סולו מגדיל את אחריות רואי החשבון. המציאות מלמדת כי על אף האחריות הכרוכה, משרדי רואי החשבון אינם מצליחים לגבות סכומים משמעותיים בגין ביקורת דוחות הסולו. כך שביטול דוחות הסולו עומד באינטרס הצר של רואי החשבון, כפי שהוא עומד באינטרס הצר אולי של מנהלי הכספים. עם זאת, ההסתכלות הן של רואי החשבון והן של מנהלי הכספים צריכה לדעתי להיות על המכלול, כי פגיעה

דוחות הסולו על רקע ההצעה לביטולם:
תועלת מול עלות

מול הבנקים ותאגידים הממנים, ובנוגע למידע אותו הן נדרשות לספק לצורך קבלת אשראי מאותם גורמים.

בנוסף לאמור, יש לזכור שחברות החזקה מהוות פלח קטן במשק הישראלי. לא בהכרח נכון להשית כלל אחיד על כל החברות בעוד שבמהות הוא רלבנטי רק לחלק מהשוק.

בהתבסס על האמור לעיל, הצענו לבטל את הדרישה הקטגורית לפרסם דוחות סולו, ולערוך הבחנה בין "חברות מניות" ובין "חברות אגרות חוב", בשים לב לעובדה שדרישות המידע של ציבור המשקיעים בנוגע לכל אחד מסוגי החברות עשויות להיות שונות. ראוי להדגיש כי במסגרת ההצעה ציינו כי הנושא של חברות החזקה נבחן בנפרד, במטרה לבנות ולפרסם מודל גילוי ייעודי מותאם לחברות החזקה, וכי בכל מקרה, ועד לפרסומו של מודל כאמור, על חברת החזקה לדאוג למתן גילוי מספק אודות פעילותה ומצבה, באופן שיאפשר למשתמשים בדוחות הכספיים להבין את עסקיה, פעילותה, מצבה הפיננסי והיבטי הנזילות שלה.

פרופסור אמיר ברנע

מדוע ישנה הפרדה בין בעלי אגרות החוב לבין נושים אחרים של חברה?

רו"ח עדי טל (הרשות לניירות ערך)

הרשות לניירות ערך אמונה על הגנת ציבור המשקיעים ולא על הבנקים.

פרופסור אמיר ברנע

ניח שבנק יכול לדאוג לעצמו ולדרוש מהחברה נתונים כראות עיניו. במקרה זה ייווצרו פערי מידע ואפליה באינפורמציה. האם נאות שברשות הבנק יהיה מידע שהציבור לא מודע לו?

עם התפתחות התקינה וחלוף הזמן, התבררו מספר היבטים בעייתיים ביישום תקנה 99. בין היתר, התברר כי בעידן ה-IFRS התפיסה על פיה ההון בדוחות המאוחדים צריך להיות שקול להון בדוחות סולו אינה מובנית מאליה. באופן תיאורטי, אם ניישם את שיטת השווי המאזני בדוחות הסולו לגבי השקעות בחברות בנות יתקבל הון השונה מההון בדוחות המאוחדים. במילים אחרות, הפרשים מסוימים שלא התכוונו שיתקבלו כמספרים מאזנים בדוחות הסולו, מתקבלים בפועל כמספרים מאזנים. כמו כן, לאורך הזמן עלו שאלות במישור המדידה אגב יישום תקנה 99. בבחינות שעשינו מצאנו כי לאור קיומן של שאלות יישומיות המדידה על פי התקנה יושמה באופן לא עקבי בין חברות שונות.

על רקע השוואות שביצענו ביחס למדינות נוספות בעולם, מפת הדרכים של הרשות לניירות ערך כללה בחינה מחודשת של תקנה 99' ונחיצותה. הבחינה נעשתה לאורך תקופה ארוכה, ותוך דיון עם גורמים רבים מקשת רחבה, לרבות תאגידים מדווחים, רואי חשבון, אנליסטים, עורכי דין, בנקים ועוד. הבאנו בחשבון מגוון רחב של שיקולים: מחד, שקלנו את החשיבות של מידע כספי לצורך הערכת מצב הנזילות של תאגידים. מאידך, עמדו לנגד עינינו העלויות הכרוכות בהכנת נתוני סולו לרבות העלויות הכרוכות בהבנת המידע על ידי המשתמשים. בין היתר, התקבלו טענות בדבר העלות הכרוכה במדידת נגזרים משובצים, אופציות וערביות בין חברתיות. תוך שימת לב לדרישות הגילוי שנוספו לאורך השנים הן מתוקף הנחיות הרשות והן מתוקף תקני חשבונאות בינלאומיים, הסקנו שלא בהכרח נכון יהיה לחייב עריכה של דוח סולו מלא על מנת לספק מידע מספק להערכת מצב הנזילות של תאגיד.

בהשוואה לעולם, הדרישות בישראל ביחס להצגת נתוני סולו הן שונות. במדינות רבות לא קיימת דרישה רוחבית לפרסום נתוני סולו, לדוגמה בארצות הברית (שם רק במקרים חריגים נדרש מידע סולו). יש לזכור כי בשוק האמריקאי היבטי חוב ונזילות הם רלבנטיים מאוד. כחלק מהבחינות שעשינו, ערכנו גם בירורים עם חברות אמריקאיות בנוגע לאופן התנהלותן

של הקשרים והיחסים בין החברה לבין המוחזקות שלה.

חשוב לציין שני דברים נוספים. ראשית, מרבית סימני האזהרה בדוחות המאוחדים ובדוחות סולו זהים, כאשר ההבדל נוגע רק להון החוזר ולתזרים המזומנים ששימש לפעילויות שוטפות. בהווה, ממילא הפניות תשומת לב שנגעו לסולו הוצגו גם בדוח רואה החשבון המבקר על הדוחות המאוחדים. למעשה, מעולם לא נתקלתי במצב בו בדוח הסולו ניתנה הפניית תשומת לב לאי וודאות או לאי קיום מוסכמת העסק החי ולא ניתנה הפניה בחוות הדעת על הדוחות המאוחדים. לעניין גרעון בהון כסימן אזהרה, ממילא בהתאם למדידה על פי תקנה 9'ג' ההון במאוחד שווה להון בסולו.

שנית, בעת המעבר מדוחות סולו על פי IAS 27 לדוחות סולו על פי תקנה 9'ג', עלו שאלות דומות. מניסיונו, לאורך זמן מדובר בהיבטים אשר לומדים לנהל אותם ולבצע את ההתאמות הדרושות. בנוסף, חשוב לזכור כי המודל הסופי של נתוני הסולו טרם פורסם. בשלב זה אנו מעבדים את הערות ותגובות הציבור למהלך.

לגבי סוגית אמות המידה הפיננסיות - ראשית, חלק מאמות המידה מבוססות על הדוחות המאוחדים. בנוסף, היות שיתרת ההון בדוחות המאוחדים זהה ליתרת ההון בדוחות סולו על פי תקנה 9'ג', בחינת אמות מידה פיננסיות הקשורות להון עדיין אפשרית. כמו כן יש לזכור כי בכוחו של תאגיד להפיק חלק מהנתונים המשתמשים בבדיקת עמידה באמות מידה, באופן שוטף כחלק מהכנת הדוחות המאוחדים.

קרן טבה (בנק לאומי)

כיצד הרשות לניירות ערך מגדירה "חברות החזקה"?

רו"ח עדי טל (רשות לניירות ערך)

בשלב זה, לא גובשה הגדרה כאמור לעניין דרישת ההצגה של דוחות סולו. כרגע אין הוראות גילוי ייעודיות לחברות החזקה. בכל מקרה, - אנו מדגישים כי אם חברה רואה עצמה כחברת החזקה, ולהערכתה יש צורך בנתוני סולו להבנת פעילויותיה, ממילא צריכה להציג את המידע הרלבנטי במסגרת הפרק על תיאור עסקי התאגיד.

פרופסור יורם עדן

שיקול מפתח שהוצג הינו עלות הכנת הדוחות סולו. בהקשר זה יש לבחון את התהליך החשבונאי של הכנת דוחות כספיים מאוחדים - ראשית נדרש דוח כספי מבוקר לכל חברה בקבוצה. לאחר מכן נדרש ליישם נהלי איחוד ולבקרם. ברקע יש לזכור כי את דוחות הסולו יש להגיש לרשויות המס. לאור האמור, איני

דרישת נתונים תמיד אפשרית. באופן טבעי, מידת הנכונות לספק מידע לא ציבורי תלויה בעוצמה הפיננסית של הגוף הלווה. מן הסתם, ביחס לחברה שאינה נסחרת, לחברה הנסחרת בשוק ההון דרגות חופש גבוהות יותר להתנגד למסירת מידע חשבונאי נוסף. בדרך כלל מחברות נסחרות ואיתנות קשה, עד כדי בלתי אפשרי, לקבל מידע נוסף.

במידה והחלטה לבטל את דוחות הסולו תתקבל, ולא נצליח לקבל דוחות סולו מלאים, אני לא רואה מנוס מבחינתנו לעצור את המימון לחברות החזקה.

רו"ח עדי טל (הרשות לניירות ערך)

כאמור, עמדתנו היא כי חברות החזקה דורשות טיפול ייעודי. תכלית הצעת ההחלטה שפורסמה אינה מתן מענה ספציפי לחברות החזקה. כאמור, ישנה כוונה לפרויקט נפרד לגבי חברות החזקה, שיבחן את הצורך בגילויים ייעודיים נוספים עבורן בלבד. לא ניתן להיתלות בטענה כי לצורך הבנת עסקי התאגיד של חברת החזקה נדרש דוח הסולו. במסגרת הפרק על תיאור עסקי התאגיד, חברות החזקה צריכות לספק מידע בדבר פעילותן ופעילות החברות המוחזקות על ידן. מיותר לציין כי לא נמנע מחברות החזקה מסוימות להציג דוחות סולו, אם להערכתן הדבר דרוש בכדי להבין את פעילותן.

האחריות הראשית לאספקת אינפורמציה דרושה למשתמשי הדוחות הכספיים היא של החברות. יש להדגיש את האחריות המוטלת על חברות הנסחרות בשוק ההון. לראייתי, אם הרגולטור לא יעודד חברות לקחת את האחריות בעצמן, ההשלכות יהיו בלתי רצויות. אנו סבורים כי המידע הנדרש על פי ההצעה מספק את הכלים הנדרשים למשתמשי הדוחות הכספיים על מנת להעריך את הנזילות של תאגיד. כמו כן, יש לזכור כי אמנם ההצעה מבטלת את תקנה 9'ג', אך היא מוסיפה דרישות גילוי שלא היו קיימות עד כה.

על פי ההצעה חברות שאגרות החוב שלהן נסחרות נדרשות לגילויים נוספים. בנקודה זו מתבצעת ההבחנה בין תאגידיים שהתקיימו בהם סימני אזהרה ולבין כאלה שלא. תאגידיים שהתקיימו בהם סימני אזהרה על סמך הדוח המאוחד ואשר ממילא נדרשים להציג דוח תזרים מזומנים חזוי לשנתיים, לא נדרשים להציג נתוני הון חוזר סולו. חברות כאמור נדרשות להציג דוח תזרים מזומנים חזוי לשנתיים בתוספת תיאור רחב של הקשרים והיחסים בין החברה לבין החברות המוחזקות שלה. מנגד, תאגידיים שלא מתקיימים בהם סימני אזהרה, נדרשים להציג נתוני הון חוזר סולו, המאפשר להבין האם צפויה בעיית נזילות בטווח הקצר, וזאת בנוסף לתיאור רחב

דוחות הסולו על רקע ההצעה לביטולם:
תועלת מול עלות

אשר טענו שהרשות מכבידה על המדווח הישראלי. כעת, אותו הגוף מבקש לבטל את הדרישה להציג דוחות סולו בהתבסס על הטענה שניתן להגיע לאותה מטרה על ידי גילויים נוספים. לא ברורה לי ההתנפלות על הרשות לניירות ערך.

מישל דהן (דיסקונט השקעות)

בעיני, דוחות הסולו הם מאוד חשובים וביטולן יהא בבחינת בכייה לדורות. באופן אישי, אני נוהג להתחיל את קריאת הדוחות מקריאה של דוחות הסולו ורק לאחר מכן לעבור לקריאת הדוחות המאוחדים. גם בהתעלם מסוגית חברות החזקה, הפתרון של החלפת דוחות סולו במידעים שונים לוקה בחסר משום שפיזור המידע בסעיפים שונים, בשונה מדוחות סולו, לא מספק תמונה מלאה. ברמה המתודולוגית, מערכת דוחות סגורה הכוללת נכסים, התחייבויות עם מספרי השוואה וכו' משקפת תמונת עולם ברורה יותר. לעומת זאת, מקטעי מידע הם לרוב בעלי רמת אינפורמטיביות מוגבלת. מנסיוני, גם חברות דירוג ואנליסטים מתמקדים בניית דוחות הסולו ולא בניית דוחות המאוחדים. בחברות אחזקה חשיבות דוחות הסולו מקבלת משנה תוקף וכמובן דוחות סולו הכוונה הינה לדוחות סולו "מטה" שמאחדים את החברות המטה שלה.

רו"ח שלומי שוב

ומה דעתך בדבר העלות הכרוכה בהכנת דוחות סולו?

מישל דהן (דיסקונט השקעות)

עלות הכנת הדוח אינה זניחה אך גם לא דרמטית, בהקשר זה לעלות יש משמעות יותר לחברות קטנות ופחות לחברות גדולות. סביר להניח שבמישור העלות, הכנת דוחות הסולו מעיקה בעיקר על חברות קטנות. לעומת זאת, עבור חברות גדולות העלות לא צריכה להוות קריטריון להכנת או אי הכנת דוחות סולו. כמו כן, צודק פרופסור עדן באומר כי הכנת דוחות כספיים מאוחדים מתחילה בהכנת דוחות סולו כך שחלק ניכר מהכנת דוחות הסולו נעשה ממילא.

חושב ששיקול העלות הוא קריטי כפי שתואר בדיון. מן הצד השני, עולה שאלת התועלת בדוחות סולו. המציאות מלמדת שמידע הניתן מחוץ לדוחות הכספיים לעולם לא יהווה חלופה ראויה למידע הכלול בדוחות הכספיים. כך למשל, אני זוכר תקופות בהן בנק דיסקונט ישראל היה מפסיד ואילו בנק דיסקונט ניו - יורק היה רווחי. מהדוחות המאוחדים עלתה תמונה כאילו בנק דיסקונט בכללותו הינו רווחי. ברור כי מדובר במצג חלקי. יש הטוענים כי המשתמשים בדוחות הכספיים יכולים לשאוב מידע נוסף מהביאור על מגזרי פעילות. אך גם בהקשר זה המציאות מורכבת יותר. לצורך המחשה חברה טבע כולה מהווה מגזר פעילות יחיד.

לעניין סימני האזהרה - כידוע, דוח תזרים מזומנים חזוי ערוך על בסיס סולו. זוהי אינדיקציה ראשונה במעלה שתפיסת העולם היא שנתוני סולו הם חשובים מאוד. להזכירכם, חברת אפריקה - ישראל העריכה עד רגע לפני המשבר שלא מתקיימים בה סימני אזהרה, ולא פרסמה דוח חזוי.

לעניין חלוקת דיבידנד - ללא דוחות סולו, איני מבין על סמך מה יכול דירקטור להחליט אם להורות על חלוקת דיבידנד על ידי החברה. על פניו לדירקטור יש את הכוח לבקש דוחות כספיים נפרדים. אולם המציאות מלמדת שזה לא יקרה, שהרי אין תמריץ לייצר דבר שכלל אינו קיים.

לדעתי, כל מידע פיננסי הנמסר לגורם כלשהו בקשר לחברה ציבורית, צריך להימסר לציבור כולו. לכן צורמת בעיני האפשרות שלבנקים יינתן מידע על הדוחות סולו שלא יינתן לציבור.

רו"ח דב ספיר (המוסד הישראלי לתקינה בחשבונאות)

ברצוני להגיב לטענה לפיה הרשות מבטלת מידע שהוא "מאוד חשוב". בשנת 2008 החלטנו לאמץ את ה - IFRS. כאמור, תקני IFRS אינם דורשים להציג דוחות סולו. רשות ניירות ערך יצאה מגדרה ודרשה להציג דוחות סולו על בסיס תקנה 9'. זכור לי כי הדבר עורר גלי התנגדות בקרב המדווחים ורואי החשבון

דרושה הבחנה בין סוגי חברות. כך למשל, ככל הנראה ניתוח מניית חברת כימיקלים לישראל יתבסס על נתוני הדוחות הכספיים המאוחדים. מנגד, לצורך בחינת מתן הלוואה לחברה לישראל נאות יותר להתבסס על דוחות הסולו. במסגרת הכנותיי לדיון בחנתי את דוחותיה הכספיים של חברת סקיילקס לשנת 2009. התוצאה המשתקפת היא שהדוחות המאוחדים של החברה לאותה שנה לא אינפורמטיביים בעליל להערכת החברה על ידי נושיה.

רו"ח שלומי שוב

האם חשוב לך שהמידע הכספי יהיה מבוקר?

רו"ח דורון צור

כן, חשוב שהמידע יהיה מבוקר. זה נובע מהעובדה שחברות נוטות לנצל את מלוא הגמישות הניתנת להם ביישום כללים חשבונאיים.

רו"ח הדר וינר (ילין – לפידות)

מהי רמת האמון שיש בדגימות שמבצע רואה החשבון?

רו"ח דורון צור

הדגימות שעושה רואה החשבון טובות יותר מכלום.

לעניין חברות החזקה, ברצוני להדגים כיצד חברות ינסו לנצל את מלוא הגמישות הניתנת להן: חברה שיש לה אפשרות להציג את עצמה לציבור כחברה תפעולית ולא כחברת החזקה, תמיד תעדיף לעשות זאת. זה נובע שחברות תפעוליות נוטות להיות מתומחרות במחיר גבוה יותר ביחס לחברות החזקה. כך למשל, חברת החזקות מסוימת בתחום התוכנה הציגה משנה לשנה עלייה במכירות וברווח הנקי. הגידול נבע מרכישת חברות אחרות, ואילו החברה הציגה עצמה כתפעולית. במקרה הנדון החברה פעלה בהתאם לכללים החשבונאיים. הגמישות החשבונאית אפשרה לחברה להציג עצמה כחברה תפעולית, דבר שהגדיל את שווי החברה. ללא דוחות הסולו, לא ניתן היה לזהות שמדובר למעשה בחברת החזקות.

רו"ח שלומי שוב

ברצוני לשמוע את חברות הדירוג.

סיגל יששכר (מדרוג)

דוחות הסולו הם מרכיב חשוב ובסיסי בניית דוחות כספיים.

לדעתי, הסיכוי לאתר דוח יחיד אשר ייתן מענה לצרכים של כל המשתמשים הינו קלוש. בעת עיצוב דוח, נדרש תחילה להגדיר מהן דרישות המידע של המשתמשים בו. בהתאם לדרישות אלה, יש להגדיר את הפורמט של הדוח. הרשות לניירות ערך ביקשה ליצור דוח שיסייע לקוראי הדוחות להעריך את מצב הנזילות של תאגיד והתקינה את תקנה 9ג'. יש לזכור כי לדוחות מאוחדים יש שימושים מסוימים ואילו לדוחות סולו יש שימושים אחרים. לראייתי, לשני הדוחות יש צורך ויש מקום. מניסיוני, הרשות צדקה בקביעתה שהדוח על פי תקנה 9ג' הינו מיותר, אולם אין בכך כדי לומר שדוחות סולו בכללותם הם מיותרים. לראייה, קבוצות מסוימות במשק הישראלי מפרסמות דוח "סולו מורחב" באופן דוח וולונטרי. סוגיה עקרונית שיש להעלות היא נקודת המבט של דוחות הסולו: האם נקודת המבט היא משפטית וצרה או שמא יש לכלול במסגרת נתוני הסולו גם חברות מוחזקות שבמהותן מהוות חברות מטה. לדעתי, צירוף נתוני חברות מטה לדוחות הסולו משפר באופן משמעותי את הרלבנטיות של הדוח. לאור האמור, דעתי היא שאין לבטל את דוח 9ג' אלא לפעול לשיפורו.

אלון גלזר (לידר שוקי הון)

באופן עקרוני, אם הייתי נדרש לוותר על אחד מהדוחות הייתי מוותר דווקא על הדוחות המאוחדים ולא על דוחות הסולו. קביעה זו מתעצמת בחברות החזקה. מנקודת המבט של משתמש סביר, שאינו בעל ידע עמוק בחשבונאות, תכלית דוח הסולו ברורה ומובנית.

רו"ח שלומי שוב

הצורך במערכת סגורה של דוחות על פני נתוני מידע מבודדים ותיאוריים ברור לך?

אלון גלזר (לידר שוקי הון)

כאנליסט, אני נוטה להעדיף מסגרת מספרית סגורה על פני ביאורים מילוליים באופיים.

עדי סקוב (IBI)

מבחינתי לעשות ניתוח חוב של חברה ללא דוח הסולו שלה זה כמו שרופא שיניים יעשה סתימה בלי צילום רנטגן.

רו"ח דורון צור

הניסיון לגזור גזירה שווה ולקבוע תקנה אחידה הוא בעייתי -

דוחות הסולו על רקע ההצעה לביטולם:
תועלת מול עלות

בעייתית. נניח שלחברה הון חוזר חיובי אך מיד בתום השנה היא נדרשת לפרוע חוב פיננסי משמעותי אשר לא מופיע כחלק מההון החוזר. חברה אחראית תרצה להציג חוב זה אך במקביל תרצה גם להציג את ההשקעה בחברות המוחזקות - לפי איזה כלל מדידה היא תציג אותם? החשש שלי שהדרישה להציג את ההון החוזר בלבד עם דרישה כללית איכותית להסבר מצבה הנזילית של החברה תוביל את הדיווח הזה לדיווח נון גאפ שכל חברה תבחר לצקת לו תוכן כרצונה.

רו"ח הדר וינר (ילין - לפידות)

בעבודתנו אנו מנתחים חברה הן בהיבטי אקוויטי והן בהיבטי חוב. בפרט, מעניין אותנו באיזו שכבה מצוי כל חוב וחוב. לדעתנו דוחות סולו מורחבים עדיפים על דוחות סולו בהתאם לתקנה 9'. כמו כן, אין זה קריטי מבחינתנו שדוחות כאמור יבוקרו על ידי רואה חשבון.

רו"ח רמי וייסנברגר (גזית גלוב)

אנו מהראשונים שהתחילו להציג דוח סולו מורחב. אני חושב שיש לתת להנהלה חופש פעולה להחליט כיצד להציג את דוחות הסולו, ופרט אילו חברות יש לכלול, מיהם הגורמים אשר יחתמו על דוחות הסולו וכיוצא בזה. הדבר דומה לביאור על מגזרי פעילות המתבסס על גישת ההנהלה הטהורה ונערך מנקודת מבטה של ההנהלה.

רקפת שני

לעניין תזרים מזומנים הצפוי כתחליף לדוח סולו, לדעתי, הבעיה היא בהתמקדות בטווח הקצר, קרי שנה או שנתיים, בחברות מסוימות. ישנה חשיבות גם לטווח הזמן הבינוני, ואם קיימת חולשה בטווח זה היינו רוצים לראות זאת.

רו"ח גל עמית

ניכר כי הפער בין המשתתפים בדיון אינו גדול כפי שעשוי

הדבר נכון לא רק בחברות החזקה קלאסיות, אלא גם בקבוצה הכוללת חברות תפעוליות. כך למשל, במקרים בהם יש מינוף ברמת החברה הבת, יש לבצע הפרדה ולבחון מהי האפשרות להעלות כספים לחברה האם. כמו כן, הרבה פעמים יחסים פיננסיים בדוחות המאוחדים הופכים לא רלבנטיים כאשר מחברים ענפים שונים. יחד עם זאת, המציאות מלמדת שפעמים רבות גם דוחות סולו אינם רלבנטיים, ובפרט כאשר לחברה המחזיקה חברות מטה בהן התחייבויות ונכסים במקרים אלה חברות הדירוג וכידוע לי גם הבנקים דורשים הצגת סולו מורחב.

רו"ח שלומי שוב

כלומר, אם לא תקבלי את המידע הכספי הנפרד, את תדרשי אותו לצורך הדירוג?

סיגל יישכר (מדרוג)

בוודאי.

רו"ח משה גדנסקי (קבוצת נץ)

ההיבט הייחודי בהצעה החדשה הוא כי לראשונה ישנה חובת גילוי לחלקי דוחות כספיים. מעבר לדיון הכללי הנוגע לחובת הצגת אינפורמציה כספית חלקית (כמו דיווחים מיידיים על אזהרות רווח בטרם פרסום דוחות כספיים וכד') הרי שבמקרה של מידע הקשור לניתוח יכולת הפירעון של החברה ישנה נקודה נוספת. לדוגמא, בהתאם להצעה ישנה חובה לתת גילוי להון החוזר. נניח שלחברה גירעון בהון החוזר סולו אותו היא נדרשת להסביר. החברה טוענת כי יש לה השקעה בחברה מוחזקת אשר לא מסווגת כחלק מההון החוזר ומכירה של חלק ממנייתיה תממן את הגירעון בהון החוזר. במצב כזה כאשר החברה תרצה להסביר עובדה זו כיצד היא תציג ותמדוד את ההשקעה בחברה המוחזקת? לפי איזה בסיס מדידה (שווי הוגן, אקוויטי וכד')? המצב ההפוך גם הוא עשוי להיות

נציגים של חברות דירוג, בנקים, אנליסטים, מוסדיים - בעלי מניות ובעלי חוב - הכל מסכימים כי המידע המופק מדוחות הסולו הוא בעל חשיבות רבה מאוד. ברור לי כי יש לחץ על הרשות לניירות ערך להקל ברגולציה. יחד עם זאת, לפני יישום מהלך מהיר כזה צריך לשקול אותו היטב.

רו"ח עדי טל (הרשות לניירות ערך)

ביטול דוח הסולו לא נובע מהרצון להקל. אנו בוחנים את הנושא של דוח סולו כבר כמה שנים, באופן מאוד מעמיק ורחב בנייר שלנו ישנה אמירה שמעודדת את החברות לתת את המידע, ואני שואלת את נציגי החברות, האם הדבר לא מספק בהיבט של האפשרות לתת את נקודת ראות ההנהלה?

כמו כן, צריך לזכור שלא קובעים את הכלל בגלל מספר עבריינים, איתם יש דרכים להתמודד, ונעשתה כאן מחשבה רבה בכדי למצוא את האיזון.

רו"ח אבי זיגלמן

אימצנו את ה - IFRS בטענה שזו מסגרת חשבונאות מבוססת עקרונות ולא מבוססת כללים, כדוגמת התקינה האמריקאית. הבעיה היא שעם הזמן, יישום ה - IFRS בישראל הופך ומדמה ליישום התקינה האמריקאית.

פרופסור אמיר ברנע

הדיון חשף שנעשים שימושים נרחבים בדוחות הסולו, ובפרט בעת החלטה על חלוקת דיבידנדים ובעת בחינת היציבות הפיננסית של החברה. כמו כן חשף הדיון שעלות הכנת דוחות סולו איננה גבוהה כי ממילא הם מוכנים לשלטונות המס וממילא נדרשת אינפורמציה על נתוני סולו כהערה לדוחות שמציעה הרשות. באופן תיאורטי ניתן להתבסס על הדוחות המאוחדים, אך אין ספק כי לצורך שימושים אלה דוחות הסולו רלבנטיים יותר. צר לי לומר זאת, אך ביטול דוחות הסולו בהתאם להצעת הרשות לניירות ערך, פוגע באינפורמציה שיש בדוחות הכספיים, ובייחוד במצבים לא יציבים ומשבריים בהם גדל הצורך באינפורמציה על יציבות פיננסית. כמו כן, ברקע לא ניתן להתעלם ממבני ההחזקות הפירמידאליים שכה אופייניים בישראל. בעקבות הדיון, אני מציע לשקול מחדש את ההצעה לביטול דוחות הסולו. לאור מאפייני המשק הישראלי ומבני ההחזקה במשק הישראלי, עולה השאלה אם דוחות הסולו הם הנושא הראוי לקיצור ופישוט דוחות כספיים. מטרת הקיצור והפישוט במקומה עומדת אך לדעתי לפחות יש לכוונה למקומות אחרים בדוחות.

להיראות. מצד אחד, על הרשות לניירות ערך יש כעת לחץ גדול לפעול לקיצור ולפישוט הדוחות הכספיים. מן הצד השני, לא ניתן למנוע מאנשים להגדיר אילו מידעים חשובים להם ואילו לאו. ראשית, יש להבין מהי המטרה של דוחות סולו בהתאם לתקנה 9ג'. לדעתי, באופן עקרוני מטרת הדוח טובה. צריך לזכור שהדוח אינו מתיימר להיות מדויק מבחינה חשבונאית. כפי שנאמר על ידי משתתפים אחרים בדיון, הפתרון נעוץ במתן אחריות רבה יותר להנהלות החברות.

פרופסור יורם עדן

מבלי לשים לב, הצעת הרשות יוצרת מצב אבסורדי: כידוע, ישנה חובה לצרף דוחות הכספיים דוחות של חברות כלולות מהותיות. בעקבות ההצעה איחוד עשוי להפוך לכלי להחבאת מידע. במילים אחרות, אם חברה כלולה היא מהותית יש לצרף את דוחותיה ואם חברה בת היא מהותית ניתן לטשטש את תוצאותיה.

כאמור, בארצות הברית אין דרישה להציג דוחות סולו. מי שבקיא בהיסטוריה חשבונאית שמע אולי על אדם בשם אברהם ברילוף. ברילוף הראה כיצד חברות ציבוריות בארצות הברית עוותו בשנות השמונים של המאה הקודמת את הדוחות הכספיים תוך ניצול העובדה שציבור המשקיעים אינו מצליח להבחין בין דוחות סולו לבין דוחות מאוחדים. יש לזכור כי רכישת חברות יוצרת אשליה של גידול ברווחים. לאור האמור, המודל האמריקאי, שהביא בזמנו לנזקים אדירים ולמשברים בשוק ההון, אינו דוגמא טובה.

רו"ח עדי טל (הרשות לניירות ערך)

באופן טבעי, לא ניתן לבנות מודל אחד אשר יספק את צרכיהם של כל הגורמים. כשם שהפרק על תיאור עסקי התאגיד נוטה להיות רלבנטי יותר בחברות תעשייתיות ולכן נדרשות התאמות, כך גם דוחות הסולו נוטים להיות רלבנטיים להבנת חברות מסוימות. כפועל יוצא, אין הצדקה לדרישה להציג דוחות סולו מכל החברות. ברמה הפרקטית, גוף סטטוטורי אינו מסוגל לעצב דרישות חוקיות מגוונות לחברות הפועלות בכל תחום ותחום. הצעת הרשות לניירות ערך מהווה דרישות מינימאליות, ואין כוונה למנוע מהנהלה להציג מידע נוסף אם הדבר רלבנטי בעיניה. מן הצד השני, ובתגובה להצעות שנאמרו בדיון, הרשות לא יכולה לקבוע בחוק כלל על פי דוחות סולו יערכו כראות עיניה של הנהלת החברה.

רו"ח שלומי שוב

כאיש חשבונאות, אני חושב שהרשות שגתה בפרסום ההצעה ושעליה לעצור ולחשוב על השלכות ההצעה. בדיון נוכחים

פורום שווי הוגן FAIR VALUE FORUM

FVF

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

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: 6 בינואר 2014

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

חומר רקע למפגש: חומר רקע למפגש ינואר 2014

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

צוות מקצועי: עידו ספקטור, ליאור שחף ומתן חגבי.

מבחינה כלכלית. כפי שנאמר בעבר, רבים מהמניעים בעניין זה נובעים מבעית ה"פוליטיקלי קורקט" שהרי אין זה סביר שבמסגרת הערכות שווי חשבונאיות הנתונות לפיקוח רשות ניירות ערך, בעל השליטה יצהיר כי הוא עושק את המיעוט שהרי עושק המיעוט אינו חוקי.

בעניין זה ניתן לפרש את IFRS 13 לפיו יש לקחת הנחות שהן בגדר Legally Permissible. כלומר, גם אם דה-פקטו ביכולתו של בעל השליטה לעשוק את המיעוט, ברמת החשבונאות יש להשתמש בהנחות שהן בגדר החוק. המקרה היחיד שמצאתי בו הופחת ניכיון אי שליטה ממניות מיעוט הינו המקרה של כור ומכתשים אגן, שם בנוסף לפרמיית אי הסחירות שתוארה לעיל הופחת ניכיון אי שליטה בשיעור של 5%.

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

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

פרופ' אמיר ברנע

במסגרת חומר הרקע לדיון אנו רואים תרשים 1 מספרו של Shannon Pratt, המתאר את הפערים שבין Acquisition Value לבין Private Stock. אלמנט הסחירות ואלמנט השליטה הם מרכיבים מרכזיים בפער. שאלה: מה מיקומה של הערכת שווי ושל מחיר השוק בסקלת השווי שמתחילה ב- Private Stock ומסתיימת ב- Acquisition Value.

רו"ח שלומי שוב

כיום, גם לעניין שליטה, הפרשנות החשבונאית היא פשוטה 1st Guide to Business Valuations, Shannon Pratt

כראוי לפורום שווי הוגן, אנו חוזרים כיום לנושאי הליבה של שווי הוגן. כאשר אנו מדברים על ניכוי ראוי בגין העדר סחירות ומניות מיעוט יש להתחיל מהבסיס שהינו IFRS 13, אשר על פיו מדידת השווי ההוגן נדרשת לשקף את מכלול ההנחות שמשתתפים בשוק היו מתבססים עליהן בעת תמחור הנכס או ההתחייבות. לעניין ניכוי בגין העדר סחירות, העיקרון הוא לבחון האם מדובר בפרמטר רלבנטי עבור משתתפי השוק, ובמידה וכן יש להפחיתו. כפי שעולה ממחקרים שנעשו וכפי שנשמע בהמשך מחברי הפורום, שווי הוגן של נכס לא סחיר אמור להיות נמוך משווי הוגן של נכס סחיר, קרי, משקיעים ידרשו תשואה עודפת מנכס לא סחיר בהשוואה לנכס סחיר.

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

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

ישנו ממשק בין נושא ניכוי בגין העדר הסחירות לבין נושא ניכוי בגין אי השליטה. הנושא של פרמיית שליטה נדון במפגש האחרון של השנה האקדמית הקודמת של הפורום (מפגש יוני, 2013). מסקנת הדיון הייתה כי בהערכות שווי חשבונאיות לא נהוג להוסיף את המרכיב החיובי של פרמיית השליטה לחלקו היחסי של בעל השליטה ב- DCF, מתוך תפיסה שה- DCF כבר מגלם בחובו את הניהול האופטימאלי שמביאה עמה השליטה, וכמדומני זו גם עמדת רשות ניירות ערך. כמו כן, כל עוד לא קיימת בעיית פערי מידע, לא מקובל להפחית מחלקו של המיעוט ב- DCF ניכיון בגין אי שליטה, גם אם הוא קיים

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

רו"ח גיא טביביאן

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

פרופ' אמיר ברנע

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

כחלק מחומר הרקע צורפו שני מאמרים, האחד של Damodaran והשני של עמיהוד ומנדלסון. עמיהוד ומנדלסון היו מהראשונים לעסוק בנושא הנזילות והסחירות, ובמאמריהם הם מתארים כיצד מחיר ההון של חברה מושפע מנושא הסחירות. למעשה, כאשר מעריכים שווי של חברה לא סחירה על בסיס פרמטרים של חברה סחירה כדוגמת מכפיל רווח, נדרש להפחית ניכוי אי סחירות. לעומת זאת, אם אני מעריך חברה על בסיס הנתונים שלה, אז ניכוי אי הסחירות מגולם בשווי שמתקבל וניכוי נוסף מהווה כפילות.

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

ד"ר חיים קידר - לוי

ברצוני להתייחס לנקודה זו בהיבט של אגרות חוב ושערי ריבית. במכרז שביצענו, הפרדנו בין פרמיית אי הנזילות לפרמיית אי הסחירות. פרמיית אי הנזילות, אותה מודדים בשוק סחיר עבור נכס סחיר ובהתאם לגישתם של עמיהוד ומנדלסון, הינה הפרמיה המשולמת בגין העובדה שלא ניתן לבצע עסקת קניה או מכירה ברגע שהמשקיע מעוניין. פרמיית אי סחירות הינה

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

רו"ח גיא טביביאן

קיימת קביעה של ה - IASB לפיה אם קיים מחיר שוק בשוק פעיל למניה, אז אין להוסיף את פרמיית השליטה. מעבר לכך, עבור מי שמאמין בקיומה של פרמיית שליטה, מבחינה כלכלית כאשר מתבצעת הערכת שווי של חברה הנסחרת בבורסה לפי מחירי שוק, מחיר המניה אמור לגלם את ניכיון העדר השליטה.

פרופ' אמיר ברנע

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

רו"ח גיא טביביאן

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

פרופ' אמיר ברנע

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

רו"ח יניב זיו

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

רו"ח יזהר קנה

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

רו"ח יניב זיו

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

פרופ' אמיר ברנע

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

הפרמיה המשולמת על נכס שאינו רשום למסחר, בו העסקאות מתבצעות אחת לשנה. מצאנו כי פרמייט אי סחירות כמעט כפולה מפרמייט אי הנזילות.

פרופ' אמיר ברנע

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

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

הדרך הנוחה ביותר לחישוב ערך אי סחירות היא באמצעות מניות חסומות (Restricted Stocks). הסיבה היא כי במקרה זה קיים מחיר הנייר בשוק חופשי לצד שווי הנייר המוגבל לאותו פרק זמן מסוים, כך שניתן להעריך מהו הניכיון הדרוש. אומדנים אמפיריים מצביעים על ניכיון בשיעור של 30% - 20% במניות החסומות לפרק זמן של בין שנתיים לשלוש שנים.

רו"ח יניב זיו

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

פרופ' אמיר ברנע

מה לגבי חברה פרטית לעומת חברה ציבורית?

דוחות הסולו על רקע ההצעה לביטולם:
תועלת מול עלות

רו"ח צור פניגשטיין

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

רו"ח שלומי שוב

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

רו"ח צור פניגשטיין

המתודולוגיה של PWC מנחה מהו גודל הניכיון בשל העדר סחירות בהתחשב בתנאים מסוימים. אחד התנאים הינו גודל החבילה, כאשר ככל שהחבילה גדולה כך הניכוי בגין אי סחירות קטן.

במחקרים רבים בשנים האחרונות דיברו על ניכוי בשיעור 30% - 20% באופן נורמאלי. אולם, בשנים האחרונות אימצנו את נוסחאות ה - PUT של Finnerty, וכפי שידוע לי נוסחאות אלו אומצו גם ביתר הפירמות. יש לציין כי על פי רוב, נוסחאות אלה מביאות אף הן לניכוי בשיעור 30% - 20%. ההבדלים המהותיים מצויים בעיקר בחברות בהן התנודתיות במחיר המניה היא מאוד נמוכה או מאוד גבוהה.

כרופ' אמיר ברנע

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

רו"ח יניב זיו

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

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

כרופ' רפי אלדור

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

רו"ח שלומי שוב

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

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

רו"ח עינת שפרלינג

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

רו"ח שלומי שוב

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

רו"ח עינת שפרלינג

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

רו"ח פיני שמואלי

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

פרופ' אמיר ברנע

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

ד"ר דורון ישראלי

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

ד"ר חיים קידר - לוי

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

ד"ר דורון ישראלי

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

פרופ' צבי וינר

נושא הדיון היום הוא מורכב מאוד ומערב שליטה, סחירות, מניות ואגרות חוב. לצערי, לרוב השאלות שעלו בדיון אין לי תשובה חד משמעית, אך ברצוני לתת דוגמא פשוטה שלדעתי מבודדת את בעיית הסחירות. הבה נבחן את שוק אגרות

דוחות הסולו על רקע ההצעה לביטולם:
תועלת מול עלות

סחירות או פרמיית השליטה בכל אירוע נגזר מהפרמטרים הייחודיים של החברה, של המשקיע ושל הנסיבות שהובילו לאותה עסקה.

ד"ר דורון ישראלי

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

רו"ח אלי אל - על

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

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

רו"ח שלומי שוב

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

רו"ח דני ויטאן

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

החוב הממשלתיות, ובפרט את שוק המק"מים, שהינו אחד מהשווקים הסחירים בישראל. במקביל, נבחן את התנאים בשוק הפקדונות בישראל, המבטא את הקצה השני של אי הסחירות. אם נשווה את הריבית המתקבלת בגין פיקדונות לשנה לעומת הריבית המתקבלת על מק"מ לשנה, תתברר תופעה הפוכה לגמרי לכל מה שנדון עד כה - פרמיה שלילית בגין סחירות. כלומר, אנשים וארגונים מוכנים לקבל ריביות מאוד נמוכות על פיקדונות לשנה ביחס לתשואה על מק"מ, על אף שהפקדונות אינם סחירים.

רו"ח שלומי שוב

מה ההסבר שנמצא לתופעה?

פרופ' צבי וינר

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

פרופ' רפי אלדור

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

רו"ח ואדים פורטנוי

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

מרכיב אי הסחירות בתקופת ההבשלה.

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

רו"ח דני ויטאן

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

רו"ח עינת שפרלינג

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

רו"ח דני ויטאן

אני נוטה להסכים - אין זה מוחלט שעל פרמיית השליטה או פרמיית ההשפעה המהותית להיות מיוחסת במלואה. לחלק הנרכש, והשאלה המרכזית היא מהי נקודת ההתחלה. לדוגמא, ייתכן כי נקודת ההתחלה הינה החזקה בשיעור של 30% הכוללת פרמיית השפעה מהותית - במקרה זה במסגרת מדידת ההחזקה הקודמת יש לקחת בחשבון פרמיה זו. לחלופין, במקרים אחרים בהחלט ייתכן כי בעליה לשליטה חלק משמעותי מהפרמיה, ובפעמים רבות אף כולה, שולם עבור החלק הנרכש.

פרופ' אמיר ברנע

Damodaran עורך הבחנה ברורה בין ערך, אשר עליו מתבסס

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

רו"ח שלומי שוב

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

רו"ח גיא טביביאן

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

רו"ח שלומי שוב

קיים פער בין שווי אופציה לעובד זוטר לבין שווי אופציה למנהל בכיר, ולמעשה, הדבר חורג מגבולות IFRS 13 לפיו השווי ההוגן אינו אמור להיות מושפע מזהות המחזיק. כלומר, קיים פער בין אופן המדידה של שווי הוגן לפי IFRS 13 ובין אופן המדידה של אופציות לעובדים לפי IFRS 2 ולכן גם IFRS 13 מוציא מתחולתו את הנושא של אופציות לעובדים. השאלה היא כיצד אנחנו מסבירים את הרציונל לפער החשבונאי הזה?

רו"ח גיא טביביאן

דוחות הסולו על רקע ההצעה לביטולם:
תועלת מול עלות

רו"ח יניב זיו

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

רו"ח שמוליק ויינשטיין

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

כרופ' אמיר ברנע

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

ד"ר חיים קידר - לוי

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

כרופ' אמיר ברנע

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

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

רו"ח גיא טביביאן

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

רו"ח עינת שברלינג

התשובה אכן תלויה במתודולוגיה המיושמת.

כרופ' אמיר ברנע

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

רו"ח עינת שברלינג

הכול תלוי בהנחות.

במישור הכלכלי אין ספק כי הדיון מעלה דילמות משמעותיות וניכר כי נושאי ניכיון אי הסחירות הינו בלתי פתור במישור הכלכלי התיאורטי. יחד עם זאת, במישור החשבונאי, החשבונאות חסכה לחברות המדווחות ולרואי החשבון מעמסה גדולה בכל הקשור לשווי הוגן על ידי החרגת Block Discount מהגדרת שווי הוגן. לטעמי, לאור שיקולי אובייקטיביות ופרקטיות, החשבונאות עשתה בחירה נכונה בעניין זה.

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

פרופ' אמיר ברנע

צר לי שאנו יוצאים מהדיון עם סימני שאלה רבים.

רו"ח שלומי שוב

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

פורום שווי הוגן
FAIR VALUE FORUM

FVF

חוק הריכוזיות:
השלכות על הדוחות
הכספיים

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 האישיים והמקצועיות של חברי הפורום ואינם מייצגים בהכרח את העמדות הרשמיות של הגופים אליהם הם משתייכים.

תאריך המפגש: 3 בפברואר 2014

נושא המפגש: "חוק הריכוזיות: השלכות על הדוחות הכספיים"

חומר רקע למפגש: חומר רקע למפגש נובמבר

אורחים שהוזמנו: אבי ליכט המשנה ליועץ המשפטי לממשלה (כלכלי-פיסקאלי), עו"ד דוד חודק (GKH), עו"ד אהוד סול (הרצוג פוקס נאמן), עו"ד רויטל כחלון ורו"ח שלומי כהן (גזית גלוב).

נוכחים: רקפת שני, אמיר ברנע, שלומי שוב, רון מלכא, משה גדנסקי, גיל כץ, אנה ברנשטיין, דני ויטאן, אבי זיגלמן, ירון ייני, רם לוי, עינת שפרלינג, גיל מור, יוסף פישלר, גיא טביביאן, אודי גרינברג, יורם עדן, דן אלנתן, ואדים פורטנוי, סיגל יששכר, אלון גלזר, גל עמית, עדי סקופ, דגנית דניאל, קרן בנגלס שנער, שלומי וינר, איל גבע, נדב שטיינברג, אפרים דרור, אסתר סטנובסקי, נבו ברנר.

צוות מקצועי: עידו ספקטור, ליאור שחף ומתן חגבי.

הרי שיש לו עדיין רוב בדירקטוריון יחד עימם. טיעון זה הינו בעייתי הן מאחר והוא לא מצביע עבורם והן מאחר והוא לא יכול לסיים את העסקתם וכן המינויים הבאים לא בהכרח יהיו בשליטתו. לסיכום, אנחנו בחשבונאות רואים בדירקטוריון כגוף העיקרי שדרכו ממומשת השליטה ואם הדירקטוריון לא בידי בעל השליטה, הרי שהוא לא שולט בחברה.

מצב דברים זה, בהינתן החוק הנוכחי שאמור להוביל למספר איבודי שליטה משמעותיים במשק מבחינה חשבונאית, אינו משקף את כוונת המחוקק והוא נובע מההסתכלות המשפטית על שליטה כדבוקת שליטה. כלומר, מבחינה משפטית, עצם קיומם של הסכמי בעלי המניות עם המיעוט שמקנים לו אפשרות להציע מועמדים לדירקטורים מוביל להתייחסות של החוק גם למיעוט כחלק מדבוקת השליטה. ניתן לראות זאת באופן חד מאד במקרים של מכתשים אגן ושל פרטנר שלהם כידוע בעל שליטה זר אבל מאחר ובהתאם להסכמי בעלי מניות אשר מקנים למחזיקות המיעוט בישראל, כור וסקיילקס בהתאמה, זכויות למינוי דירקטורים. הסכמים אלה הופכים את מכתשים ואת פרטנר לחברות שכבה שלישית ואמורים להוביל לכאורה במצב של החוק הנוכחי לאיבוד שליטה בהן של כימצי'ינה וקבוצת סבן בהתאמה. אין ספק שלא לכך כיוון המחוקק.

היבט נוסף של החוק בו נעסוק בדיון יהיה ירידת ערך מוניטין בדוחות הכספיים הקרובים. בהתאם לחוק, חברות נדרשות לממש החזקות בחברות בתחתית הפירמידה וכן לממש החזקות אשר יוצרות החזקה צולבת של חברות פיננסיות וריאליות. מצב זה יוצר שני סוגים של בעיות: האחת, אם אנחנו נמצאים במצב שבו מחיר השוק של החברות שיש צורך לממש אותן נמוך מהערך בספרים של ההשקעה, אז החברה נדרשת לבחון ירידת ערך של המוניטין כבר בדוחות של דצמבר 2013. גם אם נעזרים בשווי שימוש (DCF) לצורך חישוב השווי ההוגן, נוצרת בעיה עם הערך הטרמינלי שכן על פי תקן IAS 36, העוסק בירידות ערך, הערך הטרמינלי יהיה לכאורה דומה לשווי ההוגן בשוק. ערך זה מהווה את הרכיב המרכזי של הערכת השווי ולכן ישנו סיכוי שבכל זאת תהיה ירידת ערך כבר בתקופה הנוכחית. נזכיר גם את נושא פרמיית השליטה, בו עסקנו בפורום בעבר, לגביה עולה השאלה: האם ניתן להוסיף אותה למחיר השוק? כאמור, במרץ 2013 קיבל המוסד הבינלאומי לתקינה החלטה טנטטיבית לפיה לא ניתן להוסיף את פרמיית השליטה למחיר השוק, אך בשל העובדה שלא בוצעו תיקונים בתקנים בעקבות החלטה זו כעת עולה השאלה: האם החלטה זו הינה החלטה מפרשת או החלטה

הדיון היום יעסוק בחוק הריכוזיות והשפעתו על הדוחות הכספיים. נמצא אתנו כאן אבי ליכט, המשנה ליועץ המשפטי לממשלה, שהיה מעורב בתהליך החקיקה ונשמע ממנו על האופן בו הוא רואה את החוק. ייתכן כי הראיה החשבונאית והראיה שלו לא תהינה חופפות בשל הכללים הייחודיים והעקרונות של החשבונאות. נקודת הזמן בה אנחנו נמצאים היא שיא עריכת הדוחות הכספיים השנתיים והסוגיות שנעלה כאן רלוונטית כבר על הדוחות הכספיים הקרובים. אם אני מסתכל על ההשפעה של החוק, יש לו שני מישורים עיקריים מהבחינה החשבונאית – הראשון, איבוד שליטה חשבונאית בעקבות שינוי מבנה הדירקטוריונים והשני, ירידת ערך בעקבות פירוק פירמידות.

בנוגע לשליטה, החל מהשנה האחרונה ישנו תקן חשבונאות חדש בשם IFRS 10 שמטרתו להבהיר מהי שליטה באופן עקרוני ומהותי ולא בצורה טכנית כמו שהיה נהוג לעיתים לפרש בעבר. תקן זה אמור להביא את המציאות לדוחות הכספיים ואם אין שליטה בפועל, לא יהיה איחוד של הדוחות הכספיים. יחד עם זאת, לא בטוח שההסתכלות החשבונאית על שליטה שהיא מנקודת ראות של החברה זהה לזו של המשפט. מבחינת החשבונאות, מספיק שיש למיעוט זכות וטו על מינוי מנכ"ל כדי למנוע שליטה בחשבונאות, אבל לא בהכרח הדברים הם כך במציאות. אנחנו נראה שהחוק מחייב תוך חצי שנה שינוי במבנה הדירקטוריון של החברות בתחתית הפירמידה (שכבה שלישית ומטה) ודורש מצד אחד רוב של דירקטורים בלתי תלויים, דרישה פחות בעייתית מבחינה חשבונאית כיוון שעל אף שתנאי הכשירות הנדרשים לגביהם הם נוקשים, הבחירה והמינוי שלהם נעשים בידי בעל השליטה.

מצד שני, החוק קבע נוסחה למינוי דח"צים לפיה מספר הדח"צים צריך להיות שווה למספר הדירקטורים לחלק ל-2, מינוס אחד ומעוגל כלפי מעלה. לדח"צים יש גם את תנאי הכשירות הנוקשים והליך הבחירה שלהם נעשה באופן כזה שבעל השליטה מציע אותם, אך הבחירה שלהם נעשית על ידי רוב מקרב המיעוט. לכאורה, מכיוון שמדובר בפחות ממחצית הדירקטוריון, לא אמורה להיות פגיעה בשליטה, אך בחברות בהן לגורם שאינו בעל השליטה יש זכות מינוי אפילו לדירקטור אחד נוצר מצב בו רוב הדירקטוריון אינו ממונה על ידי בעל השליטה ואז מתקיים איבוד שליטה לפי החשבונאות. מעבר לכך, גם אם מועלה טיעון שבעל השליטה הוא זה שהציע את הדירקטורים החיצוניים ולפיכך למרות שלא הצביע עבורם

חוק הריכוזיות: השלכות על הדוחות הכספיים

ובין במתן רישיונות ויוצר משטר חדש של רגולציה על ידי הכנסת שיקולים של תחרותיות וריכוזיות במשק בעת קבלת ההחלטות. פרק זה מאפשר לרגולטורים לא לתת רישיונות ולא להפריט לגופים גדולים במטרה לבזר את השליטה וגם להכניס תחרות. חלק זה לא חל על כל ההקצאות, אלא רק על פלח מסוים שהגדרנו כתשתיות חיוניות כמו תקשורת, מים וחשמל. הפרק השני עוסק בפירמידות והפרק השלישי עוסק בהפרדה בין גופים ריאליים משמעותיים לבין גופים פיננסיים משמעותיים. כלומר, למנוע מגוף ריאלי משמעותי לשלוט בגוף פיננסי משמעותי ולהיפך.

הפרק השני העוסק בפירמידות רוצה להביא לפירוק של פירמידות קיימות ומניעת הרחבה של פירמידות חדשות. פרק זה ממוצה בסעיף אחד בלבד בו נאמר שבמשק יהיה מבנה פירמידה של שתי שכבות בלבד (אם ובת) ומי שלא יישם את סעיף זה צפוי לסנקציות. על פי הסעיף פירמידות קיימות צריכות להתקפל לשתי שכבות בתוך טווח זמן של 4 עד 6 שנים. ייתכן שתהליך זה יהיה על ידי מכירה של החברות התחתונות, רכישה שלהן והפיכה לחברות פרטיות, מיזוגן וכן ישנה אפשרות לבצע דיבידנד בעין. בנוסף, חברות מדווחות תוכלנה לבצע רכישה חוזרת של האג"ח שהן הנפיקו. השאלה הגדולה שעלתה בדיונים שלנו הייתה: מה יקרה בחצי השנה מהרגע שהחוק ייכנס לתוקף ועד לרגע שבו הן יקפלו או ימכרו את החברות? הרעיון שלנו היה להכניס כללי ממשל תאגידי לתקופת ביניים זו כיוון שאנחנו רוצים למנוע התנהלות לא נאותה בתקופה זו שהיא תקופה ארוכה למדי. לאור זאת, החלטנו על ביצוע שינויים בהרכב הדירקטוריון – רוב הדירקטורים יהיו בלתי תלויים ומספר הדח"צים יהיה שווה למספר הדירקטורים לחלק ל-2, מינוס אחד ומעוגל כלפי מעלה.

במסגרת החוק ניתנו גם הקלות לחברות שהחוק חל עליהן. יש שתי נקודות עיקריות שאני רוצה להתייחס אליהן –

שיש ליישם כבר עתה? ידוע לי שכיום יש החלטה מצד מחלקות מקצועיות רבות בארץ שעד שלא יתבצע תיקון של התקינה אין איסור בהוספת פרמיית השליטה על מחיר השוק. לנושא זה יכולה להיות השפעה של מאות מיליוני שקלים כבר בדוחות הכספיים הנוכחיים. גם בחברות ששווי השוק שלהן עולה על הערך בספרים, ייתכן כי החברות המחזיקות בהן יצטרכו לרשום מסים נדחים וזאת בשל מימוש ההשקעה הצפוי, כפי שנדרש ב-IFRS 5, דבר שיוביל להפסדים בתקופה הנוכחית.

על כל מה שציינתי אפשר לצרף גם את הזוויות השונות שיש לכל חברה בפירמידה. ייתכן כי חברה אחת בפירמידה מתכננת לבצע שינוי מבנה ארגוני כדי להתאים את עצמה לחוק ומצד שני חברה אחרת בפירמידה מתכננת לעשות רכישת מיעוט והפיכה לחברה פרטית. למעשה החוק הזה מייצר לנו הרבה אתגרים חשבונאיים איתם אנחנו נצטרך להתמודד בתקופה הקרובה.

פרופסור אמיר ברנע

הערה אחת – כאשר משתמשים ב-DCF ומחשבים את הערך הטרמינלי, לא לוקחים את מחיר השוק הנוכחי. מקובל להניח שייחודיות הפירמה מסתיימת והיא כפופה לשיעור צמיחה נורמלי מעבר לתקופת התחזית. בחישוב הערך הטרמינלי משתמשים בתזרים המזומנים החזוי לסוף תקופת התחזית עם מכפיל שווי נורמלי. התוצאה שתתקבל צפויה להיות שונה משווי השוק הנוכחי.

עו"ד אבי ליכט

המטרה שלי בדיון הזה היא לא רק לדבר ולהסביר, אלא גם לשמוע אתכם ולהבהיר שהאחריות שלכם היא להעיר הערות ולבקש הקלות. לדעתי, נושא הדירקטוריון הוא פתיר ואני אסביר זאת בהמשך. למעשה, החוק נועד לעשות שינוי ולבזר את הריכוזיות בשוק הישראלי. יש בו שלושה פרקים – הראשון עוסק בזכויות שמקצה המדינה בין ההפרטה

לטפל בבעיה?

עו"ד אודי סול

הבנו שההקלה של שלישי במקום חצי לא תמיד תפתור את הבעיה. במקרים אלו אפשר לטפל על ידי הגדלת מספר חברי הדירקטוריון, אך גם מצב זה אינו תמיד ריאלי בחברות מסוימות כיוון שיש הגבלה בתקנון ולפעמים אף השותפים האחרים בחברה ינצלו את מצב זה כדי לסחוט את בעל השליטה.

רו"ח גיא טביביאן

לדעתי, מבחינה חשבונאית איבוד השליטה לא צריך לקבל ביטוי בדוחות הקרובים. אני חושב שבסיטואציה הזו אנחנו צריכים להפעיל שיקול דעת. אני לא חושב שתקן 5 IFRS מיועד להתמודד עם מקרים כמו שלנו. לכן, למרות שזה לא מסתדר עם כמה סעיפים בתקן, אולי צריך להפעיל את השכל הישר ולא דווקא צריך ליישם את התקן בצורה יבשה. אני חושב שהתקינה לא ברורה בנושא הנדון.

רו"ח רם לוי

אם אתה יודע היום שבעוד 4 שנים החברה הולכת להימכר, אתה לא תיקח את בחשבון בבדיקת מוניטין שלך?

רו"ח גל עמית

נניח שאין הקלות לאף חברה ובעוד חצי שנה צריך למכור, איך אתה פותר את זה? למיטב ידיעתי, ההוראות בתקן די ברורות בנושא זה.

רו"ח גיא טביביאן

אמנם יש סעיף שעוסק באיבוד שליטה, אך השאלה היא איך אנחנו מתייחסים לאיבוד שליטה שלא נובע ממכירה, אלא ממימוש רעיוני?

התקן אינו חד משמעי כיוון שיש בו לעיתים סתירות. אחת מהן היא מצד אחד ההוראה לגבי איבוד שליטה שהזכרנו ומצד שני ההוראה בתקן שקובעת כי התקן חל רק על מכירה. בעיני הדרך הנכונה לפרש את זה היא להגיד שההוראה של איבוד השליטה צריכה לחול במצבים של פעילות מופסקת וכמוכן מכירה ולא במקרים של מימוש רעיוני.

פרופסור יורם עדן

בארץ יש היסטוריה של חברות שהכריחו אותן למכור החזקה וזה יצא להם טוב במיוחד. למשל, בנק הפועלים נאלץ למכור

ראשית, חברות מסוימות יקבלו פטור מהגדרת "שכבה" מדובר בחברות שהאינטרס הציבורי בהן הוא מועט. וניתן לפטור אותן בהתקנת תקנות

שנית, שר המשפטים, באישור ועדת הכספים של הכנסת, רשאי לבחור מספר נמוך יותר של דירקטורים חיצוניים מזה שנקבע בנוסחה, ובלבד שלא יפחת משליש. הסיבה לכך היא שידענו שיש חברות שהן תהיה בעיה להחיל עליהם משטר מלא לפי הנוסחה הרגילה בגלל המבנה המיוחד של הדירקטוריון. למשל, חברות שבהן יש לעובדים זכות לבחור דירקטורים או למשקיע אחר שאינו בעל השליטה. המטרה שלנו בחוק לא הייתה שחברות תאבדנה שליטה בחצי השנה הקרובה.

רו"ח שלומי שוב

השאלה היא, אם אכן זו הייתה המטרה, כיצד חברות שנמצאות במצב שהזכרת, כמו בי-קום לעניין בזק, וכמו דסק"ש לעניין שופרסל, יוכלו להימנע מאיבוד השליטה?

עו"ד אודי סול

מה גם שיש חברות שגם אם תוריד את מספר הדח"צים לשליש עדיין יש איבוד שליטה ואז החוק לא יוכל לעזור במתכונתו הנוכחית כי הוא מגביל למינימום של שלישי.

עו"ד אבי ליכט

ראשית, אנחנו לא נשנה את החוק עכשיו. אני מודע לחשש שאתם מציגים לגבי איבוד השליטה, אך אני חושב שהוא מוגזם. פנו אלינו חברות ואמרנו להן שאנחנו נטפל בבעיה על ידי החרגה של חברות אלו. בנוסף, הבנתי שבחלק מהחברות יבצעו שינויים בהסדרים בין בעל השליטה לשאר המחזיקים כך שלא יתרחש איבוד שליטה בחצי השנה הקרובה. אני רוצה שתבדילו בין שני סוגים של חברות: האחד, יש חברות שכבה שהן לא באמת חברות שכבה שהחוק מכוון אליהן הסוג השני, חברות שידענו שתהיה בהן בעיה בסוגיית השליטה כאשר הן תיישמה את חוק ה"לחלק בשתיים פחות אחד" ולכן הכנסנו את הסעיף המקל. אם נראה שיש מסה של חברות שנמצאות במצב הבעייתי הזה, אנחנו נטפל בזה. שוב, אין לנו כוונה לגרום לאיבוד שליטה בטווח הקרוב.

רו"ח שלומי שוב

אנחנו נמצאים עכשיו בפברואר, ממש בשיא הכנת הדוחות הכספיים, והם יוגשו לכל המאוחר בסוף מרץ. אני רוצה להזכיר בעצם שהזמן דוחק ואם יש איבוד שליטה הוא צריך לקבל ביטוי כבר בדוחות הקרובים. אודי, איך אתה חושב שאפשר

חוק הריכוזיות: השלכות על הדוחות הכספיים

ספירת השכבות הוא על בסיס חברות מדווחות. למעשה, אין שום מגבלה לבנות את המינוף מעל בסיס זה בחברות פרטיות. האם חוק הריכוזיות בכלל עוסק בזה?

עו"ד אבי ליכט

אני רוצה להבהיר – ישנו סעיף נוסף בחוק שעוסק במגבלות אשראי. זה נכון שהחוק לא מטפל באופן ישיר בנושא המינוף, אלא רואה את השכבות כפרוקטי למינוף, אך יש הוראות המטילות חובה על הרגולטורים לקבוע מגבלת אשראי כללית על הקבוצה בשלמותה וזה אמור לטפל בנושא.

עו"ד דוד חודק

לדעתי ההוראה הזו היא שערורייה. אין בה בכלל קריטריונים והיא מעין חקיקה פרטית למספר חב. שניים או שלושה דח"צים והיתר בלתי תלויים.

בהנחה שלא משנים את החוק, יכול להיות שניתן יהיה לטעון שדח"צים הם עדיין של בעל השליטה כי הוא זה שממליץ עליהם, למרות שהוא לא בוחר אותם בפועל. בשנה השלישית תהיה בעיה, כי בעל השליטה כבר לא פקטור בבחירה או בהמלצה על הדח"צים. בתקופה זו צריך לבחון האם בעל השליטה נמצא במצב שבו הוא מתנגד לדח"צים שנבחרו והציבור למעשה כופה אותם עליו. רק במקרה כזה אפשר לבוא ולומר שיש איבוד שליטה.

רו"ח שלומי שוב

קשה לי לראות איך החשבונאות תקבל הצעה מינוי דח"צים כשליטה ולא מינוי בפועל. כמדומני, גם בבזק, הוועד יכול להציע שניים ולא לוביץ' יש זכות וטו על נציגי הוועד, אך אנחנו לא יכולים לראות אותם כנציגים של אלוביץ' עצמו. אנחנו רוצים שבעל השליטה גם יציע את הדירקטורים וגם ימנה אותם בפועל.

את בנק אוצר החייל זה נעשה בסכום גבוה מיוחד. דוגמה נוספת היא שקופות הגמל נאלצו למכור את קופות הנאמנות וקיבלו סכומים גבוהים מאוד. כלומר, אם מכריחים מישהו למכור משהו תוך 6 שנים, זה לא אומר שהוא ימכור את זה במכירת חיטול. התפיסה של התקינה הבינלאומית היא שמי רוכש את החברות הללו הוא משתמש שוק רלוונטי שיכול לקנות את המניות במחיר שהוא רואה לנכון. לכן, לדעתי, אם יש אופק של 6 שנים זה לא אומר שהנכס כבר עתה צריך להיות מוצג כמחוזק למכירה. לא ניתן לדעת כיום מה יהיו תנאי השוק בעוד 6 שנים זה לא יהיה נכון לומר ששווי השוק של החברה היום משקף את השווי שלה בעוד 6 שנים.

רו"ח שלומי שוב

מצד שני, יש כללים בעת הכנת הערכות שווי שצריך לפעול לפיהם.

רו"ח דני ויטאן

גיא דיבר על אובדן השליטה בהרחבה וכמו שאבי אמר יש שאלה מאוד משמעותית לגבי אובדן שליטה בחצי השנה הקרובה. זה נכון שהחברות צריך לפעול מהרף אבל אנחנו רואים שיש לחברות אפשרות לפנות ולקבל הקלות. בנוסף, אנחנו רואים פניות למוסדות התקינה בנושא זה כבר עתה מצד החברות. אני לא חושב ש-IFRS 5 נועד לטפל במצבים של אובדן שליטה שלא בדרך של מכירה זאת למרות גישת המימוש הרעיוני. כמובן שבטווח הארוך יש לבחון האם יהיו מצבים שחברות תאבדנה שליטה בעקבות מינוי דח"צים, על אף שזו לא כוונת החוק. אם אכן זו לא המטרה בחוק, יש לטפל בכך במסגרת החוק.

פרופסור אמיר ברנע

אני מתייחס לזווית אחרת לגמרי בחוק. לדעתי, החולי שהתגלה במבנה הפירמידלי הוא נושא המינוף. המינוף הופך כל תנועה קלה למשבר. אני מבין מעו"ד ליכט שכל נושא

התקינה מדברת על שליטה כהכוונת מדיניות התאגיד והדירקטוריון הוא רק דוגמה פרטית שהתקן נותן לדרך בה אפשר לעשות זאת. מדוע לא די בכך שבעל השליטה ממליץ בכדי להביא לשליטה? הרי בסופו של דבר המיעוט צריך לבחור מתוך רשימה שבעל השליטה נותן לו, אז בכל מקרה ייבחר מישהו שבעל השליטה רוצה שהוא ייבחר.

עו"ד אודי סול

אני חושב שההקלה של שלישי דח"צים תפתור את מרבית הבעיות לעניין איבוד השליטה. מעבר לזה, אנחנו אימצנו מדיניות משרדית לא לבקר את החוק. אני חושב שזה חוק מעולה שפותח הזדמנויות עסקיות מדהימות. צריך לזהות את החברות שיתקפלו ולהבין איפה אפשר לעשות רכישה עסקית כדאית. אני רוצה להפנות את תשומת ליבכם לכך שרוב החברות הציבוריות מפספסות חלק חשוב בחוק. החוק קובע מינוי רוב דירקטורים בלתי תלויים עד יוני ומינוי דח"צים לפי הנוסחה עד ספטמבר. בפועל, הם יצטרכו למנות את הדח"צים כבר ביוני כי לא יקרה מצב שבו ימנו ביוני רוב של דירקטורים בלתי תלויים ואז יפטרו חלק מהם בספטמבר כדי להכניס את הדח"צים. אני לא יודע אם החוק מתייחס לכך, אך גם אם חברת שכבה נמכרת, השולט החדש בה יישאר עם הדח"צים בכמות המופרזת שמונו בתקופת הביניים. מצב זה הוא בעייתי ורוכשים חדשים לא ירצו להיכנס לחברה שבה יש דירקטוריון שלא הוא המליץ עליהם ולא הוא מינה אותם. זה יחליש את האטרקטיביות של הרכישה. יכול להיות שפתרון הבעיה הוא FIFO. לפטר את הדירקטורים הוותיקים ולהכניס את החדשים במקומם.

פרופסור אמיר ברנע

יש פה עוד בעיה – הנחת המוצא בחוק היא שאם המיעוט הוא זה שיבחר את הדירקטורים החיצוניים הם ינהלו את החברה לטובת כלל המשקיעים. אבל מה זה בעצם המיעוט? זה שלושה ארבעה גורמים מוסדיים שיש להם אינטרסים רוחביים הן בחברה (בעלי מניות ואג"ח), הן בחברות אחרות והן בבנקאות להשקעות. מי אמר שאם המיעוט הוא זה שיקבע מובטח אינטרס המשקיעים בחברה? האם המעבר מבעל השליטה למיעוט יביא להקטנת ניגודי האינטרסים?

רו"ח ירון ייני

אני מסכים מאוד עם הדברים של אמיר ורוצה לחזק אותך. אנחנו רואים שהאסטרטגיה במשק הישראלי היא לקחת

פוזיציות מיעוט בכל החברות. באופן כזה אתה לא נכנס לאש הניהול מצד אחד, ונהנה מתשואה חסרת סיכון ומשיג סמכויות רבות בהתערבות בחברה מצד שני. לדוגמה, אם אתה בעלים של בנק אתה לא יכול לעשות כלום, אבל אם אתה פוזיצית מיעוט חזקה בבנק הכוח אצלך בידיים. בקצב הזה, אנחנו נראה בעוד עשר שנים חוק שמגביל את המיעוט.

יש פה ניסיון לשנות משק באמצעות חוקים, אך אם הייתה חשיבה כלכלית רחבה, היו מבינים שהעברות הידיים בחברות לא ישנו את המצב הקיים. בסופו של דבר, מי שייפגע מהמהלך הזה יהיה הציבור.

לגבי נושא הדח"צים, יש לי היכרות רבה עם דח"צים והם לאט לאט הופכים לרואי חשבון ולעורכי דין שמבינים את התחומים ואת החוקים. כלומר, כל חשיבת השוק נעשית באותו אופן על ידי אותם אנשים. הסיכון הגלום בשוק גדל כי כבר אין את הדירקטורים החכמים של פעם, אלא רק כאלו שעברו תואר ראשון או תואר שני שאין שום גיוון בחשיבה העסקית שלהם. המסקנה היא שכאשר מנסים לפתור את הבעיה על ידי מינוי דח"צים, אין שינוי בפועל כי הם כולם אותו דבר. צריך לחשוב על חינוך והכשרה כדי ליצור שינוי ממשי במשק בעוד 20-30 שנה. יכול להיות שהחוק הזה נכון לעכשיו, אך בטווח הרחוק הוא אינו בהכרח יפתור את הבעיה. ההזדמנויות העסקיות שיפתחו בעקבות החוק יהיו רק של כמה קבוצות וכמה גופים ולא של המשק בכללותו.

עו"ד אודי סול

יש נקודה נוספת שצריך לקחת בחשבון והיא הקביעה שחברות דואליות הן חברות שכבה. קביעה זו היא הפוכה למטרה שחברות דואליות יירשמו למסחר בתל אביב. מה תעשנה כל אותן חברות? הן ימחקו את עצמן מהמסחר בתל אביב וכך לא ייחשבו כחברות שכבה. הרי אם הן צריכות לבחור מקום אחד להיסחר בו, הן יבחרו להיסחר בחו"ל.

עו"ד דוד חודק

אני חושב שצריך לבקר כל חקיקה, גם אם היא כבר נעשתה. לכן, מה שיקרה לדעתי הוא שלא יהיו שחקנים ישראלים שייקחו את ההזדמנויות הללו מההון הישראלי שלהם ואז נישאר רק עם המוסדיים. מכיוון שהמוסדיים לא יכולים להחזיק בגרעיני שליטה, גרעיני השליטה יתפזרו ואז אנשים ייקחו פוזיציות מיעוט של 20% בחברה ציבורית א' שמחזיקה ב-40% בחברה ציבורית ב' ובסופו של דבר האקוויטי שלהם בחברה למטה יהיה 6%-8%. אני שואל אתכם, במה המצב הזה שונה מהמדרג של IDB? בסופו של דבר אחרי כל הבגאן הזה נחזור למצב ממנו התחלנו.

חוק הריכוזיות: השלכות על הדוחות הכספיים

עו"ד אבי ליכט

נכון, זה באמת יכול להוביל למצב כזה. המחוקק אומר שהוא לא רוצה שיהיו קבוצות גדולות מדי במשק שלנו שבסוף יהיה קשה מאוד לבצע שינויים רגולטוריים שהקבוצות האלו לא מעוניינות בהם. כולנו יודעים את הסכנה הנובעת מכך שמספר מצומצם של חברות יכולות לחוץ על המשק ולנווט אותו כראות עיניהן. את זה בדיוק אנחנו רוצים למנוע. אנחנו לא רוצים לבוא ולפגוע בכלל המשק, אלא לגרום לכך שלמדינה תהיה אפשרות להתנגד לחברות ענק כאלה ולהעביר רפורמות.

רו"ח שלומי שוב

בואו נעבור לבעיית ירידת הערך. אני רוצה להביא דוגמה של בנק דיסקונט והחזקתו בבנק הבינלאומי מהשבוע האחרון. בנק דיסקונט מחזיק 26% בבנק הבינלאומי ומחיר השוק של ההשקעה נמוך מהערך שלה בספרים. בנק דיסקונט רשם הפרשה ב-2012 של 113 מיליון ש"ח ומדובר בסיפור דומה למצב שלנו. בנק דיסקונט מחויב למתווה ליציאה מהשקעה בבנק הבינלאומי תוך מספר שנים. לפי המתווה, בסוף חודש מרץ הקרוב הוא אמור לאבד את זכויות הצעת הדיסקונטורים וייפסק ההסכם עם פיבי השקעות לפיו הם צריכים לדאוג למינוי הדיסקונטורים שהוא מציע. כלומר, במרץ הוא מאבד את ההשפעה המהותית שלו. מעבר לכך, ב-2017 או 2018 הוא צריך לממש את עיקר ההשקעה בבנק הבינלאומי. הסיטואציה הזו דומה למצב שיווצר עקב חוק הריכוזיות. ישנו שוני אחד – לאור תיקון ב-28 IAS בתחילת 2013, באיבוד השפעה מהותית ללא פעולת מכירה יש להמשיך ליישם אקוויטי עד למועד איבוד ההשפעה המהותית בפועל.

אם ככה, נשארנו עם 36 IAS העוסק בירידת ערך. התקן קובע שאם יש סממן לירידת ערך להשקעה יש לבחון ירידת ערך לפי סכום בר השבה. סכום בר השבה הוא הגבוה מבין שווי הוגן בניכוי עלויות מכירה לבין שווי השימוש. שווי שימוש הוא

רו"ח שלומי שוב

יכול להיות שזה נכון, אבל בכל זאת ייתכן ויווצר ממשל תאגידי טוב יותר בעקבות חוק זה.

פרופסור יורם עדן

אתה חושב שבחול"ל זה יותר טוב? אתה יודע איזה פיזור מניית היה באנרון?

רו"ח גל עמית

החוק הזה שכולם יורדים עליו, בסופו של דבר לפעמים זה טוב לבוא ולשנות דברים באופן חד כל כך. כולנו יודעים שזה לא טוב להתמודד עם דברים בחקיקה, אבל איכשהו צריך להתמודד עם המצב.

עו"ד אבי ליכט

נכון מאוד, אי אפשר לקחת את החשבונאות והמשפטים ולמתוח אותם עד הקצה ואז לבוא לפה ולהתלונן כשעושים שינויים כמו מה שעשינו. אני שומע את הביקורת שלכם ולא חושב שכל חקיקה היא מושלמת ואנחנו נרצה לתקן עיוותים כאלו ואחרים. אני חושב שהיושבים בחדר צריכים לעשות גם חשבון נפש ולשאול מה החלק שלכם במה שקרה בכנסת.

עו"ד אודי סול

הבעיה עם החוק הזה הוא שאין דומה לו בעולם. לנו כעורכי דין אין מקור לפנות אליו ולהבין איך עלינו להתמודד עם החוק הזה. זה תקף במיוחד לגבי הפרק הראשון בחוק שהוא פרק שלא מצאתי מקבילה לו בשום מקום בעולם. יש רצון לעודד תחרות, אך לא נקבעו כלל קריטריונים מינימאליים בחוק כיצד לעשות זאת. זה יוביל למאבק משפטי אדיר כאשר מישוהו יבקש רישיון והמתנגדים יפנו לבתי משפט כדי למנוע זאת.

למעשה DCF וכשבנק דיסקונט עושה DCF לבנק הבינלאומי הוא מכניס אליו את מימוש ההשקעה. זה מחזיר אותנו לסיטואציה שדיברנו עליה, אם החברה נדרשת לממש את ההשקעה בעוד מספר שנים, לדעתי ולפחות לפי פרשנות מילולית של התקן, יש לקחת בערך הטרמינלי את השווי ההוגן. בשבוע שעבר הודיע בנק דיסקונט שברבעון הרביעי של 2013 הוא ירשום את ירידת הערך למחיר השוק.

פרופסור אמיר ברנע

יש פה עניין של בלוק (חבילת מניות משמעותית יחסית לכמות שהונפקה) מניות- כאשר אני בעלים של בלוק מניות האם יש לייחס לו ניכיון או פרמיה? כלומר, כשאני אלך לממש בלוק, האם הקונה ישלם פרמיה עבור זכויותיו ומעמדו בהסכמי שליטה ובאסיפה הכללית? ניקח לדוגמה את פרטנר - האם הזכויות שיש לסקיילקס כיום יעברו לרוכש עתידי של חבילת מניות פרטנר שמחזיקה סקוילקס? מדוע להניח ירידת ערך כאשר אפשר לייחס לבלוק הזה את התכונות העודפות שאין למניית מיעוט שנסחרת בשוק?

רו"ח שלומי שוב

אני מבין את מה שאתה אומר, אבל אני רוצה להפנות אתכם ללשון תקן 36 IAS: "במסגרת שווי השימוש, צריך לקחת את אומדן תזרימי המזומנים שיתקבלו ממימוש הנכס בתום החיים השימושיים שלו. אומדן זה ייקבע באופן דומה לשווי הוגן של נכס בניכוי עלויות מכירה". להזכירכם, שווי הוגן של נכס בניכוי עלויות מכירה בחשבונאות היום למניות סחירות מבוסס על שווי השוק שלהן.

פרופסור יורם עדן

ב-2010 מחיר השוק של הבינלאומי היה 48% מהערך בספרים וכיום הוא 85% ממנו. מהדוגמה הזו ניתן להבין שאי אפשר להשתמש בשווי השוק כיום בכדי להעריך את שווי השוק בעוד מספר שנים.

רו"ח אודי גרינברג

ה-IASB אמנם יצא באמירה של ה-P כפול ה-Q במרץ, אבל חלק מהחברים בוועדה התנגדו וטענו שהמודל לא נכון בהכרח. בנוסף, לדעתי אנחנו לא נכנסים לתחולה של IFRS 13.

רו"ח דני ויטאן

זה לא כזה ברור. בתקן לא כתוב שווי הוגן ואין בו הפניה ל-IFRS 13. אם אנחנו נמצאים במודל של שווי שימוש שהוא סובייקטיבי, אנחנו לא רוצים לערבב אותו עם דברים אחרים

כמו IFRS 13. הסעיף הזה שקראת נועד לנכסים כמו רכוש קבוע וערך הגרט שלו זה לא דומה למדידה של השקעות בחברות שצריך למכור. אני לא בטוח שיש פרשנות אחת וחד משמעית בנושא זה, בטח ובטח כשאנחנו נמצאים במודל סובייקטיבי כמו שווי שימוש ומנסים להלביש עליו את אילוצי השווי ההוגן שמתחבר לשוק.

פרופסור אמיר ברנע

מה שאתה אומר זה שהעובדה שצריך לממש עוד כמה שנים לא רלוונטית? כשאני הולך לערך השבה ומשתמש ב-DCF, מה עושים עם הערך הטרמינלי?

רו"ח דני ויטאן

ראשית, אני מניח שלכל אחד ממעריכי השווי פה יש את הגישה שלו. שנית, יש את הוראות התקן וכל עבודה של הערכת שווי צריכה להתחבר לתקינה החשבונאית. מה שאני חושב זה שהתקינה לא חד משמעית בנושא זה ואני לא חושב שיש אמירה אחת לפיה יש ללכת למחיר השוק.

רו"ח גל עמית

יש פה עניין של common sense - אם אתה יודע שיש לך שנתיים לקבל דיבידנד ובשנה השלישית אתה צריך למכור, איך אתה יכול לעשות שווי שימוש עם הנחת דיבידנדים לאינסוף?

פרופסור אמיר ברנע

אם כך, מדוע נקבע בספרות המקצועית שהערך הטרמינלי הוא הערך הנוכחי של הדיבידנדים העתידיים?

רו"ח גיל כץ

העמדה בעולם היא לא בהכרח P כפול Q. כולנו מבינים שזו בעיה ויש גישות אחרות בעולם. כל עוד אתה לא בשווי הוגן, לא צריך ללכת לשווי שוק היום. אפשר לעשות DCF ל-4 שנים ואחרי זה ערך טרמינלי. צריך להבין את התוצאה הסופית - נניח שאני אפחית היום את הערך בספרים לשווי השוק ומחר אמכור מעל לשווי השוק, אז אני אחזיר את הרווח? זו תוצאה מעוותת ולדעתי לא לשם כיוון התקן, כך שאין צורך ללכת לשווי בבורסה.

רו"ח שלומי שוב

איך אנחנו מתמודדים עם זה שנקבע ב-36 IAS שאם יש נכס שיש כוונה למכור אותו בטווח הקצר, אז שווי השימוש מתכנס לשווי השוק?

חוק הריכוזיות: השלכות על הדוחות הכספיים

אלון גלזר

אני רוצה להתייחס למה שנאמר לגבי בנק דיסקונט. אם היינו נותנים לבנק דיסקונט לעשות הערכת שווי לבנק הבינלאומי, הוא לא היה מוכר את המניות לעולם. כלכלית, מה שקורה עכשיו מכריח את בנק דיסקונט לבצע מהלך שהוא היה צריך לעשות מזמן. בנק דיסקונט מחזיק רבע מההון של בנק שאין לו שום שליטה עליו. כלומר, קורה פה מהלך שהוא טוב מבחינה כלכלית.

פרופסור אמיר ברנע

האם בחבילה של 25% שיש לו הוא מנוטרל מהצבעה באסיפה הכללית? כי אם הוא לא, אז יש לו כוח יותר גדול מבעל השליטה.

אלון גלזר

הבעיה היא שהוא לא עושה שם כלום. היה עדיף לו להחזיק מניות של מדד תל אביב בנקים מאשר את אלו של הבינלאומי.

רו"ח שלומי שוב

לסיכום, אני חושב שהדיון היום היה חשוב ומעניין. עלו כאן גם כמה תובנות ואני מרגיש שראינו פה גישה חיובית של הרגולציה לנושא של איבודי השליטה והעיוותים של החוק. כמו כן, ראינו גישה מקלה, לטעמי לפחות, מצד המחלקות המקצועיות של המשרדים הגדולים לראיית חשבון לעניין ירידת הערך והערך הטרמינלי.

רו"ח אבי זיגלמן

אם אתה שואף למכור נכס בעוד 4 שנים, שווי השימוש שלך הוא היוון הדיבידנדים שתקבל ב-4 השנים הקרובות בתוספת היוון מחיר המכירה שאתה צופה לקבל בעוד 4 שנים. מחיר זה הוא פונקציה של התחרות וניתוח של השחקנים שאתה צופה שישתתפו בתחרות על רכישת הנכס והוא צריך להביא בחשבון את הדיבידנדים העתידיים שהקונה מעריך שיקבל.

רו"ח רם לוי

אני מסכים עם מה שאמר אבי. בנוסף, יש פרמטר כלכלי שצריך להוסיף והוא שיעור המס שישלם המוכר כי בנטו יישאר לו פחות. אמנם תמכור בשווי השימוש שגבוה משווי השוק, אבל מבחינת תזרים המזומנים בסוף תקבל תמורה יותר נמוכה. יכול להיות שצריך לקחת את מס רווח ההון שיש למוכר בערך הטרמינלי.

רו"ח עינת שפרלינג

אם אתה בשווי שימוש ותעשה את מה שהצעת, צריך לנטרל את השפעות המס. אם צריך לרשום השפעת מס זה מסתבך מאוד.

רו"ח ואדים פורטנוי

לדעתי, לבוא ולטעון שהשווי ההוגן בעוד 4 שנים הוא השווי הבורסאי היום זו טענה מופרכת. אפשר לבחון את זה בגישה סטטיסטית. נניח שיש מניה שבעל שליטה צריך למכור בעוד 6 שנים ובשנים האחרונות השונות של המחיר שלה הייתה מאוד גבוהה. כמו כן, נניח שבעל השליטה פועל בצורה רציונלית. במצב זה, יכול להיות שצריך להניח שאותו בעל שליטה יממש את המניה כאשר היא תהיה בשיא שלה ולקחת את זה בחשבון בעת הערכת השווי.

פורום שווי הוגן
FAIR VALUE FORUM

FVF

**השפעת הירידה בשכר
הטרחת של רואי חשבון על
איכות המידע בשוק ההון**

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: 10 באפריל 2014

נושא המפגש: "השפעת הירידה בשכר הטרחת של רואי חשבון על איכות המידע בשוק ההון"

חומר רקע למפגש: חומר רקע לדיון אפריל, מאמרם של פרופ' יורם עדן וד"ר אריה עובדיה בביטאון "רואה החשבון" - "מקצוע ראית החשבון על פרשת דרכים". כמו כן, הובאו בכתב במהלך הדיון דבריו של רו"ח יזהר קנה (סגן נשיא לשכת רואי חשבון, יו"ר הוועדה לתקני ביקורת ושותף מנהל פאהן קנה ושות').

אורחים שהוזמנו: רו"ח יוסי פילוס (PWC), רו"ח יוסי בן אלטבט - (המוסד לסקירת עמיתים), רו"ח איל הורוביץ (Baker Tilly) ורו"ח חיים חלפון (PKF עמית, חלפון).

נוכחים: לילי אילון (רשות החברות הממשלתיות), אלי אמיר, אמיר ברנע, נבו ברנר, קרן בנגלס שנער (הפיקוח על הבנקים), משה גדנסקי, אסתר גילעז רן, אפרים דרור, דגנית דניאל (מחלקת תאגידים, הכנס הרשמי), שמואל ויינשטיין (רשות המיסים), שלומי וינר (רשות ניירות ערך), בני חזות (לשכת רואי חשבון), דב ספיר (המוסד הישראלי לתקינה חשבונאית), עדי סקופ, ואדים פורטנוי, צור פניגשטיין, יורם עדן, דורון צור, רקפת רמיגולסקי, שלומי שוב, רקפת שני.

צוות מקצועי: עידו ספקטור, ליאור שחף, מתן חגבי, אלכס וולקוב.

השפעת הירידה בשכר הטרחה של רואי
חשבון על איכות המידע בשוק ההון

רו"ח שלומי שוב

בנוסף, בוצעה לצורך הדיון השוואה בינלאומית באמצעות הדיווחים של חברות ישראליות בעלות פעילות בינלאומית לפי השכר של רואה החשבון המבקר במדינות השונות בהן מתקיימת הפעילות. בהתאם להשוואה זו שכר הטרחה בישראל קרוב למדינות מזרח אירופה כמו רומניה, פולין וסרביה. להבדיל, שכר הטרחה השעתי בארה"ב לכל הפחות כפול מזה של ישראל והפער מגיע לעיתים גם עד ליותר מפי 5. כמו כן, במדינות אירופאיות כמו שוויץ, גרמניה ובריטניה, שכר הטרחה הוא לפחות כפול מאשר זה בישראל. מכיוון שאנחנו מדברים על אותו סוג של חברות בעלות פעילות בינלאומית, כמו שטראוס לדוגמה, ומדובר על אותם משרדי ראיית חשבון, KPMG ישראל ולונדון למשל, התוצאה מעלה כל מיני שאלות – מה המקור שלה, האם יש לה השפעה על איכות הביקורת המתבצעת והאם יש לה השפעה על איכות המידע שמגיע לשוק ההון.

אחת מההשלכות של ביקורת לא איכותית היא הצגות מחדש משמעותיות. ראינו לאחרונה מספר הצגות מחדש משמעותיות במשק, אך מצד שני אני שם לב לאדישות של השוק בישראל לאותן הצגות מחדש, למעט במקרים מאוד משמעותיים. המשמעות היא שאנחנו בדרך כלל לא רואים תזוזות של מחירי המניה בעקבות הצגות מחדש כתוצאה מאובדן אמון של שוק ההון בהנהלות. אם היו קורים אותם מקרים בשוק האמריקאי, אני חושב שהתוצאה הייתה אחרת לגמרי. יכול להיות שזה קשור לאכיפה ולמערכת השכר והעונש של השוק הישראלי.

הנתונים שאנו מציגים לגבי שכר הטרחה של רואי החשבון מפורסמים פומבית ויש עמדה שטוענת שפרסום של המידע הזה הוביל לתחרות כלפי מטה. זאת לעומת שכר המנהלים שפרסומו הוביל דווקא לתחרות של "מי מקבל יותר" וגרם לעלייתו. פרט מעניין הוא שהבנקים לא מפרסמים את שכר הטרחה לשעה ומשיחות שערכתי עם בכירים בתחום הבנקאות, שכר הטרחה גבוה יותר ועומד על 260-300 שקלים לשעה בממוצע. אכן ניתן לזהות בניתוח שערכנו שיש השפעה לתחום בו נערכת הביקורת.

כפורום שווי הוגן החלטנו שראוי לקיים דיון על נושא שכר הטרחה של רואי החשבון. כידוע לכם, מטרת הביקורת היא לייצר עבור הדוחות הכספיים גם אמינות וגם מהימנות ולכן יש לביקורת חשיבות קריטית ביחס למידע שמסופק לשוק ההון. אם הביקורת לא איכותית מספיק, הרי שקיים סיכוי גדול יותר לטעויות והטעויות בדוחות הכספיים.

צוות הפורום ערך סקר אודות שכר הטרחה של רואי חשבון במשק ולאחר שניציג את המספרים אני לא חושב שהמצב יפתיע אך אחד מהנוכחים. המספרים מעידים על מצב מסוים אותו אנחנו רוצים לנתח במפגש. מה שאנחנו רואים מבחינת התעריפים של הביקורת זה שכר הטרחה הממוצע לשעה בשנת 2013 לחברות ת"א 100 הסתכם ל-208 שקלים. ניתן לראות גם שיש לגודל החברות השפעה על שכר הטרחה – בעוד שבת"א 25 שכר הטרחה הוא 238 שקלים לשעה, בחברות יתר 50 (50 המניות הראשונות לאחר מניות ת"א 100) שכר הטרחה צונח ל-170 שקלים לשעה.

אנחנו גם רואים זחילה מטה של התעריפים בשנים האחרונות שהמשיכה בשנת 2013. חשוב להדגיש כי הירידה בתעריף הממוצע לשעה נעשית דווקא על רקע של מורכבות הולכת וגדלה של עבודת הביקורת. החשבונאות של ימינו היא הרבה יותר מורכבת מאשר בעבר ועולם העסקים גם כן הולך ונהיה מורכב יותר. כך לדוגמה, כל נושא הערכות השווי שנכנסו לדוחות הכספיים בשנים האחרונות. אין ספק שקשה יותר לבצע ביקורת של שווי הוגן מאשר ביקורת של עלות. לביקורת של שווי הוגן נדרשים עובדים מיומנים ומנוסים הרבה יותר, אשר אמורים להיות מתוגמלים יותר. כלומר, הביקורת הולכת לכיוון של שחיקה בשכר הטרחה ולא להיפך כמו שהיינו מצפים. תוסיפו לכך גם את הרגולציה שהולכת וגדלה והאחריות על המבקר גדלה בעקבות כך, דבר שהיה אמור להביא לעלייה בשכר הטרחה.

פרופ' אלי אמיר

האם בדקתם את מספר שעות הביקורת שהושקעו בכל אחת מהחברות הללו? ייתכן כי השכר הממוצע לשעה ירד, אך ייתכן שמספר שעות הביקורת עלה, דבר שגרם לעלייה בהכנסות מביקורת. אני יודע שסך ההכנסות מביקורת בארה"ב עלה לאחר סרביינס-אוקסלי. כמו כן, יש לדעתי לבדוק את הרווח מביקורת. אם למשל ההכנסה לשעה היא 200 שח והתשלום הממוצע לעובדי ביקורת הוא 50 שח בממוצע, הרי שיש רווח נאה מביקורת.

רו"ח שלומי שוב

יש אמנם נתונים לגבי מספר השעות, אך אין נתונים לגבי התמהיל של העובדים בתיק. בכל מקרה, הסקר שערכנו לא כולל את מספר השעות כיוון שלא ניסינו לבצע מחקר עומק, אלא רק לתת אינדיקציה על הכיוון שאליו הולכים תעריפי שכר הטרחה בישראל. אני חושב שמי שעוסק בתחום יכול להגיד לך שהכיוון שעליו מצביע הסקר אינו מפתיע.

פרופ' אמיר ברנע

אני חייב לציין שהדיון היום הוא נורא מוזר כיוון שיהיה לנו בעייתי להגיע למסקנות היום. יש הרבה גורמים שיכולים להשפיע על הירידה בשכר הטרחה והם לאו דווקא יכולים להיות מטופלים על ידי התערבות כזו או אחרת. לדוגמה, יכול להיות שמשרדי ראיית החשבון נותנים לעובדים הזוטרים לבצע את מרבית העבודה ומשום שלעובדים אלה יש שכר נמוך, הם מושכים את שכר הטרחה הממוצע כלפי מטה. צריך לבדוק גם האם יש שינויים טכנולוגיים שמקלים או מקשים על הביקורת ויש גם ביקורת פנים שמבקר החוץ מסתמך על עבודתה לעיתים קרובות. להראות שאיכות הביקורת ירדה זה קשה מאוד ותיכף נראה האם הנתונים שנקבל פה יכולים לסייע לנו לאמוד את איכותה.

לדעתי, ההמלצה על מינוי רואה החשבון וקביעת שכר טרחתו צריכה לעבור לוועדת הביקורת ומעבר לכך אני מציע שתוטל עליה גם כן האחריות לתוצאות הביקורת. באופן כזה יהיה לה אינטרס לבחור במשרד שיעשה את הביקורת הטובה ביותר. וגם היא תהיה מוכנה לשלם על כך שכר טרחה גבוה יותר.

רו"ח יזהר קנה (דברים שהוצגו בכתב)

קיימת תופעה מובהקת ומסוכנת, להבנתי, לפיה שכ"ט לרו"ח במשק הישראלי משולם ב"יחס הפוך" לסיכון. בגופים ציבוריים גדולים (כולל גופי ממשלה כגון חברות ממשלתיות) שכ"ט הינו הגבוה ביותר. בגופים פרטיים רבים שכ"ט נמוך

דוגמה מעניינת של ההשפעה הענפית היא תחום הביטוח שבו שכר הטרחה הממוצע בחמש חברות הביטוח הגדולות עומד על 202 ש"ח בלבד אשר נמוך באופן ניכר מזה שבבנקים. ניתן לראות כי בשנת 2013 חלה ירידה בשכר הטרחה לשעה: בכלל ביטוח השכר הממוצע לשעה ב-2012 היה 217 ש"ח וב-2013 היה 178 ש"ח בלבד. בהראל השכר הממוצע לשעה היה ב-2011-240 ש"ח וב-2013-205 ש"ח בלבד. הירידה בשכר הטרחה בחברות הביטוח מתרחשת על רקע העובדה שהתעריפים בפניקס נמוכים במיוחד. כך לדוגמה, התעריף של הפניקס בשנת 2013 הסתכם ב-156 ש"ח בלבד. ניתן לכאורה לראות שהפניקס מושכת את שכר הטרחה כלפי מטה.

שכר טרחה ממוצע נמוך יכול להצביע על כך שאם יוצאים מנקודת מוצא שמשרדי ראיית החשבון הם רווחיים הרי שהדבר מעיד על שימוש נרחב בעובדים זוטרים ופחות מיומנים בעבודת הביקורת שיכולות להיות לה השפעות שליליות על איכות העבודה. בנוסף על כך, ככל שיש פחות עובדים מנוסים בתיק הביקורת הרי שהדבר יכול להעיד על כך שמי שמדריך בפועל את העובדים החדשים הם אנשי הכספים של החברה המבוקרת וזו יכול להיות בעייתי.

אמירה נוספת שיכולה להעיד על כך שהמצב הוא בעייתי היא שלעיתים משרדי ראיית חשבון לוקחים עבודת ביקורת רק מכיוון שלדעתם הם ירוויחו ממתן שירותים נלווים. לדעתי, אמירה כזו היא מאד בעייתית בכל הקשור לאי תלותו של רואה החשבון.

עולה השאלה – במידה ואנחנו אכן מגיעים למסקנה שאכן קיימת בעיה במצב הנוכחי, מה הפתרון והאם בכלל יש מקום להתערבות רגולטורית ו/או חקיקתית? אנחנו, למשל, יודעים שבארה"ב ועדת הביקורת היא זו שאמונה על מינוי וקביעת שכר הטרחה של רואי החשבון. בישראל, לעומת זאת, הסמכות הסופית נתונה בידי האסיפה הכללית של בעלי המניות. נשאלת השאלה האם מתן הכוח הבלעדי בנושא של מינוי וקביעת שכר טרחה יביא לאיזשהו שינוי? גם אם הדבר רצוי לדעתי, אני עדיין חושב שהבעיה הרבה יותר עמוקה והמצב הנוכחי הוא כפי שראינו לא מעט בשנים האחרונות זה שברגע שבעלי השליטה ומנהלים לא מכירים בחשיבות הביקורת ורואים בה כנטל, אזי לא בטוח שזה יביא לשינוי. צריך להוסיף לכך גם את בעיות הממשל התאגידי שאנו חווים בישראל. הדח"צים כמו גם בעלי השליטה לא יבינו את החשיבות של הביקורת עד שהצרכנים של המידע בדוחות – שוק ההון – לא ידרוש אותה וכאן תמונה הבעיה. אנחנו תיכף נדבר על ההתייחסות של החברות לעבודת הביקורת ולדעתי יש קשר הדוק בין היחס שנותן שוק ההון לביקורת לבין היחס שהחברה נותנת לה.

השפעת הירידה בשכר הטרחה של רואי
חשבון על איכות המידע בשוק ההון

מן המידע המפורסם לציבור נראה כי קיים היקף גדול ביותר של תיקי ביקורת של חברות ציבוריות בהן לרו"ח הפסדים מהתיק, לעיתים אף הפסד גולמי (תיקים בהם שכ"ט היו מחצית משכ"ט הראוי או אפילו שליש – ויש תופעות כאלה). אציין כי שכ"ט הסביר לרו"ח בתיק ביקורת רגיל של גוף פרטי היו 200-220 ש"ח ובחברות ציבוריות שכ"ט צריך להיות גבוה יותר עקב תמהיל כוח אדם מקצועי (במיוחד בחברות אחזקה). בפועל אנו עדים לחברות ציבוריות בהן שכ"ט היו אפילו 100 ש"ח לשעה כולל כאלה המפוקחות ע"י הממונה על שוק ההון ביטוח וחיסכון.

במשרדי רו"ח קיימים מנגנוני הגנה אשר תפקידם למנוע מצב ששכ"ט הנמוך יפגע באיכות הביקורת (נהלים ברורים ומקיפים לביקורת אשר לכאורה לא ניתן לסטות מהם) ואולם לדעתי קיים סיכון שבסופו של יום שכ"ט הנמוך יפגע באיכות הביקורת.

שאלה חשובה בבחינת נושא זה הינו מהי שיטת התגמול הכספי של השותף/מנהל הביקורת. ככל ששיטה זאת נותנת משקל גדול יותר לרווחיות בתיק כי אז סביר שלשיטה זאת תהיה השפעה על הביקורת – השפעה זאת יכולה לבוא לידי ביטוי לדוגמא בהתערבות השותף בקביעת רף מהותיות גבוה יותר, בדיקת ה"מידע אחר" על ידי איש צוות זוטר יותר וכד'.

אציין כי ה- PCAOB בוחן את מדיניות התגמול של השותפים ולגישתו שותף חייב להינזק מבחינה כספית אם נתגלו אצלו סטיות באיכות העבודה (כגון בביקורת סקר העמיתים הישראלי, הצגות מחדש וכו').

הפתרון: במצב הרגולטורי והפרקטי הקיים היום בישראל נראה שהגוף היחידי שיכול להביא השינוי (ולהבנתי זה גם תפקידו) הינו הרגולטור – בעיקר הרשות לניירות ערך והמפקח על שוק ההון ביטוח וחיסכון (תשומת ליבך שרו"ח מנועים מלדון בעניין בצוותא עקב הגבלים עסקיים).

גופים רגולטוריים אלה יכולים על ידי עבודת השוואה

יותר אבל "סביר". ואילו בחברות הציבוריות (למעט הדואליות) הינו הנמוך ביותר והינו "בלתי סביר".

הגענו למצב "מגוחך" לפיו שתי חברות "זהות" – ציבורית ולא ציבורית – יתכן מאוד ושכ"ט בציבורית יהיה נמוך יותר למרות הסיכון והמורכבות.

הסיבות המרכזיות לשכ"ט הנמוך בחברות הציבוריות הינו להבנתי:

1. תחרותיות "פרועה" בין משרדי רו"ח בעיקר לעניין מי מבקר יותר חברות ציבוריות (פרסטיז'ה).
2. העובדה ששכ"ט של רו"ח הקיים מפורסמת לציבור – גורמת לרף תחתון בהחלפה ובמתן הצעות (בנושא זה הביא הפרסום לתופעה הפוכה מאשר שכר הבכירים).
3. בחברות ציבוריות רבות שכ"ט נקבע בסכום קבוע למספר שנים. העובדה שיש דרישות ושינויים בדרישות רגולציה חדשות לבקרים גורמת לעבודה רבה נוספת שאינה מכוסה בשכ"ט נוסף (דוגמאות פשוטות: תוספת הדוח סולו, תוספת הדרישה לועדת מאזן אשר תדון בדוחות לפני הדיון בדירקטוריון, בדיקת ה"SOX").
4. האמונה לפיה ניתן יהיה למכור שעות נוספות "בתעריף טוב" כגון "שירותים נלווים" או "עבודות מיוחדות" (תשקיפים, DD).
5. קביעת הרשות לניירות ערך לפני מספר שנים לפיה רו"ח מנוע מלבצע הכנת וערכת דוחות כספיים (קביעה שהיא לכשעצמה מבורכת ביותר ונבונה) גרמה לכך שהחברות נדרשו לכוח אדם מקצועי נוסף לצורכי עריכת הדוחות הכספיים. בחברות לא מועטות גרמה תוספת העלות בגין כ"א לדרישה (שאינה מוצדקת בהיקפה) להפחתה גדולה מידי בשכ"ט רו"ח.

חשבון שראיינתי כיצד הם תופשים סיכון והאם הם חושבים שהסיכון הזה עלה.

ד"ר רו"ח אסתר גילעז רן

נוסף על הדברים שאמר איל, ככל שהפער בין השפה החשבונאית לבין שפת המס גדל, כך גם גדל סיכון הביקורת. הסיבה לכך היא שיש יותר accruals והיכולת של רואה החשבון לנהל את כל אחד מהצדדים, החברה ומס הכנסה, גדול יותר. לדוגמה, נניח שיש לי תמיד אינטרס להקטין את הרווח לצרכי מס ואז המוטיבציה שלי לנהל רווחים כלפי מעלה קטנה. האינטרס שלי יהיה יותר מובהק להעלות רווחים מבלי שתהיה לי חבות מס על זה. בישראל זהו מדד שהוא מאוד מובהק והוא כבר אמפירי.

פרופ' אמיר ברנע

אפשר לבדוק גם את העלות של ביטוח מקצועי של רואי חשבון – אם יש עלייה בסיכון של רואי החשבון, גם תהיה עלייה בעלות זו.

רו"ח איל הורוביץ

בהחלט ואכן אנחנו רואים עלייה בביטוח המקצועי של רואי החשבון.

לגבי שאלת המחקר השנייה בנוגע למשבר הכלכלי הפיננסי העולמי והשפעתו על שכר הטרחה, ישנו הבדל בין האופן שהמשבר השפיע על ישראל ועל ארה"ב. כמובן שההשפעה של המשבר על ארה"ב הייתה הרבה יותר משמעותית ומנתונים שאספתי רואים ששכר הטרחה בארה"ב נשחק בעשרות אחוזים בתקופה זו. הדבר המעניין הוא שנערך מחקר בארה"ב ובו הגיעו למסקנות מובהקות שלא נפגעה איכות הביקורת עקב ירידת שכר טרחה זו. לדעתי, בישראל לא חווינו משבר פיננסי כמו שארה"ב חוותה אותו ועל כן השפעתו על שכר הטרחה של רואה החשבון לא הייתה משמעותית.

מבחינת השפעת הרגולציה על שכר הטרחה, ערכתי שיחות עם רגולטורים בהווה ובעבר ועם אנשי פרקטיקה וגיליתי שיש דעות שונות בנושא זה. מצד אחד, יש כאלו שטוענים שפרסום המחירים מוביל לירידה כי מנכ"לים יכולים להתמקח על שכר הטרחה ולהתאים אותו למתחרים. מצד שני, לעיתים השכר כל כך מביש שרואי החשבון טוענים שלא יהיה טוב לפרסם אותו ולכן מעלים את שכר הטרחה.

פשוטה של שכ"ט בין גופים מבוקרים דומים לזהות בנקל את המבוקרים "הקיצוניים" והחריגים (מבחינת היקף שכ"ט) ולקרוז אותם לסדר בדרכים שונות, לרבות הפניית שאלות בנושא לחברי ועדת הביקורת. פניות שכאלה יחזירו את הנושא לשפיות.

אציין כי נקודת כשל שוק הינה גם "מעורבות ועדת הביקורת" – ועדות הביקורת במקום שייקחו חלק פעיל בהרחבת היקף עבודתו של רו"ח ובהתאם שכרו, בדרך כלל אינן מעורבות בנושא זה ולעיתים אף משתתפות במלאכת הקיצוצים. מי שקובע את שכ"ט היונו בעל השליטה ומנהל הכספים שלא תמיד עומדת לנגד עיניהם החשיבות של הביקורת.

רו"ח שלומי שוב

נמצא אתנו היום איל הורוביץ שהוא השותף המנהל ויו"ר Baker Tilly בישראל. בימים אלו איל עוסק במחקר הנושא שבו אנו עוסקים היום במסגרת עבודת הדוקטורט שלו האמורה להסתיים עד סוף 2014.

רו"ח איל הורוביץ

בחרתי לעשות את עבודת הדוקטורט שלי בנושא זה כיוון שהוא חשוב ומורכב וכן בשל אופיו של התפקיד שלי היום. באופן מפתיע, למרות שיש המון מחקרים בעולם, בישראל כמעט שלא נגעו בנושא זה בצורה מעמיקה.

היו לי מספר שאלות מחקר – ראשית, רציתי לבחור איך השפיע המעבר ל-IFRS בישראל על שכר הטרחה של רואי החשבון. שאלה נוספת שרציתי לחקור היא איך השפיע המשבר הפיננסי העולמי על שכר הטרחה בישראל. השאלה השלישית היא מה הדעה ומה ההשפעה של הרגולטור בישראל, בעיקר הרשות לני"ע, על תעריפי שכר הטרחה. אני חושב שזו שאלה מאוד מעניינת אותה יש להפנות לרגולטור.

בנוגע למעבר ל-IFRS, אני לא חושב שהוא מסתכם במעבר מעלות לשווי הוגן, המשמעות של המעבר הייתה הרבה יותר דרמטית. פתאום מצאנו את עצמנו מתמודדים עם שיטה שלא הכרנו עד עכשיו והיה תהליך של למידה מחודשת שגרמה לעלויות נוספות הן של החברה המבוקרת והן של המבקר. כמו כן, עלתה השאלה – האם המעבר לשווי הוגן מגדיל את הסיכון של המבקר? בתחילה חשבתי שכן, אך לאחר שקראתי מחקרים רבים בנושא ראיתי שדווקא יש ירידה בסיכון לדעת אותם מחקרים. בישראל לעומת זאת, מהמחקר שלי עולה שהסיכון הנתפש עלה, כלומר רואי החשבון חושבים שהסיכון שלהם גדל. אציין שהמחקר שלי הוא איכותני, כלומר לא בדקתי מדד מסוים של סיכון, אלא שאלתי את אותם רואי

השפעת הירידה בשכר הטרחה של רואי
חשבון על איכות המידע בשוק ההון

פרופ' אמיר ברנע

היה מחקר לפיו החלפת רואי חשבון היא אינפורמציה שלילית שמגיעה לשוק ההון. כלומר, לרואה החשבון יש איזשהו קלף מול ההנהלה כי ההנהלה יודעת שהחלפת רואה חשבון תוביל להשפעה שלילית על מחיר המניה של החברה.

רו"ח איל הורוביץ

אתה יודע שהיו כ-200 החלפות של רואי חשבון בחברות ציבוריות בין השנים 2005-2010. זה מספר רב של החלפות וכשבדקתי אותן ראיתי שאין בהן שום חוקיות בכל הנוגע לגודל המשרד, הפירמה הישראלית או הפירמה הגלובלית. אז אפשר להבין שהחברות הציבוריות בישראל לא נרתעות מהחלפת רואה החשבון כי ככל הנראה אין לכך השפעה שלילית בשוק ההון.

בהמשך לשאלות שהעליתי, מעבר למעמד רואה החשבון יש עוד שאלות ובהן מידת ההתערבות של הרגולטור, שקיפות שכר הטרחה של רואה החשבון, החלפת רואה חשבון ובדיקת ההחלפות הללו על ידי הרגולטור ובדיקת איכות הביקורת על ידי הרגולטור. שאלתי את הרגולטור אם כאשר הוא שומע על שכר טרחה של 70 שקל לשעה, האם זה מדליק אצלו נורה אדומה. לרוב התשובה הייתה שלא ושיש לבדוק את איכות הביקורת ללא קשר לשכר הטרחה. כלומר, הרגולטורים לא קושרים קשר הדוק בין שכר הטרחה לבין איכות הביקורת.

ממצא נוסף שעלה במחקר הוא שבעלי השליטה דומיננטיים והשפעתם על התנהלות הדיקטטוריון וועדת הביקורת גדולה. זו גם חלק מהייחודיות של מבני השליטה בישראל, כיוון שבחו"ל ההחזקה בחברות היא מפוזרת יותר.

השאלה האחרונה שעלתה היא האם הביקורת הפכה ל-commodity. מכיוון שיש גורמים רבים וחברות רבות, ניתן להחליף את המבקר בקלות.

אפרים דרור

אני חושב שאם נבדוק את התמהיל של העובדים בביקורת נראה שיש פחות שעות שמושקעות על ידי העובדים הבכירים של המשרד ויותר של סטאז'רים.

רו"ח איל הורוביץ

זה נכון, אי אפשר לשפוט את איכות הביקורת רק על סמך מספר השעות שמושקעות בתיק או שכר הטרחה הממוצע.

אספר בקצרה על אופן המחקר – קיימתי פגישות עם רואי חשבון בכירים ב-4 Big וב-Second tier, ערכתי ראיונות עם רגולטורים ושלחתי שאלונים לרואי חשבון שונים בכ-90 מדינות. בנוסף, בחנתי גם נתוני שכר טרחה של 60 חברות ציבוריות בישראל בין השנים 2005-2013. מהנתונים עולה ששכר הטרחה השעתי בחברות הללו כמעט שלא עלה, אך שכר הטרחה הכולל כן עלה בעקבות מספר שעות גדול יותר.

עלו ממצאים רבים שעלו מהמחקר שלי ונתמקד בעיקריים בהם. ראשית, רואי החשבון שאיתם דיברתי חושבים שיש פיחות במעמדו של רואה החשבון המבקר. הסיבות לכך הן רבות וביניהן: הכניסה של החברות הגלובליות שהובילה למתודולוגיות מגבילות – רואי החשבון צריכים למלא שאלונים והביקורת הופכת לטכנית יותר, עריכת הדוחות הכספיים יצאה מידי של רואי החשבון וזה היה קלף מקצועי שלו כלפי הלקוח, הלקוח מתייחס לרואה החשבון כספק ואם החברה רוצה להוריד את שכר הטרחה ב-20% היא תתמקח עם רואה החשבון כמו שהיא עושה עם כל אחד מספקיה ובנוסף, היום ניתן להחליף רואה חשבון בקלות מבלי "להיענש" על כך מהשוק. כמובן שהתחרות הולכת וגדלה והביאה לכך שהבדלים בין המשרדים הצטמצמו עד כדי כך שאין הבדל ביניהם. לכן החברות כבר לא מייחסות חשיבות למשרד עצמו, אלא לשכר הטרחה שהוא לוקח.

Banking Supervision) מסמך סופי בנושא "ביקורת חיצונית בבנקים", (טיוטת המסמך פורסמה ב- 31.3.2013) המפרט עקרונות, הסברים והנחיות לשיפור איכות הביקורת ולהגדלת האפקטיביות שלה.

במסגרת מסמך העקרונות של באזל מרחיבים את החובות על ועדת הביקורת בהקשר של רואה החשבון המבקר, לדוגמה קיום תהליך קפדני של ועדת הביקורת לצורך מתן המלצה למינוי/ ביטול מינוי ותגמול רואה החשבון המבקר, בכלל זה לקבוע קריטריונים לבחירת רואה החשבון המבקר ולהעריך את האיכות הכוללת של רואה החשבון לפני מינוי לראשונה ולפחות אחת לשנה, של הידע, הכשירות ואי התלות. יש לציין שוועדת הביקורת מחויבת לתעד את כל החלטותיה ואת אופן קביעתן.

בהתייחס לנושא שכר הטרחה צוין במסמך העקרונות בין היתר כי: א. ועדת הביקורת צריכה לבדוק ולהניח את דעתה ששכר הטרחה שנקבע עבור רואה החשבון המבקר תואם להיקף העבודה הנדרש ממנו ולסיכוני הביקורת. ב. בהתייחס לשירותים נלווים שאינם ביקורת, על ועדת הביקורת לקבוע מדיניות רשמית לטיפול בשירותים נלווים המתקבלים מרואה החשבון המבקר, תוך בחינה שהם לא פוגמים באובייקטיביות ובאי תלות ומעקב אחר אופן קביעת שכר הטרחה עבורם.

במאי 2013 פורסם מזכר לדיון של צוות ייעוץ של ה- PCAOB בנושא אינדיקטורים להערכת איכות הביקורת (PCAOB: Discussion audit quality indicators), אשר מציע לקבוע אינדיקטורים כמותיים להעלאת איכות הביקורת, כגון: יחס בין מספר המנג'רים בצוות הביקורת לבין שותף הביקורת. יחס בין שעות העבודה שיוחסו לעבודת הביקורת בתאגיד הבנקאי הנדון לבין סך שעות העבודה של השותף וצוות הביקורת, בחינת היקף וסוג העבודות שבאחריות העובדים הבכירים בצוות הביקורת (שותף, דירקטור ומנרג) בנוסף לאחריותם לעבודת הביקורת של התאגיד הבנקאי הנדון וכו'.

בהתייחס לשאלה מדוע קיימת ריכוזיות בבנקים בישראל אצל מספר מועט של משרדי רואי חשבון מבקרים- הדבר נוצר בעקבות חסמי כניסה גבוהים הקיימים בתחום. רואי חשבון של תאגידים בנקאיים נדרשים לרמה גבוהה של ידע, מקצועיות ומומחיות בכללי חשבונאות ייעודיים, ולידי והבנה של הדרישות הרגולטוריות המקומיות ואילו הקיימות בעולם ובארה"ב בפרט.

בסופו של דבר עבודת הביקורת לא יוצרת ערך מבחינת הלקוח. תזרים המזומנים של החברה לא גדל באופן ישיר בעקבות הביקורת. ברגע שהמשרדים הגדולים מרכזים 90% מהחברות במשק ההבדלים ביניהם הצטמצמו לגמרי ואי אפשר להגיד שהביקורת של משרד א' שונה מהביקורת של משרד ב', כך שהביקורת הפכה ל-commodity והלקוחות רוצים לשלם כמה שפחות. זה לא אומר שהשירותים החשבונאיים האחרים שנותנים רואי החשבון כמו הערכות שווי, בדיקות ירידות ערך מוניטין וכדומה כן יוצרים ערך.

בנוגע להרתעה, אם הייתם יודעים כמה בקשות לתובענות ייצוגיות עומדות עכשיו בבתי המשפט הייתם מופתעים מהכמות הרבה. בחלק מהמקרים רואי החשבון נתבעים בדין פלילי, אך הבעיה היא שהתביעות הללו נמשכות כל כך הרבה זמן שאפקט ההרתעה שלהן הוא מצומצם.

עידו ספקטור

אני חושב שהתפיסה שלביקורת אין ערך היא בעייתית והיא קשורה במידה רבה לתרבות שלנו בארץ. ייתכן שהנהלת החברה לא תופסת את הביקורת כחשובה, אך בעיני בעלי המניות יש לה ערך. קחו לדוגמה את סין - בסין חברות יכולות לקרוס בוקר אחד והמשקיעים מאבדים את כספם למרות שהדוחות המבוקרים של אותן חברות לא העידו על כך (למשל: SINO FOREST). אני בטוח שאם עבודת הביקורת הייתה נעשית בצורה טובה יותר, המקרים הללו לא היו קורים.

קרן בנגלס שנער

ביום 29.5.13 המפקח על הבנקים פרסם בשיתוף עם משרד האוצר (אגף שוק ההון והחיסכון) טיוטה להערות הציבור בנושא "מתווה לשינוי מבני בביקורת החיצונית של גופים פיננסיים. מטרת הטיוטה הייתה להציג חלופות בכדי א. לשפר את המבנה הקיים כדי לחזק את אי התלות והספקנות המקצועית של ר"ח מבקר. ב. להגביר את המעורבות של רואי חשבון נוספים. ג. לשפר את איכות הביקורת החיצונית על הדוחות הכספיים של הגופים המפוקחים. הצעדים שהועלו לדיון: 1) חיוב רוטציה תקופתית בין משרדי רואי חשבון מבקרים. 2) קביעת מגבלה על נתח שוק מירבי המותר למשרד רואה חשבון יחיד במערכת. 3) הגבלת ביקורת ע"י שני רואי חשבון במשותף (joint audit). 4) הרחבת המגבלות על משרד רואה החשבון המבקר במתן שירותים נלווים למבוקר.

31.3.2014-1 Basel Committee on -BIS) פורסם בבאזל

השפעת הירידה בשכר הטרחה של רואי
חשבון על איכות המידע בשוק ההון

בהקשר זה חשוב לציין שהסקר שלנו העלה שאין הבדלים בין
שכר הטרחה למשרדי ה-Big 4 לבין אלו שאינם ב-Big 4.

רו"ח יוסי פילוס

אני חושב שחלק מהדברים ששמעתי נובעים מדיסאינפורמציה של הנוכחים מכיוון שלא כולם פה מודעים למציאות במשרדים הגדולים. אני אתחיל בקוריוז – היו שנים שטיפלתי בחברות אמריקאיות והיה נוהג שיו"ר ועדת ביקורת היה מזמין אותי להגיע לילה קודם לישיבה כדי לשבת ולדבר בצורה נינוחה על מערכת היחסים עם הלקוח, על שכר הטרחה והאם שכר הטרחה ראוי לפי דעתי, על הרכב האנשים בביקורת והתעריף לשעה. כל השאלות הללו באו ממקום שהוא רצה לנהל את הסיכונים שלו עצמו וכן בכדי לוודא שהוא עושה את עבודתו נאמנה עבור הדירקטורים האחרים. מעבר לכך, היה ניתן לראות שהוא מאוד מתעניין בדברים. לעומת זאת, באותה תקופה עבדתי עם חברה גדולה בישראל שהיו לה בעיות חשבונאיות מאוד מורכבות. הודעתי ללקוח שייקח לי חודשיים למפות את כל הבעיות החשבונאיות ולאחר מכן אני ארצה לעשות גם דיון פנימי בתוך המשרד וגם דיון עם הרשות לניירות ערך בכדי לקבל pre-ruling על כמה מהנושאים. ההתקפה הפרועה ביותר שקיבלתי בתהליך הייתה מיו"ר ועדת מאזן. הדבר היחיד שעניין אותו זה שכר הטרחה שכרוך במהלך הזה. הוא בכלל לא הבין את התפקיד שלו ואפילו לא עניינו אותו הבעיות שצריך להתמודד איתן. הייתה חסרה לו ההבנה שאם לא נטפל בבעיות החשבונאיות בצורה נכונה בהווה, ייתכן שעלויות ההצגה מחדש יהיו פי כמה וכמה יותר משמעותיות מאשר שכר הטרחה הכרוך בתהליך. זו רק דוגמה אחת, אבל במהלך חיי טיפלתי בעשרות חברות ובאופן כללי אני חושב שוועדות הביקורת צריכות לשדרג את עצמן ולקחת אחריות גדולה יותר על תהליך הביקורת בכלל ושכר הטרחה של רואי החשבון בפרט.

דבר נוסף שרציתי להתייחס אליו – מה שקורה בשנים האחרונות זה שברגע שמסתיימת עונת הביקורת יש התנפלות

רו"ח לילי אילון (רשות החברות הממשלתיות)

אצלנו ברשות החברות מייחסים ערך רב לרואה החשבון המבקר. לגבי השכר לשעה, קבענו לפני כ-3 שנים תקרת שכר טרחה שעתי מסוים וקבוע. כמו כן, סיווגנו את רואי החשבון מחדש באופן שיבטא את הערך שאנחנו נותנים לרואה החשבון המבקר (משרד). המרכיבים של הסיווג הם מספר רואי החשבון בפירמה, מספר שעות ממוצע ב-5 תיקים גדולים ומספר החברות המדווחות שהפירמה מבקרת אשר מבטא את יכולת המשרד להתמודד עם התיקים. מי שנפגע מסיווג זה הם משרדים שמעסיקים הרבה עובדים זוטרים.

חשוב לי לציין שני דברים: ראשית, אנחנו מקיימים רוטציה כל 6 שנים ובמקרים מיוחדים 7 שנים. תפישה זו לגבי הרוטציה מגיעה מהכיוון של בעלי החברה ולא מהכיוון של רגולטור. שנית, לדעתי, כל עניין ה-joint venture פוגע באפקט הרוטציה. ראינו במספר מקרים שרואה החשבון היוצא מתעקש על הטיפול החשבונאי בסעיפים שיש בהם בעיה ובכך הוא כובל את שיקול דעתו של רואה החשבון הנכנס שחותם על אותם דברים ולמרות ששניהם חותמים יוצא מצב שחותם תחת הרציונאל של הרוטציה.

דבר נוסף אליו התייחסנו: רואי החשבון מקבלים המון כסף בחברות ממשלתיות. גם מבחינת השכר לשעה, העומד על 220 שקלים לשעה בממוצע, גם מבחינת שעות העבודה וגם מבחינת הגבייה. לאחרונה פרסמנו חוזר לגבי הסדרת ההתקשרות בין המשרדים לחברות הממשלתיות ולרשות החברות. אנחנו רוצים למנוע מצב שיש הפקרות אשר בו החברות הממשלתיות משלמות יותר מדי כסף ללא פיקוח על שעות העבודה ואיכותה.

רו"ח שלומי שוב

הייתי שמח לשמוע את הזווית של רואי החשבון בנוגע לשכר הטרחה ונשמע ראשית את דעתו של יוסי פילוס שנבחר השבוע לשותף מנהל של PWC כנציג של ה-BIG 4 לצורך הדיון.

הביקורת.

אני מניח שהרוב המוחלט של הסכמי שכר הטרחה של המשרדים עם החברות הם בסכום קבוע ולא לפי כמות השעות. כתוצאה מכך ובשל העלייה בשעות הביקורת אנחנו רואים ירידה של התעריף השעתי.

אני חושב שאם אנחנו רוצים לדבר על פתרון, אז דווקא התערבות של הרגולטור יכולה לעזור לפתרון הבעיה. לדוגמה, הנחיה של רשות ניירות ערך ששכר הטרחה צריך להיקבע לשעת עבודה ולא בסכום קבוע יכול להביא אותנו לתחילתו של תהליך שישנה את המצב.

אחת הסיבות למצב הנוכחי הינה התחרות בין המשרדים, היא קשה והופכת לעיתים לתחרות של מחיר ולא של איכות. כשאנחנו באים להתחרות על תיק אנחנו נאלצים לעיתים להתמודד בתחרות על מחיר ודווקא מול ה-4 Big שמורידים את המחיר.

ד"ר רו"ח אסתר גילעז רן

ממחקרים בעולם בשנים האחרונות אנחנו רואים שאין הבדלים באיכות הביקורת בין המשרדים הגדולים למשרדים הפחות גדולים.

רו"ח חיים חלפון

אני מסכים ואני יכול להעיד שאצלנו במשרד יש מעורבות גבוהה מאוד של השותף בתיק לעומת המשרדים הגדולים וגם היחס בין רואי החשבון לבין מתמחים הוא גבוה יותר מאשר במשרדים הגדולים.

רו"ח דורון צור

מבחינת החברות, הערך של עבודת הביקורת הוא נמוך ולרוב הם תופסים את המבקר כמטרד. יש פה עיוות בו הביקורת נעשית עבור בעלי המניות, אך הם לא אלו שבסופו של דבר אנחנו מנהלים מולם את המשא ומתן על שכר הטרחה.

אני רוצה לערער על ההנחה שככל שיש פחות שעות ביקורת האיכות של עבודת הביקורת יורדת והאמינות של הדוחות קטנה. לדעתי, ככל ששכר הטרחה יותר גבוה, כך הפיתוי של רואה החשבון ללכת לכיוון של הלקוח ולעצום עיניים במקרים מסוימים יותר גדול כיוון שהוא לא רוצה לאבד את הלקוח.

דבר נוסף, עבודת הביקורת הפכה לטכנוקרטיה מאוד. אנחנו רואים שהביקורת עברה מתחום בו ישנה הפעלת שכל ישר ושיקול דעת לכיוון של הכנת טפסים. זה מאוד נוח לרואי

על המשרדים מצד המוסד לסקירת עמיתים, ה-PCAOB והפירמה הבינלאומית שחוקרת לאורך ולרוחב את התיקים של המשרד. אני לא יודע אם אתם מודעים לזה, אבל ל-PCAOB יש יכולת להפעיל סנקציות כספיות כבדות על שותפים שנמצאו כלא עומדים בדרישות המקצועיות. לגבי הפירמה הפירמה שלנו יכולה לבוא ולעשות ביקורת על כל תיק שהיא בוחרת - גם על מתנ"ס שאני עושה לו ביקורת בהתנדבות. הבדיקה של הפירמה לא מתמקדת במבחן התוצאה, אלא בעיקר בתיעוד של עבודת הביקורת והיכולת של תיעוד זה להוות בסיס מספיק בשביל לחתום על הדוחות הכספיים.

הרבה פעמים אני מוצא עצמי בישיבות דירקטוריון מנסה להסביר שלקחת את עלות המתמחה ולהעמיס עליו עוד קצת עלויות כדי לבחון האם שכר הטרחה הוא סביר זאת לא הדרך. אחד הדברים שמתסכלים אותי זה שכשאני יושב בישיבות דירקטוריון ואני צריך להביא את ממצאי הביקורת ומולי יושב עורך דין שכותב את הפרוטוקול ואני יודע שהם מקבלים 700 ש"ח לשעה עבור כתיבת פרוטוקול ואני מתוגמל ב-180 ש"ח לשעה עבור עבודה משמעותית הרבה יותר מכתבת פרוטוקול.

פרופ' אלי אמיר

עורך דין מגן על לקוחו כדי למנוע את שלילת חירותו. הערך של הביקורת נתפס כנמוך ולכן התשלום בהתאם. אילו רואה החשבון היה יכול להיכנס לבית הסוהר על ביקורת לא טובה, היה לדעתי שכר הטרחה גבוה הרבה יותר. נראה לי שאם מניחים הנחה פשוטה על תחרות, הרי שהתשלום הנמוך עבור הביקורת משקף את הערך השולי הנמוך שלה ביחס לשירותים משפטיים, ומכאן נובע ההבדל בשכר הטרחה בין עורכי דין לרואי חשבון.

רו"ח איל הורוביץ

אני חושב שהסיבה לכך היא הסיכון שיש על הלקוח בכל אחד מהמקצועות. כאשר תובעים את הלקוח הוא מוכן לשלם הרבה כסף כדי לקבל הגנה בבית המשפט. אבל מכיוון שעבודת הביקורת לא מביאה בדרך כלל לסנקציות כאלה ואחרות יש פחות עניין מצד הלקוח לשלם עליה כסף.

רו"ח חיים חלפון

מבחינה עובדתית, הגמישות של משרדי ראיית החשבון בקביעת שעות הביקורת הולכת וקטנה. אנחנו כפופים גם לנהלי ביקורת פנימיים וגם לנהלים מהפירמות הבינלאומיות ולכן היכולת שלנו לתמרן בתקציבי השעות היא מצומצמת. מעבר לכך, התפתחות החשבונאות מובילה לעלויות נוספות כתוצאה משימוש במומחים ושעות עבודה נוספות של צוות

השפעת הירידה בשכר הטרחה של רואי
חשבון על איכות המידע בשוק ההון

רו"ח דורון צור

אני חושב שבזן זה מצב שונה – כיוון שהחברה טובלת מרווחיות נמוכה, תזרים מזומן שלילי ומאזן חלש, ההצגה מחדש הביאה להשפעה גדולה על מחיר המניה של החברה. אם זה היה קורה לחברה אחרת, אני לא חושב שהייתה לזה אותה השפעה.

פרופ' אלי אמיר

העובדה ששכר הטרחה של ה-Big 4 אינו שונה משמעותית מזה של המשרדים שאינם ב-Big 4 מעידה על כך שאיכות הביקורת נמוכה. ידוע מהנעשה בעולם שביקורת של משרדי ביג-4 נחשבת איכותית יותר.

בנוסף, העובדה שיש הרבה החלפות של רואי חשבון בשוק מעניינת. אני רואה בכך אינדיקציה לכך שהמשתמשים בדוחות הכספיים ושוק ההון תופשים את ערך הביקורת כנמוך, כי אנחנו יודעים מהעולם שהחלפת רואי חשבון מובילה להשפעה שלילית על החברה. אם בישראל אין תגובה שלילית להחלפת רואי חשבון, כנראה שאכן ערך הביקורת נתפס כנמוך.

נקודה אחרונה: במחקר שערכתי נמצא קשר שלילי בין Abnormal Audit Fees לעלות גיוס ההון. לדוגמה, מעבר בין חברה ברבע הראשון של Abnormal Audit Fees לרבע השלישי כרוך בחיסכון של כ-2% בעלויות גיוס הון זה, כלומר שיעור הריבית שמשלמת החברה על אגרות החוב שלה יורד ככל שאיכות הביקורת עולה. בהקשר זה, אני ממליץ לבדוק את הקשר בין מדד השחיתות של מדינה (המתפרסם על ידי "שקיפות בינלאומית") לעלות הביקורת במדינה. נראה לי שתתקבל קורלציה שלילית, כלומר במדינות שבהן יש יותר שחיתות, הביקורת שווה פחות.

רו"ח צור פניגשטיין

אמנם אני עוסק בפרקטיקה בהערכות שווי, אבל הבעיות הן

החשבון כיוון שהם לא צריכים להסביר את שיקול הדעת שלהם, אלא רק להראות שהם השקיעו ככה וככה שעות והכינו את הטפסים הדרושים ומבחינתם הם עשו את עבודתם נאמנה. בחלק גדול מהמקרים, בדיקת סבירות שאני יכול לעשות ברבע שעה יכולה להחליף עבודת ביקורת של 100 שעות.

לדוגמה, מבלי להזכיר שמות, ישנה חברה שעשתה לאחרונה הצגה מחדש ליתרת הלקוחות וההכנסות לקבל שלה. ימי האשראי של אותה חברה בספטמבר 2011 היו 89, בספטמבר 2012 ימי האשראי עמדו כבר על 95, בספטמבר 2013, לפני שתיקנו את הדוחות, ימי האשראי עלו ל-102 ולאחר שעשו את התיקון בדצמבר 2013 ירדו ימי האשראי בחזרה ל-80 ומשהו שזה נורמלי לחברה המדוברת. זאת בדיקה שעשיתי ברבע שעה והיא מדגימה איך אפשר לזהות בעיות בחברה בעזרת בדיקה אנליטית פשוטה מבלי להשקיע שעות על גבי שעות של עבודה ומאמץ רב וממה שאני רואה בהרבה מקרים בהם מתגלות בעיות, בדיקות כמו זו שהדגמתי היו יכולות לגלות את אותן בעיות בקלות.

אני רוצה גם להתייחס לאמירה שבארה"ב המצב יותר טוב. בארה"ב יש הרבה פחות אמינות לדוחות הכספיים פשוט זה לא נעשה באופן דרסטי כהצגה מחדש, אלא בתיקונים שוטפים קטנים און-ליין.

פרופ' אמיר ברנע

יש תביעה ייצוגית נגד בזן על כך שהם הציגו מלאי בבעלות הממשלה כאילו הוא בבעלותם ואז בשנת 2011 עשו הצגה מחדש והקטינו את המלאי ב-30 מיליון שקלים, דבר שהוביל לירידה במחיר המניה. השאלה שלי היא, איך זה יכול להיות שהתביעה אינה גם כנגד רואי החשבון שבביקורתם לא זיהו דבר שכזה במשך 4 שנים מאז שנחתם ההסכם בין החברה לבין המדינה?

רו"ח נבו ברנר

לא הגענו למסקנה אם יש להעלות את שכר הטרחה כיוון שעליית שכר אמורה להעלות את איכות כוח האדם בביקורת מצד אחד אך עלולה להחריף סוגיות של אי תלות מצד שני. אם בכל זאת מגיעים למסקנה שיש להעלות את שכר הטרחה, מה שבטוח זה שהגילוי שנדרש בתקנות ניירות ערך לא עושה את העבודה. אולי אפילו להיפך, כי הוא משמש את החברות לבנצ'מרק להורדת שכר הטרחה ואף חברה לא רוצה לשלם יותר מאחרות.

פרופ' אמיר ברנע

אני חושב שהמסקנה של הדיון צריכה להיות שבכל מקרה יש להעביר את הממשק של החברה מול המבקר החיצוני מההנהלה לוועדת הביקורת או לוועדת דוחות כספיים, כלומר ליצור אחידות בטיפול מול מבקר פנים וחוץ. הוועדה שתיבחר תהיה אחראית על פרטי ההתקשרות עם המבקר כולל שכר לשעה והיקף השעות.

תודה רבה לכולם וחג שמח.

מאוד דומות. לפני כן, רציתי להגיד משהו לגבי התחרות – המושג הזה הוא בעייתי ובתחום הביקורת או הערכות שווי לצרכי ביקורת יש ארבעה גורמים: החברות, רואי החשבון, הלקוחות וישנו גם הרגולטור. הרגולטורים כל הזמן מעלים את הרף של עבודת הביקורת ומנגד מנערים את חוצנם בכל הנוגע לתוספת הנדרשת בשכר הטרחה. העובדה שהמחירים יורדים לא מראה שיש פה תחרות חופשית שמביאה לכך שבשל ערך נמוך של המוצר המחירים יורדים בהדרגה, אלא לדעתי זה נובע מכשל שוק והגופים שקובעים את הסטנדרטים לא מתעניינים בעלות שכרוכה בדרישות שלהם.

החברות רואות את הביקורת כמשהו שנכפה עליהן. שכר טרחה על עבודות זהות בפירמות אחרות בעולם הוא פי 3 מאשר בישראל ולא רק במדינות שבהן שכר העבודה גבוה יותר, אלא גם במדינות בהן השכר של העובדים הוא שלישי מזה של העובדים בישראל.

רו"ח דב ספיר

מה שאני שומע בשנים האחרונות זה שמשרדי ראיית החשבון הגדולים מרווחים בעיקר משירותים נלווים כמו מסים, ייעוץ, הערכות שווי וכן הלאה ולא מביקורת.

רו"ח יוסי בן אלטבט

כמי שנמנה על המוסד לסקירת עמיתים אני רוצה לומר שהביקורת בארץ לא נופלת מהביקורת בארה"ב. בגלל שאני גם נמצא באקדמיה אני יכול להגיד שגם מבחינת האנשים שמצטרפים למקצוע אין ירידה ברמה.

אין ספק שתעריפי הביקורת שלנו נמוכים יחסית לעולם, אבל יחד עם זאת, ההנחה שהעלאת תעריפי הביקורת תגדיל את איכות הביקורת היא לא חד משמעית. אני לא חושב שמשרדי ראיית החשבון נמענים מלעשות עבודות ביקורת בגלל שאין מספיק תמורה בגינה. יש הרבה גורמים שמפקחים על עבודת המשרדים שמונעים מהם להוריד את רמת הביקורת. דווקא אולי העלאת תעריפי הביקורת תפחית את אי התלות ותגרום לכך שהביקורת תהיה פחות טובה בשל הרצון לרצות את הלקוחות.

לגבי כשל השוק שהוזכר פה – אני מסכים מאוד שיש בשוק שלנו כשל שוק מובנה. אני לא מכיר מקום בו ההנהלה, שמטרתה להשיא את רווחי החברה, תסכים לשלם יותר עבור מוצר שלא מגדיל את רווחיותה. מכיוון שהנהלה קובעת את שכר הטרחה, ברור שישנה שחיקה בשכר הטרחה. זה בדיוק המקום שבו הרגולטור צריך להתערב.

פורום שווי הוגן FAIR VALUE FORUM

FVF

האם קיים שוק עמוק באג"ח קונצרני בישראל?

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: 15 במאי 2014

נושא המפגש: "האם קיים שוק עמוק באג"ח קונצרני בישראל?"

חומר רקע למפגש: חומר רקע למפגש מאי 2014;

אורחים שהוזמנו: ד"ר חיים קידר לוי (אוניברסיטת בן גוריון), פרופ' דני צידון (בנק לאומי), אביב מזוס ואיתן פליס (רשות החשמל), ירון מגל (ראש אגף כספים לשעבר, חברת החשמל), דורון עמיר ויוסי וקנין-שטרן (אינפיניטי קופות גמל) צבי סטפק ויניב צלאל (מיטב דש), רו"ח אדיר ענבר.

נוכחים: יבגני אוסטרובסקי (רשות ניירות ערך), אלי אלעל, אבי בראור, אמיר ברנע, נבו ברנר, קרן בנגלס שנער (הפיקוח על הבנקים), קרן בריג, משה גנדסקי, אהוד גרינברג, יניב גרינשטיין, דגנית דניאל (מחלקת תאגידים, הכנס הרשמי), דני ויטאן, יניב זיו, בני חזות (לשכת רואי חשבון), גיא טביבאן, סיגל יששכר (מדרוג), בני לאוטרבך, איציק מאיסי, רון מלכא, דב ספיר (המוסד הישראלי לתקינה חשבונאית), דוד עבודי, יורם עדן, גל עמית, ואדים פורטנוי, שלומי שוב, מנחם שוורץ, נדב שטיינברג (בנק ישראל), רקפת שני, עודד שריג, יזהר קנה, חווה קרוצ'יק (עמיתים קרנות פנסיה), דקלה מושקוביץ והראל שרעבי (אגף שוק ההון, משרד האוצר), מתן בנימין (מעלות).

צוות מקצועי: עידו ספקטור, ליאור שחף, מתן חגבי.

בהמשך הדיון, ישנן דרכים רבות לפרש את התקן בעניין זה. נציין כי בחודש נובמבר 2013 פרסמה וועדת הפרשנויות (IFRIC) את עמדתה לגבי השאלה האם ניתן להתייחס לאג"ח בדירוג בינלאומי AA ומטה כאג"ח קונצרניות באיכות גבוהה לעניין חישוב ריבית ההיוון, זאת בין היתר על רקע ההתמטות באג"ח איכותיות בדירוג AA ומעלה כתוצאה ממשבר האשראי. כחלק מההנחיות שנמסרו על ידי ה- IFRIC הובהר כי תפישת האיכות הינה אבסולוטית ולא יחסית, ומכך עולה השאלה האם ההתייחסות לדירוגים המקומיים לעניין קביעת איכות האג"ח הינה בכלל התייחסות נכונה.

בנוסף, קובע IAS 19 כי על שיעור ההיוון בו נעשה שימוש להיות תואם למטבע ההתחייבות – קרי, במידה ומדובר בהתחייבות לא צמודות אזי יש לעשות שימוש בשיעור התשואה על אג"ח לא צמודות, ולהיפך. בקביעה זו חבויות לא מעט שאלות, ובפרט האם די בקביעה על קיומו של שוק עמוק במגזר הצמוד בכדי להכריע בשאלת השוק העמוק בכללותה, או שמא במקרה בו ההתחייבות לא צמודות נדרש לעשות שימוש בשיעור התשואה על אג"ח ממשלתיות.

בעניין התקופות, התקן מתייחס למקרים בהם תזרים ההתחייבות ארוך מתזרים החוב ומאפשר במקרים אלו לאמוד את שיעור ההיוון לתקופות ארוכות יותר בדרך של אקסטרפולציה. תפיסת התקן היא כי לא צריכה להיות השפעה משמעותית על ה- PV כמכלול – דבר המעלה שאלה עקרונית בנוגע לרמת האקסטרפולציה המותרת על פי התקן; האם התקן מאפשר קיומם של פערים משמעותיים או שמא הכוונה הייתה להתאמות מתונות יותר של עקום התשואה לתאריכי ההתחייבות הפנסיונית הספציפית. היבט חשוב נוסף אליו נרצה להתייחס בדיון הינו ההיבט היישומי. נשאלת השאלה עד כמה בניית עקום התשואה כפי שמציעה חוות הדעת המתחשב בסיכון האשראי של המנפיק, בהבדלים בשיעורי השבה עקב הבדלים בבכירות וביטחונות לא מרחיק את התוצאות המתקבלות מתוצאות מבוססות שוק.

כפי שאני מבין את התקן השימוש במונח שוק ההון משמעותו להגיע לרמת מהימנות גבוהה של הנתונים על בסיס השוק. בהקשר זה לטעמי ניתן לבצע אולוגיה ל- IFRS 13 (מדידת שווי הוגן). IFRS 13 אמנם לא חל על המקרה הנדון אך כידוע הוא קובע 3 רמות של שווי הוגן לפי היררכיה המבוססת על שימוש בנתוני שוק. הבחנה מאד חשובה שקיימת בתקן היא בין רמה 2 לבין רמה 3. ככל שמבצעים לנתוני שוק התאמות משמעותיות הרי שהדבר עשוי להוביל לכך שמדידת השווי הוגן תסווג לרמה 3 במקום לרמה 2. בהשוואה למקרה שלנו

בחודש נובמבר 2012 דן פורום שווי הוגן בנושא **שיעור ההיוון של התחייבויות ארוכות טווח לעובדים**, אשר עסק, בין היתר, בזיהוי הרציונאל העומד בבסיס קביעות IAS 19 (הטבות לעובד) ובשאלת קיומו של "שוק עמוק" בישראל.

על רקע הגשת טיוטת חוות הדעת שהוזמנה על ידי המוסד לתקינה, כפי שתוצג בהמשך על ידי ד"ר חיים קידר-לוי, ובעקבות התפתחויות נוספות שחלו לאחרונה בעולם – מטרת המפגש הינה למקד את הדיון בדבר קיומו של שוק עמוק באג"ח קונצרניות בישראל. כחלק מהדיון הציבורי בהתייחס לחוות הדעת ישנה חשיבות רבה לכך שאנשי הפורום יביעו דעתם – בהינתן IAS 19 הקיים וקביעותיו- האם קיים או לא קיים בישראל שוק עמוק. חשוב בעניין זה שנצמד להוראות התקן וגם אם לעיתים קיים קושי לקבל אותם כפי שהן, כמו לגבי מהות השימוש באג"ח קונצרניות ולגבי מניעת האפשרות של התקן לבנות מכשירים סינתטיים – זו המסגרת שבה אנחנו צריכים להתמודד.

מבחינת דרישות המסגרת של IAS 19 - ככלל, התקן קובע כי במדינות בהן קיים שוק עמוק של אגרות חוב קונצרניות באיכות גבוהה יש להוון את ההתחייבויות לעובדים על פי שיעור תשואתן של אגרות חוב כאלה בסוף תקופת הדיווח. במידה ואין שוק עמוק, קובע התקן שיש להוון את ההתחייבויות הנ"ל בריבית השוק על אג"ח ממשלתיות לסוף תקופת הדיווח. התקן אינו מספק הגדרה יישומית למונח "שוק עמוק" – נקודה אליה נרצה להתייחס בדיון.

כיום נקודת המוצא בישראל היא שאין שוק עמוק באג"ח קונצרניות, כך שבמתכונת הנוכחית נעשה שימוש בשיעור התשואה על אג"ח ממשלתיות לצורך קביעת שיעור ההיוון. אמנם בישראל מספר חברות מצומצם עשוי להיות מושפע מההחלטה, אך מדובר בהשפעה דרמטית – כך למשל בחברת החשמל, נכון לחודשים דצמבר 2012 ו- דצמבר 2013 מדובר בהשפעה על ההתחייבות של כ-7 מיליארד ש"ח ו- 4 מיליארד ש"ח, בהתאמה. באופן דומה הבנקים, שעד לאחרונה עשו שימוש בשיעור היוון של 4% בהתאם להוראות המפקח, צפויים אף הם להיות מושפעים מההחלטה, שכן במידה ויקבע כי קיים בישראל שוק עמוק - ככל הנראה יידרשו לעשות שימוש בשיעור התשואה על אג"ח קונצרניות. בבנק לאומי למשל, נכון לחודש דצמבר 2013 מדובר להערכתנו, בהשפעה על ההתחייבות של כ- 2 מיליארד ש"ח, לפני מיסים נדחים.

בהתייחס לדרישות המסגרת של IAS 19, כאשר מדובר באג"ח קונצרניות עולה השאלה מהי "איכות גבוהה" – כפי שיעלה

האם קיים שוק עמוק באג"ח
קונצרני בישראל?

צריכה להשתנות באופן מהותי על פני זמן, ובאופן דומה, אין לשנות השיטות והטכניקות (methods and techniques) לפיהן ישויות מודדות ומגדירות את איכות האג"ח מתקופה לתקופה.

מנקודת המבט הכלכלית, בסופו של יום הנושא טובב סביב המרווח של אגרות החוב האיכותיות מעל אגרות החוב הממשלתיות, כאשר מרווח זה ניתן לפירוק לשני גורמים: סיכון האשראי ופרמיית הנזילות. יש לציין כי פרמיית הנזילות כוללת בתוכה גם פרמיה בגין סיכון הנזילות, אך מקובל להסתכל על פרמיית הנזילות כעל יחידה אחת.

פרמיית סיכון האשראי היא הפרמיה בגין הסיכון שמא המנפיק יגיע לחדלות פירעון, כך שבהחלט ניתן לראות בה כמדד מסוים של איכות. מעבר לכך, פרמיית סיכון האשראי אף קשורה לבכירות ולרמת הביטחונות המאפיינת את הסדרה הספציפית.

מחקרים אקדמיים רבים מצאו כי מידת הנזילות של נכס קשורה באופן חיובי למידת סחירותו. קשר זה עובר באופן אינטואיטיבי לעומק שוק – ככל שהשוק עמוק יותר כך קל יותר לסחור ולבצע עסקאות, או במונחים כלכליים זול יותר לרכוש או למכור.

מאמר בעל חשיבות רבה בתחום, של Duffie and Singleton (1999) מפרק את המרווח כדלקמן:

$$R - r = PD * LGD + Liq$$

כאשר:

R – שיעור התשואה על אג"ח קונצרנית, r – שיעור התשואה על אג"ח ממשלתית, PD – ההסתברות לחדלות פירעון של מנפיק האג"ח (Probability of Default), LGD – ההפסד למחזיק בהינתן חדלות פירעון (Loss Given Default), Liq – פרמיית הנזילות.

אני לא חושב ש- IAS 19 התכוון לכך שיעשה שימוש בנתוני שוק ברמה המקבילה לרמה 3. במצב דברים זה, צריך להיעשות על פי הבנתי שימוש בריבית של אגח ממשלתיות.

כמו שאנחנו רואים עולות פה שאלות כבדות משקל לגבי קיומו של שוק עמוק בישראל שהיא קביעה לכאורה אמנם שלנו, אך צריכה לעמוד גם בסטנדרט עולמי, כיצד יסתכלו עלינו בעולם. מדובר בקביעה ממש לא טריוויאלית. זאת מעבר בכלל לשאלה שאם מחליטים על שינוי הרי שלא מדובר כאן בשינוי אומדן או שינוי מדיניות אלא בתיקון טעות על כל המשתמע מכך. צריך לזכור שמדובר בחברות ציבוריות שגייסו כספים לפי הדוחות הכספיים שלהם גם בחו"ל.

ד"ר חיים קידר-לוי

ראשית, ברצוני לציין כי אנו מכירים בחשיבות הדוח ועל כן המספרים נבחנו באופן מעמיק ונעשו המאמצים בכדי לוודא שכל אחד מהחישובים בוצע בצורה מהימנה.

בהמשך לדברי הרקע, למעשה, התקן קובע כי יש להוון את ההתחייבויות הפנסיוניות בשיעור היוון אשר יימדד ממצרף אגרות חוב באיכות גבוהה (High Quality Corporate Bonds, HQCB) ולא על פי שיעור ההיוון של הישות הספציפית.

בעקבות משבר האשראי והתדלדלות אוכלוסיית אגרות החוב בדירוג AA עלו שאלות בדבר המשך קיומו של שוק עמוק ולגבי הקשר שבין דירוג האג"ח לבין מספר הנכסים בקבוצת אגרות החוב האיכותיות. בחודש ינואר 2013 החלו דיונים ב-IFRIC, ונקבע כי הגדרת האיכות לא בהכרח תלויה בדירוג של סוכנויות דירוג, אם כי זה מהווה אינדיקציה. כמו כן, לא הוגדר האופן בו יש לקבוע את תשואות השוק על אג"ח באיכות גבוהה. בהמשך ישנה אמירה בעניין אבסולוטיות איכות האשראי – אך ללא פרשנות המונח אבסולוטי. כמו כן, הדגישה וועדת הפרשנויות כי התפישה (concept) – אותה פירשתי כשיטה בה מבחינים בין אג"ח איכותיות ללא איכותיות – לא

מהם הקריטריונים שלפיהם יש לבחון קיומו של שוק עמוק לאגרות חוב קונצרניות בישראל?

ישנם שני זרמים בספרות שעוסקים בשאלה מהו שוק עמוק – הזרם המקרו כלכלי והזרם המיקרו כלכלי (מימון). הזרם המקרו כלכלי בוחן את יכולתה של המערכת הפיננסית להזרים מקורות נזילים, כדוגמת קווי אשראי, לסקטור הריאלי. בהיבט המיקרו כלכלי עומק השוק נמדד כיום לרוב לפי Price Impact.

הגדרת "שוק עמוק" אותה בחרתי לאמץ הינה ההגדרה שניתנה על ידי BIS (Bank of International Settlements) המתמקדת ביכולת הסוחרים לסחור בכמויות גדולות עם השפעה מועטה על המחיר.

קיים קשר בין שני ההיבטים - כאשר שוק האג"ח "קפוא" קשה לבצע עסקאות, במילים אחרות נדרש לוותר הרבה כדי למכור או לשלם הרבה כדי לרכוש. במידה והשוק לא נזיל דיו, המערכת הפיננסית יכולה לספק קווי אשראי לעסקים במקום שאלה ייגשו לשוק.

חלקה השני של העבודה דן במגמות שחלו בשוק האג"ח הקונצרניות בישראל בעשור האחרון – רפורמת קרנות הפנסיה אשר לוותה בהפסקת הנפקתן של אגרות חוב מיועדות, רפורמת בכר והפעלת עושי השוק באג"ח ממשלתיות - כל אלו ועוד תרמו להגדלת המסחר. המסקנה שעלתה היא כי שוק אגרות החוב הקונצרנית בישראל, ובעיקר במגזר הצמוד, עבר תמורות משמעותיות בין השנים 2004-2013. הגאות בשנים 2004-2006 תרמה לגידול מהיר במספר וגודל הסדרות שהונפקו; בשנות המשבר 2007-2008 חל כיווץ בשוק; ובשנים 2009-2013 השוק המשיך להתפתח ולהתרחב.

נתבקשתי על ידי המוסד לתקינה לתת מענה לשאלות הבאות:

1. מהן בישראל אגרות חוב קונצרניות באיכות גבוהה (high quality corporate bonds)?
2. האם קיים בישראל שוק עמוק (deep market) של אגרות חוב קונצרניות באיכות גבוהה?
3. האם אגרות החוב הקונצרניות באיכות גבוהה בישראל הן באותו מטבע, לאותה תקופת זמן ובאותם תנאי הצמדה כמו המחויבויות הפנסיוניות הנפוצות בישראל וכיצד יש להתמודד עם הבדלים בכל אחד מהגורמים?

לצורך כך, בוצעה הבחנה בין שני ההיבטים של נזילות ועומק שוק: היבט מקרו כלכלי הבוחן את יכולתה של המערכת הפיננסית לספק נזילות לסקטור הריאלי, והיבט מיקרו-כלכלי הבוחן את גודלה של פרמיית הנזילות בשוק האג"ח

למעשה, המרווח בשוק (R - r) משקף את פרמיית סיכון האשראי (נטו), ופרמיה נוספת בגין אי הנזילות.

אתייחס כעת לשאלות הדין:

כיצד יש לפרש את האמירה של ה-IFRIC בנושא התייחסות אבסולוטית למונח "איכות גבוהה", האם ברמה גלובלית או ברמת המטבע?

לעניין המונח 'איכות גבוהה', הרי שעל פי ארבעת פירמות ראיית החשבון הגדולות, "איכות גבוהה" מוגדרת כשתי רמות הדירוג הגבוהות (AA או AAA). לעניין המונח 'אבסולוטי', עמדת PwC תופסת את האבסולוטיות של איכות גבוהה במונחים גלובליים.

נשים לב לעמדה המפורטת של Deloitte כפי שבאה לידי ביטוי בספר ההדרכה הגלובלי של הפירמה, לפיה דירוג אג"ח אמור להיות מבוצע על ידי סוכנות דירוג מוכרת (recognized rating agency) באזורי שיפוט (jurisdiction) - קרי מדינות או אזורי מטבע - בהן פועלות סוכנויות אלה. כלומר, חייבת להיות סוכנות דירוג מוכרת הפועלת בישראל שתדרג את אגרות החוב הישראליות - תנאי זה כשלעצמו מעיד על התייחסות ברמה המקומית.

התפיסה של Deloitte היא שבתקופות של יציבות כלכלית איכות האשראי עקבית עם קבוצת הדירוג, נניח AA או AAA, אך בתקופות בהן יש תנודות כלכליות חריפות בהן מנפיק מסוים נקלע לקשיים, ההסתברות לחדלות פירעון ולכן המרווח של האגרות שהנפיק גדלים, כך שהנכס מוחרג מתוך קבוצת האיכות המקורית. לכן, בסופו של דבר קבוצת האיכות מכילה אגרות חוב שרמת סיכון האשראי שלהן נשארת ברמה אבסולוטית נמוכה.

לאור זאת, כפי שאני מפרש זאת, קבוצת האיכות מוגדרת על פי ההסתברות לחדלות פירעון (PD), כך שאם נבחן קבוצת איכות מסוימת ממנה מוחרגות מדי פעם אגרות חוב שהסיכון שלהן גדל, על פני זמן ניתן לצפות באוכלוסייה המגדירה את הקבוצה האבסולוטית וללמוד על רמת PD שתאפיין את הקבוצה האיכותית. רמה זו יכולה להיקבע באופן אבסולוטי, כאשר במידה וכל מדינה תיישם את השיטה נוכל לצפות באחידות ובאיכות גם ברמה הגלובלית.

בהתבסס על נתונים משנת 2012, ניתן לבצע מיפוי בישראל ולראות את הקשר בין דירוג AA לבין רמות שונות של PD; עולה כי הגבול העליון להסתברות לחדלות פירעון הוא כ- 5%.

השפעת הירידה בשכר הטרחה של רואי
חשבון על איכות המידע בשוק ההון

משנת 2004 ועד לחודש ינואר 2014 – באופן כללי, חישובו מדד נזילות לכל איגרת (plain vanilla) בהתאם למדד של עמיהוד. מידי חודש מיוון כל אגרות החוב על פי מדד הנזילות לשני תיקים, מעל ומתחת לחציון. בחודש העוקב החסרנו את תשואת תיק האגרות הפחות נזילות מתשואת תיק האגרות היותר נזילות על מנת לקבל גורם נזילות. הרצנו רגרסיה עתית כאשר המשתנים המסבירים הינם: השיפוע של העקום הממשלתי, המרחק בין העקום הממשלתי לעקום הקונצרני (המייצג את פרמיית הסיכון הממוצעת), דירוג האג"ח, גורם הנזילות והמח'מ. רגרסיה זו מהווה את השלב הראשון בשיטת Fama-French ממנו ניתן לחשב את הפרמיה בגין כל גורם, אלא שכאן איננו צריכים את שלב ניתוח חתך הרוחב.

סקירת החזקות קרנות הפנסיה בנכסי חוב לסוף שנת 2013 מעלה כי קרנות הפנסיה מחזיקות בתיק ניירות הערך שלהן כ – 483 מיליארד ש"ח. שיעור ההחזקה באג"ח קונצרניות סחירות עמד על 4.6%, מתוכן 2.1% מיוחסים לאג"ח בדירוג AA- ומעלה, 2% מהן מהמגזר הצמוד. אם כן, המגזר הרלבנטי לצורך הבחינה הינו המגזר הצמוד.

התוצאות מלמדות כי פרמיית הנזילות במגזר הצמוד עמדה על 20 נקודות בסיס בתקופת המשבר, ולאחר תקופת משבר עמדה פרמיית הנזילות על 6 נקודות בסיס.

במונחי שיעור פרמיית הנזילות מתוך המרווח – שיעור פרמיית הנזילות בישראל במגזר הצמוד עמד על כ – 7.8% בין השנים 2010-1/2014, בדומה לטווח שנמדד בשוק האמריקאי.

נדב שטיינברג (בנק ישראל)

באשר לבחינה המקרו-כלכלית, אני מבין מדוע המדדים רלבנטיים לניתוח של מידת הפיתוח הפיננסי או בחינת עומק שוק במובן הרחב, אך לא ברור לי הקשר לעומק השוק של אג"ח קונצרניות באופן ספציפי, שזו למעשה השאלה.

הקונצרניות בישראל.

שני המדדים לנזילות חושבו על בסיס נתונים בלתי תלויים – הראשון כלל נתונים שנתיים של יחסים פיננסיים מקרו-כלכליים מהבנק העולמי, והשני כלל נתוני עסקאות יומיים באגרות חוב ישראליות סחירות. כל אחד מהמדדים שימש בסיס להשוואה בלתי תלויה בין ישראל לבין מדינות אשר גורם שלישי, Ernst & Young, קבע כי קיים או לא קיים בהן שוק עמוק לעניין IAS 19.

במובן המקרו כלכלי, בחינה השוואתית של ישראל אל מול מדינות השוק העמוק ומדינות שהוגדרו כחסרות שוק עמוק מלמדת כי ישראל אמורה להיות מסווגת כמדינה בה השוק עמוק באופן מובהק. הבחינה בוצעה על פני שלוש תקופות (תקופת הגאות, המשבר ולאחר המשבר) והתייחסה לפרמטרים כלכליים שנמצאו כרלבנטיים לניתוח עומק השוק (גודלו היחסי של שוק האג"ח הקונצרניות ביחס לתמ"ג, היקף הפיקדונות הפיננסיים ביחס לתמ"ג וסך נכסי החוב במשק ביחס לתמ"ג), כאשר בהתייחס לפרמטרים אלו נמצא כי ישראל דומה בקירוב לחציון של מדינות השוק העמוק.

אציין כי תוצאות הניתוח שנערך במסגרת הבחינה המקרו כלכלית מלמדות שאוסטרליה (שסווגה כמדינה בה אין שוק עמוק על פי EY), על סמך מרבית המדדים הפיננסיים שנבדקו, אמורה להיות שייכת לקבוצת המדינות בעלות שוק עמוק. באופן דומה, סלובקיה וסלובניה נמצאו דומות יותר למדינות חסרות שוק עמוק מאשר למדינות הגוש האירופי היותר איכותיות. כפועל יוצא, נוטרלו אוסטרליה, סלובקיה וסלובניה מהמחקר – דבר שלא שינה באופן מהותי את מסקנותיו.

בהתבסס על הניתוח הסטטיסטי שבוצע (Discriminant Analysis) – ההסתברות לכלול את ישראל במדינות השוק העמוק בשנים 2004-2006 הינה כ 98%, כאשר החל משנת 2007 ואילך ההסתברות הינה מעל 99%.

בניתוח המיקרו כלכלי נעשה שימוש בנתונים בתדירות יומית

ד"ר חיים קידר-לוי

שיעור אגרות החוב הקונצרניות הסחירות ביחס לתמ"ג הינו אחד מן הפרמטרים שנמצאו כמובהקים ביותר לבחינת עומק השוק.

פרופ' אמיר ברנע

הערת נדב היא במקומה. נניח שבשוק נסחרות אג"ח ממשלתיות בלבד – ייתכן שהשוק עמוק ונזיל, אך אין קשר לעומק השוק באג"ח קונצרניות.

ד"ר חיים קידר-לוי

מעבר לכך שהמשתנה נמצא מובהק, הדבר קשור גם לאופן בו כלכלני מקרו מתייחסים לשאלת תפקוד המערכת הפיננסית – לרוב ההתייחסות הייתה לסקטור הבנקאי כמשתנה יחיד, אך המחקר של הבנק העולמי מצא כי ישנם 6 משתנים רלבנטיים.

באשר לשאלות של המוסד לתקינה חשבונאית:

1. אגרות החוב הקונצרניות באיכות גבוהה בישראל הן אגרות הצמודות למדד המחירים לצרכן שאין להן מרכיבי אופציות או מאפיינים מיוחדים (plain vanilla). אגרות החוב הקונצרניות הנמנות על המגזר השקלי אינן יכולות להיחשב "באיכות גבוהה" לעניין IAS 19.

2. התשובה לשאלה האם קיים בישראל שוק עמוק לאג"ח קונצרניות באיכות גבוהה היא חיובית. על פי ניתוח הפרמטרים המקרו כלכליים והפרמטרים המיקרו כלכליים לעומק שוק, אכן קיים בישראל שוק עמוק במובן המקרו-כלכלי. בנוסף, הניתוח המיקרו כלכלי העלה שקיים שוק עמוק לאג"ח קונצרניות, והוא המגזר הצמוד של האג"ח הללו.

3. השאלה השלישית מתייחסת למטבע, אופק ותנאי ההצמדה של המחויבויות הפנסיוניות הנפוצות בישראל. בדיקה שנערכה גילתה כי נתונים לגבי המחויבויות קיימים במשרד האוצר אך אינם מפורסמים לציבור. לפיכך, נבחנה מצבת ההשקעות בניירות ערך של קרנות הפנסיה בישראל על בסיס ההנחה שהרכב מגזרי ההצמדה בצד ההשקעות משקף נאמנה את הרכב מגזרי ההצמדה בצד ההתחייבויות. בעניין זה, העלה המחקר כי קרנות הפנסיה מחזיקות 2% מניירות הערך שלהן באג"ח קונצרניות צמודות (9.5 מיליארד) ואילו 0.2% (0.7 מיליארד) בלבד באג"ח קונצרניות לא צמודות.

באשר למרכיב "אותה תקופת זמן" יש לבחון את טווחי הזמן לפדיון של האג"ח הקונצרניות אל מול טווחי הזמן לתשלום ההתחייבויות.

על בסיס ההנחות הנ"ל, התשובה לשאלה האם אגרות החוב הקונצרניות באיכות גבוהה בישראל הן באותו מטבע, לאותה תקופת זמן ובאותם תנאי הצמדה כמו המחויבויות הפנסיוניות הנפוצות בישראל – חיובית.

בהתייחס לשאלת הדיון בקשר לתקופת הזמן – התקן קובע בסעיף 86 כי בגין המחויבויות הארוכות שהן מעבר לעקום הקיים, ניתן לבצע אקסטרפולציה. אציין כי אף אחת מארבעת פירמות ראיית החשבון הגדולות לא מסייגת או מתייחסת לרמת האקסטרפולציה המותרת על פי התקן. בעניין המדידה בדרך של אקסטרפולציה לטווח הארוך, אציין כי בהתאם לבדיקה שערכתי – Spline לא יציב בטווח הארוך ועל כן לא מומלץ.

כמו כן, סעיף 85 לתקן מאפשר להשתמש בשיעור היוון אחד עבור כל התזרים – דבר שיכול להיות רלבנטי לנושא האקסטרפולציה.

פרופ' דוד עבודי (המרכז הבינתחומי)

האם במסגרת המחקר בדקת את ה – Returns של אג"ח ספציפיות בארה"ב?

ד"ר חיים קידר-לוי

לא, בשל הקושי להשיג נתונים על אג"ח אמריקאיות.

רו"ח שלומי שוב

תחילה נרצה לשמוע תגובות על חוות הדעת ולאחר מכן ננהל דיון באשר לסוגיות ולשאלות החשבונאיות הלא פשוטות שעולות בנושא.

פרופ' יורם עדן

ראשית, אציין כי לפני כ – 3 שנים שלומי שוב ואני הגשנו למכון קסירר הצעה לביצוע מחקר בנושא שוק עמוק בישראל, וכתגובה נאמר לנו שהנושא חסר חשיבות. בהקבלה למאמר של ווטס וצימרמן בדבר "שוק התירוצים החשבונאיים" – ייתכן כי מחפשים כעת תירוץ חשבונאי להוריד את תעריף החשמל, אי אפשר להתעלם מכך במסגרת הדיון בנושא.

כמו כן, בשוק המניות ישנו ביטוי המדבר על Cornering

השפעת הירידה בשכר הטרחה של רואי
חשבון על איכות המידע בשוק ההון

חדה בצד הביקושים וגידול בהיצעים בעיקר מקרב הציבור. בתקופות אלו, גוף המעוניין להנזיל חלק מהחזקותיו, מתקשה לעשות זאת מבלי להשפיע בצורה יחסית חדה על מחירו, דבר שאינו מעיד ששוק הקונצרני הארוך בישראל בהכרח עמוק, אך הדבר נכון למדינות רבות בעולם בתקופות של משבר.

חשוב לזכור, כי קרנות הנאמנות ותעודות הסל פועלות לפי הלך הרוח של הציבור ונחשבות "לידיים חלשות" בתקופות של משבר.

לכן, בתקופות בהן הציבור עשוי למכור חלק מהחזקותיו, יביא לגידול משמעותי בהיצעים, דבר שלא בהכרח יפגוש קונים ללא שינוי חד במחיר. אחת הסיבות לכך נובעת כתוצאה מכניסה של תקנות רגולטוריות כגון תקנת חודק שחלו בעיקר על הגופים המנהלים חסכון ארוך טווח ומחייבות אותם לעמוד בהן.

חלק מהסדרות שהונפקו בשלוש השנים האחרונות אינן עומדות בתקנות אלו ואינן מאפשרות לגופים המוסדיים, גם בתקופות של משבר, לרכוש אותן, דבר שעלול להעצים את בעיית הנזילות בתקופת משבר.

יתכן שכניסה של עושי שוק לציטוטים בניירות בעיקר בסדרות גדולות עשויה לתמוך בהפיכת השוק לנזיל ובכך יתמוך בעומקו.

ירון מגל (ראש אגף כספים לשעבר, חברת החשמל)

בתפקידי האחרון בחברת החשמל לפני כ- 6 שנים כיהנתי כמנהל אגף הכספים - אינני רואה חשבון אך ברצוני להתייחס הן להיבט החשבונאות והן לעתיד הפנסיה במדינת ישראל, כאשר ברקע הדברים אתייחס גם לחברת החשמל; לא ניתן להתעלם מהעובדה שהחלטה שתתקבל בדבר קיומו של שוק עמוק עשויה לחלחל לשוק הפנסיה ולהשפיע על יתרות הכסף בקופות הפנסיה.

- משמע, הרבה כסף "רודף" אחר מעט סחורה, כך שהשוק נראה מאוד סחיר אך בפועל הדבר לא בהכרח נכון. לדעתי שוק האג"ח בישראל שרוי במצב זה, כאשר ההשלכות העיקריות הן פרמיות ותשואות מאוד נמוכות. לפני כחצי שנה ציין יו"ר הרשות לניירות ערך כי ישנו חשש להתפתחות בועה בשוק האג"ח בישראל, ובעניין זה עולה השאלה האם המחירים והנזילות הגבוהה הנצפים בארץ אמיתיים או שמא נובעים מסימני בועה.

ניב צלאל (מיטב דש, הדברים הובאו בכתב):

ישראל עשתה כברת דרך רבה בעשור האחרון בהתפתחות האפיק האג"ח הקונצרני הסחיר.

הדבר נובע ממספר סיבות כגון רפורמת בכר שהגדילה את כמות השחקנים בשוק שחיפשו אלטרנטיבות השקעה ומנגד הגידול במספר החברות שנכנסו לשוק ההון במטרה לגייס חוב בהנפקות סחירות.

לגבי השאלה האם השוק הקונצרני בישראל עמוק, יש לקחת בחשבון שישנן תקופות כמו השנתיים האחרונות בהן ישנה סחירות גבוהה בשוק הקונצרני לאור העובדה כי הריבית הנמוכה "דוחפת" את הציבור בעיקר לאפיק זה, דבר שמגדיל בצורה ניכרת את הביקושים לאפיק זה בתקופות אלו באמצעות קרנות הנאמנות ותעודות הסל.

למשוואה זו נכנסות החברות שמגדילות מנגד את היצע הסדרות ע"י גל הנפקות נרחב אותו הן מבצעות על רקע הביקושים הגבוהים, תוך הארכה משמעותית של מח"מ אגרות החוב אותן הן מנפיקות, בשל הריביות הנמוכות השוררות בשוק.

בתקופות של משבר או מפולת כפי שאירע ב- 2008 וב- 2011, אנו למדים שעל אף הגידול המספר הסדרות המונפקות ובגודלן, הנזילות יורדת בצורה משמעותית בשל ירידה

רו"ח שלומי שוב

על אף ההשפעה האפשרית, ברצוני לבצע הפרדה ולקיים את הדיון ללא קשר לנושא ההפקדות ליעודה. חשוב להבין שתפיסת הטיפול החשבונאי בגופי הגמל והפנסיה עצמם היא אחרת – מבוססת על רגולציה ולכן גם IAS 19 לא חל עליהן ומכאן שחשוב להפריד את הדיון.

ירון מגל (ראש אגף כספים לשעבר, חברת החשמל)

לדעתי, במקום לפרש את ה-IFRS, המוסד הישראלי לתקינה צריך לקבוע יעד ובראשו עומדת טובת מדינת ישראל.

רו"ח שלומי שוב

הדברים לא מתנהלים בצורה כזו.

ירון מגל (ראש אגף כספים וכלכלה לשעבר, חברת החשמל)

למיטב הבנתי, חברת החשמל הינה המשתנה העיקרי בסוגיה, אם לא המשתנה היחיד. למותר לציין כי חברת חשמל פרסמה לאורך זמן דוחות כספיים לא נומינליים (שלא על פי ה-IFRS), כך שה-IFRS הוא "לא תורה מסיני".

לסיכום, דעתי האישית היא כי אין שוק עמוק בישראל וכי ישנה חשיבות רבה להגדרת המטרה ובראשה טובת הפנסיה במדינת ישראל; לאחר שתקבע המטרה יהיה נכון יותר לקבוע את שיעור ההיוון בו יש להשתמש, כאשר אין הכרח להשתמש בשיעור ההיוון אחד או בכזה המבוסס על תשואת אג"ח ממשלתיות, אם כי אני חושב שזו ברירת המחדל הטובה.

רו"ח אדיר ענבר

ברצוני להבהיר כי הדיונים בנושא קיומו של שוק עמוק בישראל, בהם הייתי שותף, החלו במחצית השנייה של שנת 2007, כאשר העליתי את הנושא בפני כל הרשויות הרלבנטיות.

במכתב אישי פורמאלי שהתקבל בחודש נובמבר 2007 והתייחס בין היתר להיבט החשבונאי, נקבע כי כל עוד יש אג"ח קונצרניות – חייבים להוון לפי שיעור התשואה על אג"ח קונצרניות, אלא אם הוכח שהשוק אינו עמוק.

רו"ח שלומי שוב

נרצה לשמוע את אנשי המימון והכלכלה.

אם נבחן את נכסי קופות הגמל, הפנסיה, קרנות נאמנות, תעודות סל וכיוצ"ב ישנם למעלה מטריליון ש"ח נכסים להשקעה, בעוד שנכון לסוף שנת 2013 אגרות החוב הקונצרניות במגזר הצמוד הסתכמו לסך של 271 מיליארד ש"ח בלבד. דעתי האישית לאור עובדה זו, היא כי גם אם האגרות כולן היו מדורגות AA – אין לבצע היוון לפי שער של אג"ח קונצרניות.

מתוך 271 מיליארד ש"ח אגרות חוב קונצרניות, כ-65 מיליארד ש"ח בלבד מיוחסים לאגרות בדירוג AA/Aa2 ומעלה; כלומר, ישנם טריליון ש"ח נכסים "המתחרים" על כ-65 מיליארד ש"ח אג"ח קונצרניות. בבחינה מעמיקה יותר, מתוך ה-65 מיליארד ש"ח, כ-51 מיליארד ש"ח מיוחסים לארבעה בנקים.

עובדות אלו כשלעצמן הובילו אותי למסקנה כי נכון לסוף שנת 2013 אין שוק עמוק בישראל באג"ח קונצרניות בדירוג הגבוה.

יתרה מכך, בעוד שהמח"מ של קרנות הפנסיה הינו מח"מ ארוך, המח"מ של סדרות האג"ח שצוינו לעיל הינו קצר (3 שנים בקירוב) – לפיכך, טרם הדיון בדבר קיומו של שוק עמוק יש לדון האם קיים שוק כלל.

בנוסף, לאחרונה הוציא בנק ישראל הנחייה לפיה התחייבויות לעובדים יהוונו על פי תשואתן של אג"ח ממשלתיות, כך שלמעשה שיעור ההיוון הופחת מ-4% לאזור 1%. אם כך, תמוהה ההחלטה להחיל על חברת החשמל קריטריון הפוך.

באשר לחוות הדעת, ייתכן כי זו נכונה, אך לא ניתן להתעלם מכך שהיא לא מתייחסת לגורמים נוספים רבים כגון כמות ומח"מ. באופן אישי, לא ברור לי הקשר שבין יכולת המערכת הפיננסית לספק נזילות לבין קיומו או אי קיומו של שוק עמוק – אמנם המערכת יכולה לספק נזילות, אך מבחינה מעשית הקופות לא משקיעות באג"ח קונצרני, בין היתר, כי פשוט אין.

כמו כן, באופן חד משמעי אין בישראל אגרות חוב בדירוג גבוה ברמה הבינלאומית – חברת החשמל לדוגמה, מדורגת AA- בישראל אך BB+ בבינלאומי.

התפיסה שלי היא להסתכל קדימה – זליגת החלטת המוסד לתקינה עשויה כאמור לחלחל לשוק ההון בכללותו; אני בספק אם אנו רוצים להגיע לתרחיש בו בעוד 20 שנה אין כסף בפנסיה של כללנו. טענות חוזרות ונשנות בשוק מתייחסות לאי הפרשה מספקת לפנסיה. העלאת שער ההיוון עלולה להתפרש באופן כזה שיש מספיק ואף יותר מדי כסף, מה שעלול להביא לחסר בעתיד.

השפעת הירידה בשכר הטרחה של רואי
חשבון על איכות המידע בשוק ההון

פרופ' דוד עבודי (המרכז הבינתחומי)

למיטב ידיעתי לאחר שנת 2003 Lehman Brothers פרסמו את כל הנתונים הללו.

מתן בנימין (S&P מעלות)

ראשית, השוואת איכות האשראי בוצעה על בסיס דירוג AA ישראלי במקום דירוג AA גלובלי; חשוב להבין כי מדובר בשני דברים שונים לחלוטין – למעשה, אג"ח בדירוג מקומי AA מקומי מסווג בקטגוריית BBB ברמה הגלובלית.

כמו כן יש לציין כי איכות האשראי של חברת החשמל, אשר צפויה להיות מושפעת בצורה מהותית מההחלטה, נגזרת מאיכות האשראי או הדירוג של מדינת ישראל. בהתייחס לחברת החשמל – אני בדעה כי היוון המבוסס על דירוג קונצרני שעה שבפועל איכות האשראי נגזרת מהמדינה, לא עושה שכל.

פרופ' אמיר ברנע

מעבר להשלכות היוון ההתחייבויות הפנסיוניות על בנק לאומי וחברת החשמל, ראוי להתייחס להשפעה הרוחבית, ככל שקיימת, בקשר להיוון ההתחייבויות של קרנות הפנסיה עצמן. האם ייתכן מצב אבסורדי בו קיים פער בין ההתחייבות בחברת חשמל לדוגמא לבין ההתחייבות בקרן הפנסיה?

פרופ' עודד שריג

ראשית, ברצוני להצטרף לדבריו של בני בקשר לבעיות האמפיריות הקיימות במחקר.

בהיבט המקרו כלכלי – לצורך העניין, לא סביר כי מלטה וקפריסין היו מקבלות מעמד של שוק עמוק אלמלא היו חלק מגוש האירו, אך עדיין אלו מופיעות כתצפיות העומדות בפני

פרופ' בני לאוטרבך

ראשית, אציין כי אין בכוונתי לנקוט עמדה האם יש או אין שוק עמוק בישראל, אלא להביע ביקורת מדעית טהורה על עבודת המחקר שהוצגה לפנינו. אפתח בכך שלא השתכנעתי כלל מהעבודה המחקרית שנעשתה.

באשר לפן המקרו אקונומי ולבחינת הדמיון בין ישראל למדינות השוק העמוק, דעתי האישית היא כי אין לכך קשר לשאלת קיומו או אי קיומו של שוק עמוק. לגישתם של אנשי מימון, כפי שצוין גם במחקר, הנקודה הרלבנטית היא עד כמה ניתן להסתמך על מחירי אגרות החוב בשוק, ברמת המיקרו, לצורך היוון ההתחייבויות פנסיוניות.

לגבי השיטה שיושמה במחקר עצמו – למיטב ידיעתי מדובר בשיטה שאינה מקובלת; לא נתקלתי במאמר כזה או אחר שישם את שיטת המחקר שהוצגה לפנינו. בנוסף, ישנה בעייתיות במדידת המשתנים ובעיות אקונומטריות אחרות ברגרסיות שהוצגו, העלולות להטות את המקדמים כלפי מטה. בשורה התחתונה, השיטה אינה מוכחת כך שתוצאותיה חשודות.

מעבר לאמור, אם נסתכל למשל על המספרים בשוק המניות בארה"ב – עמיהוד מצא כי פרמיית הנזילות בשוק המניות בישראל גבוהה פי 10 מפרמיית הנזילות בשוק המניות בארה"ב; אני בספק אם אפשר להסיק שבשוק האג"ח הישראלי והאמריקני פרמיות הנזילות שוות. זה מחזק את חשדי ששיטת המחקר מייצרת פרמיות נזילות נמוכות מדי. יתכן והיה צריך לבדוק גם סטטיסטיים פשוטים יותר.

פרופ' אמיר ברנע

לגישת המחקר ההשוואה כלל לא אפשרית מאחר ואין נתונים על שוק האג"ח בארה"ב.

עצמן ולכן השפעה ברמה הסטטיסטית.

בהיבט המיקרו כלכלי – כפי שציין חיים בתחילת הדיון, ישנה הבחנה בין פרמיית נזילות לבין סיכון נזילות. ככלל, המודל בו נעשה שימוש במחקר משמש לאמידת סיכון הנזילות ולא לאמידת פרמיית הנזילות, כך שלדעתי ישנה בעיה מתודולוגית המעלה ספק לגבי התוצאות.

ככלל, אני בדעה כי הבסיס של IAS 19 בנושא הוא בעייתי ביותר – המטרה היא למדוד את ערך הזמן אך נעשה שימוש בפרמיית סיכון. התוצאה אם כך היא שחברה המדורגת AAA תשתמש במחיר הון הגבוה ממחיר ההון שלה, בעוד שחברה המדורגת BBB תעשה שימוש במחיר הון הנמוך ממחיר ההון שלה. כלומר, בסופו של דבר מחיר ההון לא משקף הן את הסיכון של החברה והן את הסיכון של המדינה, מה גם שמבחינה תיאורטית אנו יודעים כי על מנת לשקף את ערך הזמן יש לעשות שימוש באג"ח ממשלתיות.

לבסוף, אציין כי לדעתי יש להוציא את חברת החשמל מהמשוואה – בסופו של יום הרגולטור יקבל החלטתו בעניין ללא קשר להחלטה החשבונאית שתתקבל בנושא או לסך ההפרשה. נזכור כי במקרה של חברת החשמל מדובר למעשה בהתחייבות של מדינת ישראל; אני לא רואה סיטואציה בה עובדי חברת חשמל לא יקבלו את מה שהובטח להם, כך שהעובדה שיושבים בדיון נציגי חברת החשמל ורשות החשמל גורמת ללחץ פוליטי בשאלה שכלל לא צריכה להיות פוליטית.

פרופ' דני צידון (בנק לאומי)

ברצוני להתייחס לנושא השוק העמוק מהזווית המקרו כלכלית – לדעתי אין מדובר בשאלת המחיר אלא בשאלת המסחר.

ברמה המעשית אציע את הפרוצדורה הבאה: ניתן לבנות 10 מדדים הרלבנטיים לבחינת עומק השוק ולדרג אותם. באם נשווה את הדירוג הממוצע לגרמניה למשל, נגלה כי בכל המדדים העליונים ישראל נמצאת מעל לגרמניה מבחינת עומק השוק.

החשבונאות בכלל ובפרט ה – IFRS מנסים לעשות מטריקה וליצור מעין סולם לפיו נוכל למדוד את מדינת ישראל ביחס למדינות אחרות, כאשר מבדיקות שערכתי בנושא, בכל פרמטר מקרו כלכלי של שוק עמוק אנו נמצאים מעל מדינות אירופה הקונטיננטלית (למשל גרמניה, בלגיה והולנד).

עובדות אלה באו לידי ביטוי במשבר הנזילות העמוק שאירע באירופה וב ישראל באוגוסט 2011, אשר לא לווה בהתערבות

מצד בנק ישראל, כך שנוצר מעין ניסוי טבעי. בתקופת המשבר, השוק הישראלי המשיך להיות נזיל ביותר ביחס לשוק האירופאי. טענה לגיטימית תהיה כי הדבר נבע מכך ששיא המשבר היה באירופה, אך אם נבחן גם את התנודות בכיוון ההפוך, הפחיתויות, נגלה כי גם אלו היו גדולות יותר באירופה מאשר בישראל. המסקנה שעולה היא שתחת כל אחד מהתרחישים, השוק הישראלי התנהג יפה יותר מהשוק האירופאי.

בקשר לאיכות האג"ח – באופן קונסיסטנטי אני בדעה כי איכות האג"ח בישראל טובה, כאשר מבחינתי האיכות צריכה להיבחן בהתאם לשיעורי ועלויות הכשל: $PD * LGD$. במונחים אלה המציאות מלמדת שישראל טובה ממדינות אירופה אותן בדקתי.

נדב שטיינברג (בנק ישראל)

ברצוני להעלות נקודה לגבי הבעייתיות במדד של עמיהוד, לאו דווקא בהתייחס לאג"ח קונצרניות. השימוש במדד נעשה רק בימים בהם מתקיים מסחר, בעוד שבאג"ח קונצרניות בישראל לא בכל יום מתבצעות עסקאות. אם נבחן מקרה קיצון בו ישנן עסקאות רק במהלך יום אחד בחודש, במידה ולא חל שינוי משמעותי במחיר אנו עלולים להסיק כי ישנה נזילות גבוהה שעה שבפועל המדד לא מביא בחשבון את העובדה שביתר 24 ימי המסחר הנוספים כלל לא היה מסחר.

פרופ' אמיר ברנע

הרציונאל הוא לעשות שימוש במחיר אמין שישקף את המציאות הכלכלית, בהינתן שהמסחר היומי הוא דליל ניתן לעשות שימוש בממוצע חודשי או תלת חודשי שישקף באופן אמין את המציאות הכלכלית.

נדב שטיינברג (בנק ישראל)

אני מסכים כי ניתן להשתמש בממוצע חודשי, אך זה לא מה שנעשה.

בנוסף, בהתייחס לדברים שנאמרו בנוגע לשיעור ועלות הכשל ($PD * LGD$), נשים לב כי בהינתן אותו מרווח, העובדה שלדברי פרופסור צידון ישראל טובה יותר במונחי Recovery 1 – PD ; פירושה שהשארית המייצגת את פרמיית הנזילות דווקא גבוהה יותר בישראל – כלומר, חוסר הנזילות בישראל יותר גבוה ולא להפך.

השפעת הירידה בשכר הטרחה של רואי
חשבון על איכות המידע בשוק ההון

המוגדרות כשוק עמוק.

בנוסף, איני סבור כי שינויים נוספים ברמה האקונומטרית
יובילו לתוצאות השונות באופן מהותי.

רו"ח דב ספיר

ברצוני לשאול את פרופ' שריג – בהתעלם מחברת החשמל,
האם לדעתך אין שוק עמוק?

פרופ' עודד שריג

כפי שציינתי, אני בדעה ש – 19 IAS הינו תקן בעייתי מאוד
ועל כך אין עוררין. אם כן, המטרה שלנו היא למזער את הנזק
של התקן ככל שניתן. לדעתי, אילו ייעשה שימוש בשיעור
התשואה על אג"ח ממשלתיות – ימוזער הנזק של התקן
בצורה הטובה ביותר. אין באמירה זו להעיד כי יש או אין שוק
עמוק בישראל, ואני נוטה שלא להסיק מסקנה חד משמעית
בנושא.

רו"ח שלומי שוב

נרצה לשמוע את עמדותיהם של ראשי המחלקות המקצועיות.

רו"ח גיא טביביאן

ראשית, אני מסכים עם פרופ' עודד שריג בנוגע לכך ש – IAS
19 והקביעות הנגזרות ממנו לעניין קביעת שיעור ההיוון מאוד
בעייתיות. למיטב הבנתי, לרבות מקריאת הדיונים שנערכו
בנושא – אין הבנה אמיתית לגבי מהו שוק עמוק. כמו כן, גם
לאחר הדיון בו לכאורה נקבע שבחינת "איכות גבוהה" תיעשה
בצורה אבסולוטית ולא באופן יחסי לאוכלוסיה, לדעתי עדיין
שאלת המפתח מהן אג"ח באיכות גבוהה נותרת בעינה, ובפרט
האם הדירוג הינו בינלאומי או ברמת המטבע, על אף שהפנייה
המקורית ל – IFRIC הייתה בנושא זה.

אבי בראור

ברצוני להפנות שאלה לד"ר חיים קידר-לוי – במסגרת
המלצות המחקר לבצע אקסטרפולציה לטווח הארוך, האם
נלקח בחשבון הסיכון שבאופק זמן מסוים כבר לא תהיינה
אג"ח קונצרניות?

ד"ר חיים קידר-לוי

התקן מתייחס לכך באופן ספציפי וקובע כי על הישות לבצע
מדידה על בסיס הנתונים הקיימים כאשר לגבי התקופות
הארוכות ניתן לבצע אמידה בדרך של אקסטרפולציה. ככלל,
ידוע שההתחייבויות האקטואריות הינן לתקופות ארוכות,
אף מעבר לעקום הממשלתי. למיטב הבנתי, בפרקטיקה
החשבונאית-אקטוארית מקובל להשתמש במרווח האחרון
ולקבע אותו.

ברצוני להתייחס בקצרה לביקורות שעלו:

בהתייחס לאנשי המימון, אציין שכאיש מימון לקחתי
פרספקטיבה של איש מקרו ולכן אני מסכים עם דבריו של
פרופ' צידון. נזכיר כי השאלה ברמת המקרו לא עסקה ב –
Price Impact, אלא השאלה הייתה האם המערכת הפיננסית
מסוגלת לספק נזילות בתקופות מצוקה – זאת ראינו דרך
התערבויות של הבנק המרכזי ופעילויות אחרות שנעשו ברמת
המקרו.

בנוגע להשוואת ישראל מול מדינות אירופה, על כל המגוון
שבהן – במסגרת המחקר בוצעה בחינה אשר נטרלה גם את
המדינות סלובקיה וסלובניה. במסגרת זו, לא חל שינוי מהותי
בתוצאות או מסקנות המחקר, לאור העובדות שישאל
נמצאת באופן מובהק מעל המדינות בהן לא קיים שוק עמוק
ושהסבירות לסיווגה של ישראל כמדינה בה קיים שוק עמוק
גבוהה מאוד. למעשה, בהתייחס לששת הפרמטרים שנבחנו
ישראל מאוד דומה ואף עוברת את הרמה המאפיינת מדינות

באשר לסוגיית האיכות – אני בדעה כי הטענה בדבר דירוג ברמה בינלאומית בעייתית; הסיבה לכך היא כי במקרה זה היינו הולכים ל – Default של מדינת ישראל, אשר מלכתחילה אינה עומדת ב – High Quality – כלומר, ככל הנראה ישנה בעיה לוגית בטענה לפיה יש להתבסס על דירוג בינלאומי, מה גם שאם אנו מסתכלים על היוון לפי מטבע, בשקל, הרי שהדירוג הכי גבוה זהו דירוג של מדינת ישראל.

רו"ח שלומי שוב

האם יש ל – KPMG עמדה פרשנית בנושא?

רו"ח דני ויטאן

אין ל – KPMG עמדה פרשנית, ולמיטב ידיעתי אין לאף משרד עמדה ברורה באם ההתייחסות היא ברמה הבינלאומית או המקומית.

באשר לעבודת המחקר – ייתכן כי הדברים שאמר פרופ' דני צידון בקשר למצבה של ישראל ביחס לגרמניה מחזקים את מסקנות המחקר. עם זאת, ועל אף שבטיוטת חוות הדעת האחרונה בוצעה בחינה המנטרלת את סלובקיה וסלובניה, עדיין דעתי היא כי הכללת מדינות מסוימות כ – Deep Market במסגרת גוש האירו, שהינן בעלות פרמטרים כלכליים נחותים ביחס לישראל, אינה יוצרת בסיס להשוואה ראויה.

רו"ח אדיר ענבר

עם תחילת יישום ה – IFRS, במסגרת תפקידי כרואה החשבון שטיפל בחברת החשמל, החלו דיונים בדבר קיומו של שוק עמוק. על רקע החלטה שהייתה צריכה להתקבל בנושא, בחנתי את הנושא לעומק בכל העולם.

ברצוני להדגיש – מן הדיון עלול להישמע כי ה – IFRS או מקצוע החשבונאות בכלל הינו דבר מגומגם או לא ברור, בעוד שבפועל זהו כלל לא מצב הדברים. מדינות מובילות רבות מיישמות את התקינה הבינלאומית – בהן לא עלו הקשיים והבעיות שצוינו בדיון ולא נשמעו טענות בדבר חוסר בהירות בנושא. אנו בשנה השמינית ליישום ה – IFRS; הנושא צריך היה להיות כבר מוכרע.

במסגרת הדיונים עלתה שאלה לגבי מדינה בה אין אג"ח באיכות גבוהה (High Quality) – האם אג"ח בדירוג B או C יכולות להיחשב כאג"ח באיכות גבוהה, מאחר וזהו הדירוג הגבוה ביותר באותה מדינה.

התשובה שניתנה שלילית, לאור תפיסת האבסולוטיות באותה

בנוסף, לא ניתן להתעלם מכך שאנו, כרואי חשבון, חתמנו על דוחות כספיים במשך שנים רבות – כך שבמקום מסוים ניתן אף להאשים אותנו.

רו"ח שלומי שוב

מה לגבי יתר הסוגיות החשבונאיות שעולות?

רו"ח גיא טביביאן

מבלי לערער על עבודת המחקר של ד"ר חיים קידר-לוי או על הדברים שנאמרו על ידי פרופ' דני צידון, לטעמי הבחינה בוצעה במונח יותר מדי רחב או מקרו כלכלי.

הבנתי האישית את החלטת ה – IFRIC בקשר לאבסולוטיות המונח "איכות גבוהה", היא כי אם המסקנה שמדובר בדירוג AA או AAA בינלאומי הרי שאין שאלה. בהינתן כי החלופה היא ברמת המטבע, עולים לא מעט ספקות; כך למשל, נראה לי מוזר שבאוסטרליה הגיעו למסקנה שאין שוק עמוק ואילו אנו בישראל נגיע למסקנה שיש שוק עמוק. מנגד, עלו טיעונים נוספים כמו למשל בנוגע לפרמטרים הכלכליים של ישראל לעומת גרמניה. חשוב להבין כי חוסר הביטחון בנושא מאוד גבוה – כאשר אני בדעה שאין למהר ולשנות דברים שאנו לא בטוחים לגביהם.

לסיום, כפי שנאמר, מטרת התקן היא לקבוע שיעור היוון אשר יישקף את ערך הזמן – אילו הדבר היה נתון להחלטתי, הייתי מנחה לעשות שימוש בשיעור היוון שישקף את סיכון האשראי של ההתחייבות.

רו"ח דני ויטאן

חשוב לזכור כי 19 IAS הותאם למדינות וכלכלות מסוימות; בעת כתיבת הכלל בתקן – שמהווה בכלל אדפטציה של הכלל האמריקאי – לא נלקחה בחשבון האפשרות כי כלל זה, לרבות השלכותיו היישומיות, לא יתיישב עם המציאות הכלכלית השוררת במדינות מסוימות, כגון מדינת ישראל.

הכלל בתקן אינו קוהרנטי מלכתחילה – כפי שגיא ציין, התקן יכול היה להתייחס לסיכון האשראי הפרטני של כל תכנית או התחייבות בנפרד. לחילופין התקן יכול היה להתייחס לערך הזמן בלבד באמצעות ריבית חסרת סיכון (ולא AA). בפועל, אף אחד מהדברים לא נעשה.

התוצאה היא שבהינתן התקן הקיים, מעבר לחוסר הקוהרנטיות, ישנה אי התאמה ברורה לישראל.

השפעת הירידה בשכר הטרחה של רואי
חשבון על איכות המידע בשוק ההון

ביטוח או נציגים של רגולטורים שונים, כך שאם נלך בעוד
כשנה ל - IFRIC, ייתכן ונראה מסקנות שונות.

בנוגע לנושא האקסטרפולציה - ראוי לדון בשאלה מהי
רמת האקסטרפולציה המותרת על פי התקן, בין היתר, על
רקע האנלוגיה ל - IFRS 13 ולסיווג האפשרי לרמה 3. מדובר
בשאלה גדולה, שאני בספק אם התקן כלל חשב עליה.

פרופ' דני צידון (בנק לאומי)

תמיד אפשר להחליט על נקודה ממנה עוצרים את
האקסטרפולציה ומקבעים את המרווח.

רו"ח שלומי שוב

מבחינת אנשי המימון ניתן לבנות עקומים ברמה המעשית, אך
מבחינת החשבונאות - גם בהינתן גוף מסודר המפרסם את
הנתונים - נותרת שאלת הסיווג לרמה 2 או רמה 3.

פרופ' יניב גרינשטיין

באשר לתקופת הזמן ולשאלה עד כמה רחוק צריכים ללכת,
אציין כי נושא ה - Yield Curve הקיים בארץ ובחו"ל השתנה
ומשתנה - כך למשל, בארה"ב עקום ל - 30 שנים גבוה בהרבה
מעקום ל - 5 שנים. כלומר, לצורך ביצוע אקסטרפולציה חשוב
מאוד שיעשה שימוש באג"ח מדינה תוך הסתכלות על הטווח
הרחוק. העוגן של אג"ח מדינה לטווח הרחוק הינו קריטי ועלול
לשנות את המספרים בצורה משמעותית.

ד"ר חיים קידר-לוי

בחוות הדעת התייחסתי לאפשרות להשתמש במרווח האחרון
בנקודה בה נגמר העקום הקונצרני ולהמשיך אותו על גבי
העקום הממשלתי.

המדינה - כלומר, על האג"ח להיות מדורגות AA. בפרט,
הפרשנות מתייחסת במפורש למונח High Quality ולא למונח
Highest Quality, מכך ניתן להבין שהאבסולוטיות נבחנת
באותה מדינה ולא ברמה הבינלאומית.

בנוסף, הדיון שלנו יוצא מנקודת הנחה כי ברירת המחדל הינה
היוון לפי שיעור התשואה על אג"ח ממשלתיות - ברצוני
להדגיש כי כבר לקראת סוף שנת 2007, עוד לפני תחילת יישום
ה - IFRS, התשובה המוסכמת שקיבלתי מהרמה הגבוהה
ביותר בפירמות הבינלאומיות, שהובאה גם בפני הרגולטורים
הרלבנטיים, היא שכל עוד יש אג"ח קונצרניות, חובה להוכיח כי
אין שוק עמוק או לחילופין כי האג"ח אינן באיכות גבוהה על
מנת שלא לעשות שימוש בהן.

אביב מוזס (רשות החשמל)

בשנת 2007 עלו שתי שאלות מרכזיות; האחת בנוגע לסוגיית
הדירוג הבינלאומי והשנייה בנוגע למקרים בהם לא הוכח כי
קיים אין שוק עמוק.

בהנחיה מקדמית של רשות ניירות ערך בנושא, כפי שפורסמה,
משתקף כי לא ניתן לשלול באופן חד משמעי התבססות על
דירוג מקומי. כמו כן, בהתייחס לשאלת עומק השוק, צוין כי
לא שוכנע סגל הרשות כי בשוק הישראלי לא קיים שוק עמוק
של אג"ח באיכות גבוהה. לאור האמור, נקבע כי לא הורם הנטל
המחייב שימוש בשיעור היוון המבוסס על תשואות של אג"ח
ממשלתיות.

רו"ח אודי גרינברג

בהתייחס לסוגיית הדירוג - אציין כי השתתפתי לאחרונה בדיון
בנושא, יחד עם רואי חשבון מ - 16 מדינות, כאשר גם לאחר
הפרשנות שניתנה בדיון הדעות בנושא היו חלוקות. יתרה מכך
חשוב לזכור שמדובר בנושא שהוא מוטה, חלק מחברי הצוות
באים מפוזיציות מסוימות; חלקם היו ראשי בנקים, חברות

רו"ח שלומי שוב

ייתכן כי הדבר אפשרי, אך השאלה עד כמה החשבונאות יכולה לחיות עם יישום שכזה.

רו"ח נבו ברנר

כפי שאני מבין את הדברים וגם כמו שעולה מהדיון היום, בשאלה של שוק עמוק אין אין לגביה תשובה ברורה. אני לא רואה שניתן להגיע למסקנה כי מסקנה אחת היא נכונה ואחרת לא, באופן חד, ברור ומנותק מאינטרסים. הנושא הזה עולה ויורד לסירוגין מסדר היום כבר מספר שנים וכל הזמן הזה חברות מפרסמות דוחות כספיים, רואי חשבון חותמים עליהם ורגולטורים לא מתערבים בהם – והכל בהיוון פנסיה לפי אג"ח ממשלתי.

הדיון הוא לא תיאורטי ומי שמקבל את ההחלטה צריך לזכור שהדבר ישפיע על כלל החברות במשק.

לדעתי, במקרה כזה שאין תשובה ברורה מה נכון ומה לא, כשיש כבר פרקטיקה שהשתרשה שנראה שמציגה נכון וללא עיוותים את הדוחות הכספיים, כשהתקן עצמו בעייתי, אז שינוי המצב הקיים יכול להיעשות רק במידה ויש תכלית ראויה – לפיכך, יש לדון בשאלה מהי התכלית של המהלך והאם היא ראויה.

רו"ח שלומי שוב

מהי תכלית ראויה?

רו"ח נבו ברנר

תכלית ראויה היא למשל מתן מצג יותר נכון לכלל המשק, ולא לפתור בעיה בנוגע לחברה מסוימת.

רו"ח אדיר ענבר

התכלית הראויה היא שעיקרון העקביות חל על טעויות.

רו"ח שלומי שוב

נרצה לשמוע את יושב ראש המוסד לתקינה.

רו"ח דב ספיר

אין בכוונתי להביע עמדה אישית; אפתח בגילוי נאות ואציין כי את המהלך של פנייה לקבלת חוות דעת יזמה הרשות לניירות

ערך, בטענה שמדובר בסוגיה שלא הובררה או טופלה עד היום.

זמן רב הושקע בפנייה לפרופסורים ולגורמים אשר יקבלו על עצמם את ביצוע חוות הדעת, כאשר חלקם לא הסכימו לבצע את העבודה, בין אם כי נמצאו בפוזיציות מסוימות ובין אם משיקולים אחרים. בסופו של דבר, מבין שתי הצעות, התקבלה הצעתו של ד"ר חיים קידר-לוי.

נכון להיום, עומדת לנגד עיני חוות הדעת בלבד. במסגרת הטענות שעלו בדיון, ניכר כי מי שטוען בדבר קיומו של שוק עמוק הינו בעל אינטרס אחד ואילו מי שטוען בדבר העדר שוק עמוק בעל אינטרס אחר. הפרופסורים שהתייחסו לעבודת המחקר לא נקטו עמדה האם קיים או לא קיים שוק עמוק, כך נכון להיום לא קיבלתי חוות דעת נגדית בנושא.

בסוף החודש צפוי להתקיים שימוע בנושא, במסגרתו תצטרך להתקבל החלטה.

פרופ' אמיר ברנע

מהן ההשלכות של החלטה זו מבחינת הדיווח של חברת חשמל?

רו"ח דב ספיר

אני בדעה כי להחלטה השפעה על כלל החברות שלהן התחייבויות לפנסיה ופיצויים, בין אם תקציביות ובין אם לאו. הסיבה לכך היא שמנגד להתחייבויות ישנם נכסים, אשר יימדדו לפי שוויים ההוגן; כלומר גידול או קיטון בהתחייבות ישפיע על סך ההון העצמי. יש לציין כי על רקע קביעת התקן בדבר זקיפת הפרשים אקטואריים ל - OCI, אמנם לא תהיה השפעה על הרווח – אך כאמור יושפע ההון העצמי.

פרופ' אמיר ברנע

האם ישנה השלכה רוחבית על קרנות הפנסיה עצמן?

רו"ח דב ספיר

קרנות הפנסיה מטופלות במסגרת IAS 26, שאינו קשור לנושא.

פרופ' אמיר ברנע

נאמר בתקן להצמיד ניירות ערך להתחייבויות קרן הפנסיה מבחינת מח"מ ובסיס הצמדה. האם זה נחוץ? נדמה לי שבעולם עם חדרי עסקאות בו מבוצעות מידי דקה עסקאות

השפעת הירידה בשכר הטרחה של רואי
חשבון על איכות המידע בשוק ההון

swap אין צורך בהצמדה הנדרשת בתקן. בנוסף נייר ערך
סינטטי יכול לשקף נכוחה את המציאות הכלכלית למשל על
ידי אקסטרפולציה של מרווחים.

נאחל לדב הצלחה בשימוע!

פורום שווי הוגן FAIR VALUE FORUM

FVF

דיבידנד בעידן הפוסט רעיוני: כיצד צריך להראות מבחן הרווח החדש?

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: 8 ביולי 2014

נושא המפגש: "דיבידנד בעידן הפוסט רעיוני: כיצד צריך להראות מבחן הרווח החדש?"

חומר רקע למפגש: חומר רקע למפגש יולי 2014;

אורחים שהוזמנו: רו"ח אהרון אליהו (סמנכ"ל בכיר מקצועי, רשות המיסים), ורד גולן (ראש המחלקה הבנק הבינלאומי), פרופ' יוסי גרוס, פרופ' עמיר ליכט, אילן פלטו (מנכ"ל איגוד החברות הציבוריות), עו"ד פיני רובין, רו"ח עופרי שלו (מנהל מחלקת המקצועיות מס הכנסה, רשות המיסים).

נוכחים: דן אלנתן, קרן בנגלס שנער, אמיר ברנע, נבו ברנר, משה גדנסקי, גיתית גור גרשגורן (רשות ניירות ערך), אסתר גילעז-רן, אלון גלזר, אודי גרינברג, דגנית דניאל (מחלקת תאגידים, כונס הנכסים הרשמי), אפרים דרור, דני ויטאן, צבי וינר, שלומי וינר (רשות ניירות ערך), חיים זקס, שירן ברזילאי ושושי יודאיקין (משרד המשפטים), גיא טביביאן, רונן מנשס, מאיר סלייטר, ואדים פורטנוי, אורן פרנקל, אילן ציוני (רשות ניירות ערך), שלומי שוב, נדב שטיינברג, רקפת שני.

צוות מקצועי: עידו ספקטור, ליאור שחף, מתן חגבי, אלכס וולקוב.

דיבידנד בעידן הפוסט רעיוני: כיצד צריך להראות מבחן הרווח החדש?

בו תיקונים. הדבר בא לידי ביטוי באמצעות שינויים חקיקתיים בנושא זה, שאמנם לא אוסרים חלוקה מרווחים רעיוניים, אך כן גורמים לכך שהתמריץ לבצע חלוקה כאמור קטן. לכן אני מעוניין שהדיון יעסוק בסוגיות העומק ולא רק בסוגיה הכללית. זה לא נושא פשוט, ואני מאמין שככל שהדיון יתקדם כולנו ניווכח בכך.

יש מגוון סוגיות שלדעתי מחייבות דיון מקצועי ציבורי עמוק: האם יש לצאת מיתרת הרווחים מדוח הסולו או מהדוחות המאוחדים? ההצעה של הרשות יוצאת מיתרת הרווח בדוחות המאוחדים ואני חושב שזה מאד בעייתי. ראשית, יתרת רווח כזו כוללת גם את הרווחים של החברות הבנות של החברה האם אין בהכרח גישה אליהם. שנית, הדוחות המאוחדים לא מביאים לידי ביטוי את הזוית של החברה האם בפני עצמה. כך לדוגמה, האם צריך לכלול ביתרת הרווח שניתנת לחלוקה בחברה האם גם רווחים שנבעו מעסקאות בין חברתיות לצורך חישוב הרווחים הראויים לחלוקה? מעבר לכך, ההתבססות על הדוחות המאוחדים מערבת ביתרת העודפים תפיסות חשבונאיות שבכלל לא קשורות ליכולת החלוקה של החברה האם. לדוגמה, בחלק מן העסקאות עם בעלי מניות המיעוט, בדוח המאוחד הרווח או ההפסד מהן נרשם כקרן הון ואילו בדוח סולו נרשם כרווח, מדוע לא ניתן לחלק אותו?

סוגיה מרכזית נוספת הינה נקודת היציאה – האם מהרווח הנקי המצטבר או מהרווח הכולל המצטבר? הצעת הרשות יוצאת מהרווח הנקי המצטבר ואני לא בטוח שזה נכון בחשבונאות המודרנית. מדוע אין לכלול את הרווח הכולל האחר במסגרת הרווח הראוי לחלוקה? לדוגמה, IFRS 9 מאפשר על אותו סוג של השקעה במניות שנמדדת לפי שווי הוגן בחירה בין מסלול של רווח להפסד לבין מסלול של רווח כולל אחר באופן שבו הרווח הכולל האחר לא יזקק לעולם לדוח רווח והפסד. התפיסה של ה-IFRS היום היא שהרווח הכולל הוא דוח בפני עצמו והוא אפילו הדוח המרכזי. דוח רווח והפסד הוא סוג של סיכום ביניים שנכון לעכשיו אין בדיוק הגדרה מושגית ברורה שלו. אגב בהקשר זה יש לציין שניתן לראות ששוק ההון עבר

רו"ח שלומי שוב

נושא הדיון שלנו היום הוא מבחן הרווח בחוק החברות בקשר לחלוקת דיבידנדים. זהו נושא חשוב ביותר, ועל כן החלטנו לעסוק בו, גם אם הוא עמוק מדי מכדי להסתיים בפגישה אחת. נמצאים איתנו היום נציגים מהרשות לני"ע, משרד המשפטים ורשות המיסים שלכולם נגיעה חשובה לנושא. רשות ניירות ערך פרסמה לאחרונה הצעה בנושא והיא תשמש כבסיס לדיון היום. חשוב להדגיש כי קיימת הסכמה גורפת בקרב הרגולטורים הרלוונטיים היום, ובכלל זה רשות ניירות ערך ומשרד המשפטים, כי צריך לעצור את האפשרות לחלק דיבידנדים מרווחים רעיוניים. זה אומנם קצת מאוחר מידי ולאחר שהסוסים ברחו מהאורווה ותרמו למבול הסדרי החוב אבל עדיף מאוחר מאשר לעולם לא ודווקא עכשיו זה זמן נוח לבצע שינוי כזה. אני זוכר שעם כניסת ה-IFRS רשות ניירות ערך היתה בעמדה שלא צריך לתקן את החוק. חשבתי אז שזו היתה טעות קשה ששילמנו עליה מחירים כבדים כך שאני שמח שהרשות שינתה כעת את דעתה בנושא.

הרקע לדיון הוא השינוי הדרמטי שעברה החשבונאות בעקבות כניסת ה-IFRS. החשבונאות, בגישתה החדשה, מעוניינת לספק מידע רלוונטי למשקיעים, ובין היתר גם לגבי רווחים שעוד לא מומשו (רווחים רעיוניים), כגון: רווח משערוך נדל"ן להשקעה ורווח רעיוני משינוי סטטוס חשבונאי של שליטה. מה שאנחנו רואים היום לא בהכרח יישאר בעתיד, כי החשבונאות היא דינמית. אנו יודעים שחוק החברות הנוכחי יושם על בסיס החשבונאות הקודמת שהייתה דומה יותר לאופן שבו רואות את הדברים רשויות המס, כלומר על בסיס רווחים שמומשו. אמנם עבר זמן מאז כניסת ה-IFRS ב-2008, אבל לדעתי עכשיו כשאנחנו רואים את המצב בשוק – המשברים שקרו והסדרי החוב, חשוב לעסוק בנושא זה שוב.

הסוגיה הכללית היא: האם בכלל נדרש מבחן רווח ואם כן, האם יש לתקן אותו? מכיוון שדנו בעבר בנושא, נראה לי שאנחנו כבר מבינים בשלב זה שיש צורך במבחן הרווח, אך יש לבצע

למשל, להעריך את חברות הביטוח בשנים האחרונות לפי הרווח הכולל ולא לפי הרווח הנקי. לעומת זאת, רשות ניירות ערך, לפי הצעתה, מסתכלת על הרווח הכולל האחר כמקשה אחת: אם יתרת הרווח הכולל האחר היא חיובית, אז היא לא נחשבת כחלק מיתרת העודפים ואם היא שלילית אז היא כן מנוכה מיתרת העודפים.

סוגית עומק נוספת היא מהו רווח רעיוני ואיפה עובר הגבול בין רווח רעיוני לבין רווח שמומש? צריך לזכור בהקשר זה שבסיס היישום של החשבונאות הוא בסיס מצטבר ולכן לכאורה כל מכירה ללקוח באשראי היא לכאורה רווח שלא מומש. תסתכלו מה קורה בחברת דלק שעסקאות המכירה שהיא מדווחת עליהן לאחרונה הן בהלוואות מוכר. כמובן שלא לזו הכוונה ברווח רעיוני אבל חייב למצוא בסיס מושגי להבחנה הזו. למשל, הבסיס יכול להיות קשור למשל לאופי הנכס תוך אבחנה בין נכס כספי, נכס פיננסי ונכסים אחרים וכן גם ליכולת המימוש של הנכס בנקל למזומנים. כך למשל, צריך לכאורה לבצע אבחנה שכמדברים על השקעה במניות שמהווה נכס פיננסי בין מניות סחירות ובין מניות לא סחירות. נקודה מעניינת בהקשר זה שקיימת בהצעת הרשות היא נטרול שערוכים של השקעה אסטרטגית במניות גם כאשר מדובר במניות סחירות. בכל מקרה, מדובר בנושא מורכב מבחינה מושגית שצריך להיזהר בקבלת החלטות נחפזות לגביו וניתן להמחיש זאת רק על ידי הדוגמה שנוגעת לשאלה האם צריך לנטרל הוצאות בגין אופציות לעובדים שכן לכאורה מדובר בהוצאה שאינה במזומן. בהקשר של רווח רעיוני, עולה השאלה האם רווח אקוויטי מחברות כלולות נחשב כרווח ראוי לחלוקה? לפי הצעת הרשות לני"ע, זהו רווח שלא ניתן לחלוקה. תפיסה זו צריכה להתיישב לדעתי עם התפיסה של אי הבאה בחשבון של רווחי חברות בנות.

כשבאים לבטל רווח רעיוני אנחנו צריכים לשאול את עצמנו כיצד מנטרלים אותו? מדובר בשאלה לא פשוטה בכלל גם אם היא נראית כזו. לדוגמה, נניח שהחלטנו שמנטרלים רווחים משערוך של נדל"ן להשקעה – איך עושים זאת? האם מנטרלים רק את הרווח מהשערוך? מה לגבי הוצאות פחת? הרי לכאורה הרווח כולל הכנסות מדמי שכירות. אם היינו רוצים לעשות התאמה נאותה, היה עלינו לרשום גם הוצאות פחת אחרת נוצר פה עיוות. דוגמה נוספת – מוניטין שלילי שנוצר בעת רכישת חברה בת (למעשה זו רכישה במחיר הזדמנותי במחיר נמוך ממחיר השוק של הנכסים וההתחייבויות המזוהים) הוא רווח שאותו נרצה לנטרל, אך אם נעשה זאת האם לא צריך גם לנטרל את אותו חלק מהנכסים המזוהים שבגינם החברה תכיר בהוצאות פחת בשנים הבאות? שימו לב כמה זה מורכב. איך אנחנו נצליח להבין איזה חלק יש להפחית מהנכסים המזוהים?

לדעתי, אחד הפתרונות למצב הוא להסתמך על דוח הסולו שמעבר לכך שהדבר נכון במהות, הוא גם מצמצם באופן ניכר את היקף הקשיים האלה.

מעבר לנושאים החשבונאיים, עולות גם שאלות בנוגע ליישום – האם יהיה מדובר במבחן רווח מבוסס עקרונות או מבוסס כללים? האם התיקון צריך להיות ברור כשמש או שעליו לתת לחברות פתח לפרשנות? האם על החברות למנות מבקר שיבקר את חישוב הרווחים הראויים לחלוקה? שאלה חשובה נוספת היא האם העלות של ביצוע מבחן הרווח החדש לא תעלה התועלת ממנו? סוגיה זו חשובה בעיקר לחברות פרטיות. אני מציע כפתרון פרקטי לאפשר לחברות פרטיות לבחור להיצמד לרווח לצורך מס שהן מדווחות כבסיס לחלוקה וכך לפשט עבורן את היישום.

אני חושב ששאלות עומק כאלה מחייבות דיון בקרב מיטב המוחות המקצועיים שיש כאן והרגולטורים חייבים להבין זאת לפני שמתקנים את החוק. קבלת החלטות מהירה יכולה ליצור עיוותים לכל כיוון שנבכה עליהם בעתיד. מעבר לשאלות העומק, עולות כמובן גם שאלות נלוות לגבי אופן המעבר, האם מכאן ואילך ממועד כניסת החוק לתוקף או אם לא? האם המידע על הרווחים הניתנים לחלוקה צריך להיות מידע מבוקר ועוד?

חשוב לציין שהדיון הזה נערך על רקע הצעת הרשות לני"ע לבטל את דוחות הסולו, כמו שאנחנו מכירים אותם עד כה. על פי הצעה זו, יינתנו נתונים על המאזן ודוח תזרים המזומנים, אך לא יהיה דוח רווח או הפסד סולו. כתוצאה מכך לא תהיה גם יתרת עודפים סולו ולא תהיה לנו נקודת מוצא של יתרת העודפים סולו כשנעסוק בחלוקות של קבוצת חברות. לדעתי, גם בלי קשר לדיון הנוכחי, דוחות הסולו חשובים ביותר כולל דוח רווח והפסד סולו ודנו בכך בעבר בפורום. הדיון הנוכחי רק אמור לחזק מסקנה זו.

פרופ' אמיר ברנע

אני רוצה להתייחס לשאלה שעלתה בנוגע לצורך במבחן הרווח - לדעתי, הרעיון של שימור ההון והגנה על הנושים הוא מאוד בעייתי. בהחלטות מנהלתיות אפשר להשפיע על זכויות הנושים בדרכים רבות ולא רק בעזרת דיבידנדים, אך משום מה החליטו להגביל דווקא את נושא הדיבידנד. האם צריך גם להגביל את הסיכון שלוקחת החברה בעסקיה בעזרת חוק? חברה שנכנסת לפרויקט ברמת סיכון גבוהה מאוד מסכנת את הנושים שלה לא פחות ואולי אף יותר מחברה שמחלקת דיבידנדים מרווחים לא ממומשים. דבר שני, איך אני שומר על זכויות הנושים בחברה שמנפיקה אגרות חוב כשכבר הייתה לה

דיבידנד בעידן הפוסט רעיוני: כיצד צריך להראות מבחן הרווח החדש?

דיבידנד וגם בנושאים אחרים בהם אנחנו מסתמכים על החשבונאות. עד היום יכולנו לחיות בנוח עם החשבונאות ולא נתנו לה נופך משפטי, אולם היום אנחנו מוציאים את עצמנו מכרסמים בה. אני לא בטוח שאני מבין על איזה ערך אנחנו מגינים כשאנחנו מדברים על חובת מימוש. קחו לדוגמה מקרה בו יש לי מגדל שהחלטתי למכור אותו ונוצר לי רווח במכירה. יום למחרת קניתי את המגדל השכן שהוא זהה לחלוטין. רמת הסיכון מבחינת הנושים היא זהה כיוון שעשיתי רק פעולה טכנית – יצרתי רווח והשתמשתי בו לרכישת בניין זהה. בפועל, אם הייתי משערך את הבניין המקורי שהיה בידי למחיר השוק (שהינו המחיר בו קניתי את המגדל השני בדוגמה) ויוצר רווח משערך, המצב של הנושים היה זהה.

רו"ח דני ויטאן

אני לא בטוח שהבעיה היא במבחן הרווח, אלא ביישום הפרקטי של מבחן הסולבנטיות. מבחן הסולבנטיות צריך להיות המבחן המרכזי. בגלל שיש בעיה בשיקול הדעת שמופעל לצורך בחינת מבחן הסולבנטיות, מגיעה ההצעה הזו ומכניסה אלמנטים שהיו אמורים להילקח בחשבון במבחן הסולבנטיות לתוך מבחן הרווח.

פרופ' עו"ד יוסי גרוס

עד לפני חוק החברות, פקודת החברות אסרה חלוקת דיבידנד כיוון שהחברה היא חברה בערבון מוגבל ואין אף אחריות מצד בעלי המניות. אסור היה להחזיר כסף לבעלי המניות, אלא באישור של 75% מבעלי המניות ובכפוף לאישורו של בית המשפט. כמו כן, אסור היה למכור מניות בדיסקאונט וכן אסור היה לתווך במכירת מניות, אלא אם היה מדובר בתיווך מזערי ביותר. במילים אחרות, היו הרבה מאוד כללים ששמרו על הנושים. כשנכנס חוק החברות, הוחלט להכניס שני מבחנים לצורך החלוקה ובנוסף להותיר פתח לפנות לבית המשפט במקרה שמבחן הרווח לא מתקיים. בסופו של דבר, המבחן העיקרי הינו מבחן יכולת הפירעון וגם אם לחברה יש רווח, היא לא יכולה לחלק אותו אם אינה עומדת במבחן יכולת

יתרת רווח? אני קניתי אגרות חוב של החברה כשהייתה לה כמות הון מסוימת ומתוך יתרה זו מותר לחלק, במילים אחרות רכשתי את אגרות החוב בידיעה שייתכן שההון הזה יחולק כדיבידנד. יש עוד דוגמאות רבות לבעיות ושלומי העלה חלק מהן. במבנה הפירמידאלי של חברות בישראל הבעיות נעשות חמורות יותר כיוון שהמבנה הזה מבוסס על זרימה חופשית של דיבידנד בין החברות. האם דמי הניהול או הלוואות בעלים יחליפו את חלוקת הדיבידנד ויעקפו את מבחן הרווח, מתוחכם ככל שיהיה? לכן באופן בסיסי עולה בי התהייה האם יש הגיון כלכלי בדיון בכל הסוגיות העולות ממבחן הרווח או שזהו רק ניתוח פורמלי שקשור לצורת הדיווח החשבונאי.

עו"ד פיני רובין

בעבר, בדיני החברות לא הכפפנו את עצמנו לדיני החשבונאות באופן פורמאלי. אנחנו נתנו לחברות את האפשרות לחשב את הרווח על פי מיטב שיקול דעתן, כי סמכנו על הדירקטורים בחברה מתוך הבנה שהם יודעים יותר טוב לכמת ולאתר את הסכומים המחולקים. למעשה, אנחנו הולכים באופן מאוד פורמאלי, קיצוני ובמידה מסוימת גם נוח אחרי כללי החשבונאות. זה נוח מכיוון שכאשר אנחנו יושבים בישיבת דירקטוריון והדירקטורים שואלים אותנו בתור יועצים משפטיים האם ניתן לחלק, אנחנו אומרים להם לפתוח את הדוחות הכספיים ולמצוא שם את התשובה. זה בעייתי מכמה אספקטים: ראשית, האם אנחנו מוכנים בעולם הערכים המשפטי להכפיף את עצמנו למוסדות חוץ-משפטיים שאינם עוברים שום בקרה מסודרת? כלומר, מחר ייתכן מצב שבו החשבונאות תשנה את הכללים שלה והדין יצטרך לקבל זאת על עצמו. אילו היינו סומכים על החשבונאות ועל הרווח הנובע מכללי החשבונאות, אז לא הייתה בעיה, אך ברגע שאנחנו מתחילים לבטל רווח משערך א', לתקן רווחי אקוויטי ולכרסם בחשבונאות ולעצב אותה מחדש לעניין א' ולעניין ב', אז אולי יש צורך לכרסם אותה עד הסוף? מבחינתנו, ברגע שמתחילים להוריד את נושא א' ונושא ב' זה פוגע ביכולת שלנו להסתמך על החשבונאות. זה נכון גם לגבי חוק החברות בהיבט חלוקת

רו"ח אורן פנקל

אני חושב שלפני שנכנסים לנושא שהוא כל כך קריטי ועוסק בליבת האלוקציה של ההון בחברה, צריך קודם כל לבחון מה כדאי למשק. רק אחרי שנבין את זה צריך ליישם כללים משפטיים כדי להשיג זאת. אם נחליט שלא מחלקים דיבידנדים בכלל, לא תהיה חלוקה של ההון ואז אני מניח שתהיה פגיעה בצמיחה במשק. יש פה מתח בין פגיעה בנושים לבין אלוקציה של ההון במשק. יש לי תחושה שבתיקון הרשות לניירות ערך ראתה לנגד עיניה 150-160 חברות שנקלעות להסדר חוב, אך לא באמת ניתחה האם זה קרה בגלל עסקים כושלים או בגלל חלוקת דיבידנדים פראית. קודם כל צריך לאבחן את המחלה ורק אז להחליט על אופן הטיפול ולא להיפך.

אני חושב שמשרד המשפטים עשה טעות פטאלית בעבר והוא הולך לעשות את אותה טעות גם היום. איש מאתנו לא יודע לאן הולכת החשבונאות, ולכן להישען על כללי החשבונאות בבואנו לקבוע חלוקת דיבידנד זה דבר שאף אחד לא יודע למה הוא יוביל בעתיד. ברור לכולם שיש לעמוד במבחן יכולת הפירעון לפי שמחלקים דיבידנד ושאינן לחלק מתוך ההון והפרמיה. אך כל שאר מרכיבי ההון הם סתמיים ומקריים. לדוגמה, יכול להיות מצב בו שתי חברות זהות לגמרי עשו בחירות שונות של כללי חשבונאות, ולכן מציגות תוצאות שונות. יכול להיות שאחת תוכל לחלק דיבידנדים והשנייה לא, למרות שהן זהות לחלוטין מבחינה כלכלית. המדיניות החשבונאית לא צריכה להשפיע על מבחן כלכלי של חלוקת הדיבידנד.

רו"ח גיא טביביאן

אני חושב שהחשבונאות פחות מקדשת את הרווח. מי שמסתכל מהצד על הדיון ורואה את כמות השאלות שעולה כאן מבין כמה המבחן קשה ליישום, ועל כן כנראה שהוא לא רלוונטי. לדוגמה, חברה שאין לה התחייבויות בכלל ויש לה יתרת עודפים, מנפיקה אג"ח. הרוכשים של אותו אג"ח יכולים לקבוע קובנט מסוים או להטיל מגבלות על חלוקת דיבידנד. הקובנט או המגבלות שיוטלו לא יהיו מכוונים לרווח, אלא להון העצמי ביחס למאזן. בשביל המהימנות של החשבונאות וכדי להפחית אינטרסים לביצוע מניפולציות, אני חושב שמבחן החלוקה לא צריך להיות מבוסס על החשבונאות. אבל אם כבר בוחרים להתבסס עליה צריך ללכת לכיוון של מבחני הון עצמי ולא דווקא על רווח, למרות שגם זה יכול להביא לקשיים רבים כפי שאורן ציין. כמו כן, לבחון את החלוקה על בסיס דוחות סולו לדעתי לא יפתור את הבעיה. יכול להיות שצריך לתת לחברה לקבוע מול הנושים שלה את מגבלות חלוקת הדיבידנד ואת הבקורות שיש לקיים עליהן. אי אפשר בכל מצב ללכת לבית משפט ולתת לו להכריע.

הפירעון. האחריות לחלוקה היא על הדירקטוריון, ואם חברה מחלקת דיבידנד תוך כדי הפרה של מבחן יכולת הפירעון, זוהי הפרה של חובת הנאמנות מצד הדירקטוריון. להזכירכם, אין אפשרות לעשות ביטוח או לקבל שיפוי כתוצאה מעונשים שמוטלים מהפרת חובת נאמנות. לסיכום, מבחן הרווח פחות חשוב לדירקטורים כשהם באים לחלק דיבידנד. גם אם יש לי רווח ממש גדול, כל עוד לא אוכל לפרוע את חובותיי לנושים, לא ניתן לחלק דיבידנד.

ד"ר רו"ח אסתר גילעז-רן

אני רוצה לציין שני דברים. ראשית, אנחנו לא המצאנו את השיטה ואנחנו לא הראשונים לאמץ את ה-IFRS. אם אנחנו מסתכלים על מה שקורה בעולם, בארה"ב מה שניתן לחלוקה כדיבידנד הוא רק מה שניתן למיסוי. כלומר, רווחי שערך לא ניתנים לחלוקה, כי לא ניתן למסות את החברה עליהם. אם אנחנו מסתכלים על אנגליה ועל רוב מדינות אירופה, כשהן אימצו את ה-IFRS הן הותירו את רווחי השערך מחוץ לתחולת הסכומים הניתנים לחלוקה. בישראל נעשה שימוש לרעה בכללי החשבונאות, וזה עולה גם במחקר שערכתי בנושא. אני לא חושבת שהדירקטורים מסתמכים על העודפים של החברה ועל דוח רווח או הפסד כשהם באים לקבל החלטה בנוגע לחלוקת דיבידנד. לדעתי, אם לא נעשה נטרול של רווחים משערך, רווחי אקוויטי וכדומה, לדירקטוריון לא תהיה את היכולת לעשות את הנטרול הזה בכוחות עצמו, ולהפריד בין רווחים ממומשים לבין אלו שאינם ממומשים.

רו"ח אודי גרינברג

את יודעת אבל שהחשבונאות היא דינמית, אז לקבוע היום הוראות חוק ולקחת את שיקול הדעת של הדירקטוריון היא בעייתית. מחר כשיהיה שינוי נוסף בכללי החשבונאות, נעשה שוב שינוי בהוראות החוק? צריך לתת קרדיט לדירקטורים ולסמוך על שיקול דעתם בקביעת יכולת הפירעון של החברה.

רו"ח שלומי שוב

הסוגיות שאתם מעלים הן סוגיות שדנו בהם בעבר, וכבר נטען שיש לבטל את מבחן הרווח להותיר רק את מבחן יכולת הפירעון. מבחן רווח שמבוסס נתונים כמותיים נותן לגיטימציה לחלוקת דיבידנדים כיוון שהדירקטורים יכולו להוכיח שהם עמדו במבחן. ראינו את זה בבירור ב-IDB בה בכל פעם שהייתה אפשרות לבצע חלוקה על פי מבחן הרווח, נעשתה חלוקת דיבידנדים.

דיבידנד בעידן הפוסט רעיוני: כיצד צריך להראות מבחן הרווח החדש?

ה-IFRS, הוא הכפיל את עצמו. איפה היו הדירקטוריונים של כל אותן חברות שחילקו דיבידנדים וסיימו בהסדרי חוב? יש חברות רבות שאם לא היו להן את רווחי השערוך שלהן הן היו מציגות הפסדים ובכל זאת בוצעה בהן חלוקת דיבידנדים.

רו"ח משה גדנסקי

ראשית, הערה אחת לגבי הדברים של אורן – אני לא חושב שהתפקיד של הרשות, בהקשר הזה, זה לבחון אלוקציה נכונה של המשאבים במשק ו/או לסמן יעד שקשור בהיקף חלוקות הדיבידנדים. אם להשתמש במונח של אורן – הצעת הרשות לניירות ערך הגיעה מכיוון שהמחלה היא שמבחן הרווח שקיים היום בחוק הוא מעוות, ולכן על פניו נדרש לתקן אותו.

שנית, אם נכנסים לפרטים, אני חושב שהצעת הרשות לא חפה מבעיות. כמו למשל, האבחנה שבמוצעת בהצעה בין רווח נקי לבין רווח כולל אחר. בהתאם להצעה סעיפים שנזקפים ישירות לעודפים כן ייכללו ברווחים הראויים לחלוקה, ואילו מה שנזקף ישירות לקרנות הון שלא דרך הרווח הכולל אחר לא יילקח בחשבון – אני לא מבין מה הבסיס לאבחנה הזו.

לדעתי, הרכיב הראשון של המבחן בחוק, לפני שמנטרלים רווחי מימוש, צריך בכלל להתבסס על ההון העצמי המאזני של החברה. יש לי הון עצמי יתרת פתיחה והון עצמי יתרת סגירה מכאן שההפרש ביניהם זה הסכום שאני יכול לחלק בלי אבחנה מה הרכיב בהון שגדל. אם העיקרון הוא הסתמכות הנושים הרי שהם לא הסתמכו על הגידול בהון שנוצר אחרי שהם הלוו כסף לחברה ולכן כל גידול בהון יכול להיות מחולק ללא אבחנה חשבונאית כזו או אחרת. זה יהיה מבחן פשוט, אחיד ובהיר שתקף לכל החברות. זה יהיה השלב הראשון. בשלב השני אנחנו צריכים להבין מה אנחנו עושים עם הרכיבים השונים בהון העצמי שנובעים מרווחים על הנייר. יכול להיות שצריך לנטרל שניים שלושה מקרים עיקריים שהם בעלי ההשפעה הכי גדולה בהקשר הזה, כמו למשל שערוך נדל"ן להשקעה. אם נתחיל להיכנס לכל הפינות והסוגיות החשבונאיות שעולות מההצעה אנחנו לא נצא מזה והמבחן יהיה מסובך ולא ישים.

רו"ח נבו ברנר

צריך לזכור שהחוק חל גם על חברות פרטיות וייתכן שזה בכלל לא רלוונטי אליהן, מקל וחומר לגבי חברות פרטיות ללא כל חוב חיצוני. כמו כן, למרות שמבחן העל לבחינת יכולת חלוקה הוא מבחן יכולת פירעון, למבחן הרווח יש חשיבות בעיקר בגלל שהוא נותן לדירקטוריון ודאות כלשהי כאשר הוא בא לאשר חלוקת דיבידנד. ביטול מבחן הרווח והשארת רק מבחן יכולת הפירעון, תביא למצב בו כמעט כל חלוקת דיבידנד תביא לכך שתהיה עילה לתביעה כנגד חברי הדירקטוריון. זאת, במיוחד היות ותביעות כאלה מגיעות תמיד בדיעבד.

בנוסף יש לשים לב לעובדה מעניינת, ההסבר של הרשות לשינוי מבחן הרווח לחלוקת דיבידנד הוא יישום כללי ה-IFRS שהכניס לרווח פריטים רבים "לא ממומשים". מיד לאחר ההסבר הזה מתחילים לדון בסוגיות האם להתבסס במבחן הרווח על הרווח בדוחות הסולו, והאם לנטרל רווחי האקוויטי של חברות כלולות. ונשאלת השאלה, מה זה רלוונטי ליישום ה-IFRS? הרי בחוק החברות נקבע שהרווח שיש להתחשב בו הוא הרווח המאוחד וגם אז תחת כללי החשבונאות הישראלים הרווח המאוחד כלל את הרווח של הבנות ואת רווחי האקוויטי של הכלולות באותו אופן בדיוק.

פרופ' צבי וינר

חשוב שהמבחנים יהיו מבוססים עקרונות ולא כללים טכניים. כללים טכניים ניתן לעקוף ולכן חשוב שחברי הדירקטוריון ייקחו אחריות, יתייעצו עם המומחים, ויקבלו החלטה לטובת החברה. האחריות צריכה להיות על הדירקטורים ואם הם לא יודעים להתמודד עם הסוגיה, כנראה שצריך להחליף אותם.

ד"ר רו"ח אסתר גילעז-רן

אני לא התכוונתי להגיד שלדירקטוריון לא צריכה להיות אחריות, אבל אם אתה מסתכל על היחס בין הדיבידנדים המחולקים ובין הרווח נקי (Payout ratio) לפני ה-IFRS ואחרי

פרופ' אמיר ברנע

אבל זה מגיע לרמה אבסורדית. תאר לך חברה שאין לה חוב בכלל, ממש כלום, האם היא יכולה לחלק דיבידנד? הרי ברור שאין לה בעיה של יכולת פירעון כי אין לה חוב בכלל, אבל יכול להיות שהיא לא עומדת במבחן הרווח ואז היא לא יכולה לחלק. זה נראה לך הגיוני? האם חברה כזו באמת צריכה לפנות לבית משפט כדי שיאשר לה חלוקת דיבידנד? זה אבסורד.

פרופ' עמיר ליכט

מה שאני מנסה להגיד זה שחשבונאות היא כלי מדידה, וכל פעם שיהיה עדכון בחשבונאות העולם המשפטי יצטרך להתאים את עצמו. אם יהיה ניסיון של החשבונאים להתנער מההשלכות המשפטיות מה שייווצר זה בדיוק מה שקרה עם חשבונאות המס ותהיה חשבונאות נוספת – חשבונאות משפטית, ואז החברות יצטרכו לנהל 3 מערכות חשבונאיות.

לגבי סולו מול מאוחדים, אני רוצה לציין נקודה מאוד יסודית – האחריות של המנהלים היא לעולם סולו. כל ניסיון לטשטש את המדידה ברמת הסולו, יש עימו קושי כי הוא מזניח את ההיבט המשפטי. לכן אני קורא לרשות לני"ע לשקול מחדש את הנושא.

רו"ח שלומי שוב

הזמנו לכאן היום נציגים בכירים של רשות המיסים על מנת לשמוע כיצד הם מתמודדים עם הנושא. כידוע, לאור עקרון המיסוי הדוח שלבי, רשות המיסים מנסה להילחם בשנים האחרונות עם שימוש בדיבידנד מרווחים רעיוניים כדי להקטין את חבות המס. פורסם בזמנו המקרה של קניון רמת אביב שהוחזק באמצעות חברת בת נפרדת שאותה מכרה אפריקה בלי לשלם כמעט מיסים. זה בוצע על ידי כך שחילקו את רווחי השערוך כדיבידנד כנגד הלוואות וכך כשבאו למכור את המניות לא נוצר רווח הון. זה אמנם דחיית מס אבל מאד משמעותית שפוגעת בקופת המדינה. בחוק ההסדרים האחרון רשות המיסים העבירה תיקון משמעותי בנושא.

רו"ח עופרי שלו

קודם כל, אנחנו יודעים שהסדר המיסוי של מס הכנסה בנוגע לדיבידנדים מבוסס על העיקרון של מיסוי דו שלבי, משמע אחרי ששילמת את מס החברות בשלב הראשון אתה משלים את החלק הנוסף בעת חלוקת דיבידנד. בפקודת מס הכנסה אין הגדרה לדיבידנד, ומהם אותם רווחים שאתה יכול לחלק ולכן לאורך השנים מערכת המס הייתה עוקבת אחרי החשבונאות. עלה פה הנושא של השיטה האמריקאית, ויש לציין שאנחנו

הרי אנחנו לא מצפים מהחברות לקיים שתי מערכות דיווחיות מקבילות אחת לצורך הדוחות הכספיים והשניה לצורך חלוקה. נכון שזה לא פותר את כל הבעיות, אך רק משום כך לא צריך להחליט שלא עושים שום דבר בנידון. עדיף לבחור שניים-שלושה נושאים מרכזיים ולטפל בהם מאשר לא לעשות כלום.

רו"ח אורן פרנקל

הערה אחת לגבי הדברים של משה – אני מקבל את התפישה לגבי הסתכלות על ההון העצמי ושהרכיבים שמרכיבים אותו פחות חשובים, אבל היום בשוק ההון מרבית מאגרות החוב שמונפקות כבר משלבות קובונטים על ההון העצמי המינימלי. כלומר, הנושים כבר דואגים בעצמם למגבלות על ההון העצמי של החברה ואין צורך התערבות נוספת מצד החוק.

רו"ח משה גדנסקי

מבחן הרווח בחוק הוא למעשה, גם כיום, "קובונט על" מנדטורי שחל על כל החברות. אם נושי החברה רוצים להטיל תניות חוזיות נוספות הם יוכלו לעשות זאת כרצונם אבל לפחות "הקובונט" שבחוק יעשה שכל.

פרופ' עמיר ליכט

יש לי שתי הערות: האחת, לגבי הכפפה של המשפט לחשבונאות, והשנייה, לגבי דוחות סולו או דוחות מאוחדים. אני מסכים עם פני שלעולם המשפט יבוא בדרישה לחשבונאות שתיתן לו גודל שהוא תקין ולגיטימי ושהיה סף שמעליו ההתנהלות של המנהלים אינה לגיטימית. בסופו של דבר החשבונאות מהווה כלי בידי מנהלי החברה לנהל את החברה, וגם בכדי לבדוק האם הם עצמם מקיימים את החובות שלהם, ולכן תמיד הם יבואו בדרישה לחשבונאות לקבלת הגודל שציינתי. זוהי אינה תופעה של השנים האחרונות, כך זה היה מאז שדיני החברות הבינו את מהות החברה באנגליה של המאה ה-19. דיני החברות הבינו את המתח שבין בעלי המניות לבין הנושים, והבינו שמצב שבו החברה מחלקת דיבידנדים ומשאירה את עצמה ככלי ריק ומבלי יכולת להחזיר את הכסף מבעלי המניות הוא בלתי נסבל. הזמינו רואי חשבון ושאלו אותם: מה אסור לחלק? והם ענו את הערך הנקוב. במאה ה-19 זה היה הגיוני כי לערך הנקוב הייתה משמעות. מאז עולם החשבונאות התפתח ועולם המשפט נתקע מאחור, אבל זה תמיד יהיה ככה. תמיד ייקח לעולם המשפט זמן להדביק את החשבונאות ותמיד עולם המשפט יבוא בדרישות לחשבונאות.

דיבידנד בעידן הפוסט רעיוני: כיצד צריך להראות מבחן הרווח החדש?

השוק, אלא רק על רווחי השערוך שמומשו. כמובן שבמסגרת הסעיף יש הסברים על אופן החישוב ובסופו של יום המיסוי הוא רק על רווחי השערוך שחולקו.

רו"ח שלומי שוב

ממה שאני מבין ממך, נראה שרשות המסים הגיעה למסקנה שחוק החברות ושוק ההון לא באמת מסוגלים לפתור את הבעיות. הרי אם היה תיקון בחוק החברות, לא הייתם צריכים לתת פתרון משלכם.

עו"ד פיני רובין

ההנחה שלהם הייתה שרווחי שערוך מותרים בחלוקה כדיבידנד, ולכן היה צורך לתת פתרון למיסוי רווחי השערוך.

רו"ח אהרון אליהו

האמת היא שהבעיה שהביאה אותנו לחוקק את סעיף 100א1 היא ההתנגשות בין התקנים השונים. כפי שאמר עופרי, הקונספט שלנו מבוסס על המיסוי הדו שלבי. כאשר נוצרה מציאות שבה מחולק רווח שלא מוסה בשלב הראשון נוצרה הטיה שהפריעה לנו. ראינו מספר מקרים מאוד קיצוניים ולכן רצינו פתרון קוהרנטי שיפתור את הבעיה מהבסיס ברמה התאגידית, ולא רק ברמת מס הכנסה. כאשר ראינו שהדברים לא מתקדמים החלטנו לתת פתרון משלנו.

רו"ח אורן פרנקל

ראשית, כשמתחילים בביצוע תיקונים כמו שעשתה רשות המסים אנחנו יודעים איפה מתחילים, אבל לא איפה נגמרים. לכן, אני מאמין שרשות המסים תעשה עוד שינויים בעתיד. אם הזכרתם את השוק האמריקאי, אז יש עוד אלמנט שכדאי שהשוק הישראלי יאמץ. בארה"ב יש את נושא שתאגיד שמשלם מס ברמת המאוחד. כל הסוגיות שמשם הכנסה מנסה להתמודד איתן ייפתרו כאשר קבוצות יוכלו לשלם מס על בסיס הדוח המאוחד שלהן. יש מספיק כלים בשוק האמריקאי להתמודד

עושים דיונים בנושא התאמה למיסוי האמריקאי כי לפיה יש משפך חלוקות מאוד ברור והמיסוי גם כן נורא ברור והגיוני. זה נושא רחב, ובחוק ההסדרים האחרון כשטיפלנו בנושא של רווחים שערוך לא היה לנו מנדט לעסוק בסוגיות יותר עמוקות, כמו למשל שאין לנו הגדרה של מהו דיבידנד בפקודת מס הכנסה. על כן, החלטנו לעסוק באופן נקודתי ברווחי שערוך. מה שהיה לנגד עינינו זהו תכנון מס הבא: נניח שיש חברת אחזקות שיש לה חברת בת שמחזיקה בנכס להשקעה והיא משערכת את הנדל"ן להשקעה שברשותה. בשנה מסוימת החברה הבת לוקחת הלוואה ומחלקת את הרווח מהשערוך לחברת האחזקות, ובאותה שנה החברה האם מוכרת את המניות של חברת הבת. בכמה היא תמכור את חברת הבת? בערך כמעט לפי עלות הרכישה שלה. אם לא הייתה חלוקת דיבידנד, היה נוצר רווח הון במכירת החברה הבת וכל הרווח היה ריאלי. לכן מבחינתנו, כל הרווח ברח לנו ורצינו לתת לכך פתרון לפני חוק ההסדרים. טיפלנו בנושא על ידי כך שהוספנו את סעיף 100א1 לפקודה שעוסק בחלוקת דיבידנד מרווחי שערוך ויש בו הגדרה של רווחי שערוך שנשענות על החשבונאות. על פי הסעיף, רווחי שערוך הם עודפים שלא התחייבו במס מהסוג שקבע שר האוצר בתקנות. אגב, התקנות עדיין יושבות בוועדת הכספים ומחכות לאישור. למעשה, יש רשימה של תקנים חשבונאיים כמו IAS 40 (נדל"ן להשקעה) שמבחינתנו גורמים לכך שיהיו רווחי שערוך. יש לנו גם הגדרה של מהי יתרת העודפים, למשל, אם חברה עושה שערוך של נכס לקרן הון, מבחינתנו זה חלק מהעודפים. ברגע שחברה חילקה דיבידנד מתוך רווחי שערוך, המיסוי שלנו הוא לא ברמת דיבידנד. הדיבידנד יחויב במס לפי פקודת מס הכנסה, כלומר בין חברות דיבידנד פטור יחיד ישלם לפי שיעור מס מוגבל. המיסוי של רווחי השערוך הוא מול החברה המחלקת. לדוגמה, אם חלק מהרווח הוא משערוך של נדל"ן, אנחנו נבוא לחברה ונגיד לה שמבחינתנו זה כאילו היא מכרה את הנדל"ן ברווח ורכשה אותו בחזרה ואז היא חייבת במס על הרווח מהמכירה הרעיונית. יש לציין שגם אם לא חולקו כל רווחי השערוך שנבעו מהנכס, אנחנו עדיין נראה בכך כאילו כל הנכס נמכר אבל המיסוי לא יהיה לפי שווי

רו"ח אודי גרינברג

אז בעצם את טוענת שגישת הישות האחת החשבונאית אינה רלוונטית?

רו"ח שלומי שוב

לעניין מס ולעניין דיבידנד הגישה הזו לא נכונה ואני לא בטוח שהיא נכונה גם מבחינה דיווחית.

רו"ח משה גונסקי

למען ההגינות צריך לציין שמההצעה עולה שגם הרשות מסכימה שמבחינה קונספטואלית החלוקה צריכה להסתמך על דוח סולו אך מכיוון שהוחלט בנסיבות אחרות שלא יהיה דוח סולו היא הולכת לכיוון של דוח מאוחד. אפשר להתווכח על הטיעון הזה אך צריך להתמקד בו.

רו"ח ואדים פורטוני

אם תסתכלו על הדיון הזה מלמעלה, אתם תראו שהוא נובע מכך שאנחנו חוששים שמקרה כמו IDB יחזור על עצמו. אבל האמת היא שאנחנו צריכים לשאול את עצמנו, האם בכלל צפוי שזה יקרה שוב? האם מקרה IDB בכלל נבע מחלוקת דיבידנדים? אנחנו לא יודעים למה נוצרו הסדרי חוב רבים בשנים האחרונות. תחושת הבטן שלי היא שברוב החברות זה לא קרה בגלל חלוקת דיבידנדים. ב-IDB זה נבע גם ממינוף וגם מחלוקת דיבידנדים. לטעמי, שורש הבעיה הוא רכישת שליטה ממונפת. אם תסתכלו על בעלי מניות שרוכשים חברה שלא נמצאת במיטבה, הם לא מחלקים דיבידנדים. קחו לדוגמה את המקרה של רכישת גרנית על ידי עזריאלי. בבנקים למשל, המפקח הגיע למסקנה שכאשר בבנק אין מספיק כרית ביטחון או שאין מספיק הלימות הון הוא אוסר על חלוקת דיבידנדים. יכול להיות שבמקרה שלנו כל מה שצריך לעשות זה להגדיר את מבחן יכולת הפירעון כמבחן העיקרי, ולהגדיר שבחברות ציבוריות בלבד בעל המניות יוגבל על ידי הוראה כלשהי בדיון על גובה המינוף שהוא נוטל.

פרופ' אמיר ברנע

פה אתה כבר מרחיב את הדיון. הייתה טענה שאם בעל השליטה יש לו מחויבות לגבי החובות שלו כלפי מעלה, כמו שהיה במקרה של החברות הפרטיות ב-IDB, את זה צריך לפרסם אולי בתשקיף. אתה מדגיש את נושא יכולת הפירעון. מדוע דווקא זה רלוונטי בחלוקת דיבידנד? אם הדירקטורים אחראים כלפי הנושים בחלוקת דיבידנד, אז מדוע הם גם לא אחראים כלפי הנושים כשהם עושים השקעה מסוכנת? אני לא

עם קבוצות. בארץ לוקחים מהאמריקאים רק את מה שנוח ולא מנסים לתת פתרון כולל. לדוגמה, יש כללים דומים לאלו שהזכרתי, אך רק לגבי קבוצות של חברות תעשייתיות.

רו"ח ורד גולן (ראש המחלקה הכלכלית הבנק הבינלאומי)

ראשית, אנחנו בבנק הבינלאומי ובאיגוד הבנקים נמצאים בעיצומו של מהלך להגיב על הסוגיה עליה אנחנו דנים היום וכן על הצעת הרשות לביטול דוחות הסולו.

בסוגיה של דוחות הסולו, הרשות לני"ע יוצאת מנקודת הנחה שתקנה 9' תבוטל ונעבור לדיווח על נתונים מתוך המאזן ותזרים המזומנים. אנחנו באיגוד הבנקים מתנגדים נחרצות לשינוי הזה. לכן, ברירת המחדל לפיה לא יהיה דוח סולו ולכן צריך לצאת מדוח מאוחד היא שגויה, ויש לבחון האם בכלל נכון לבטל את דוח הסולו. גם אם התשובה היא כן, יש לשקול להחיל על חברות שירצו לחלק דיבידנד להכין דוח סולו על אף שזה יעלה להן בעלויות נוספות.

מבחינת הנושים, אנחנו חושבים שלחלק דיבידנד מתוך הדוח המאוחד הוא שגוי בהרבה היבטים בעיקר בחברות החזקה. אנחנו רואים בחמש עד שש השנים האחרונות שרוב הבעיות היו בחברות אחזקה שחילקו דיבידנדים של החברות למטה. אין שום היתכנות, בכל אמת מידה סבירה, שחברת אם צריכה לחלק רווחים של חברות בנות.

לגבי חלוקת דיבידנדים בכלל, אני חושבת שרווח נקי חייב להישאר כאחד המבחנים. הסיבה העיקרית לכך היא שזהו המבחן המדידי היחיד שמתייחס לתוצאות בפועל כבר היום. מבחן יכולת הפירעון מבוסס על הערכות ותחזיות ובפועל בודדים המקרים שבהם התחזיות עומדות במבחן המציאות. לדעתי גם דירקטורים ירצו שיוותר לפחות מבחן אחד הבודק מצב בפועל, כך שלא כל ההחלטה תהייה רק על תחזית.

לסיכום, לדעתי חלוקת דיבידנד צריך להתבסס על דוחות הסולו ולקיים את מבחן הרווח לצד מבחן יכולת הפירעון. כמו כן, קיימות סוגיות מקצועיות נוספות שלדעתנו לא טופלו כראוי ויש לתת את הדעת גם עליהן.

פרופ' אמיר ברנע

בסופו של דבר, מה הפתרון שאת מציעה לעומת הצעת הרשות לני"ע?

רו"ח ורד גולן (ראש המחלקה הכלכלית הבנק הבינלאומי)

ראשית, אני חושבת שצריך להתבסס על דוח סולו ולא על המאוחד.

דיבידנד בעידן הפוסט רעיוני: כיצד צריך להראות מבחן הרווח החדש?

מדינות שבהן אין מבחן רווח, אלא רק מבחן סולבנטיות. צריך לראות מה קורה באותן מדינות ואיך הן מסתדרות ללא מבחן רווח מדיד. גם אם אנחנו משתכנעים שצריך את אותו מבחן מדיד, צריך לזכור שמבחן הרווח הוא כלי עזר בלבד ובסופו של דבר צריך לבדוק שהחברה יכולה לעמוד בהתחייבויות שלה. מבחן הרווח צריך להיות פשוט, ואם אנחנו נמצא עצמנו עם מבחן שיש בו עשרות התאמות ייתכן שאנחנו דווקא נעביר מסר לדירקטוריון שמכיוון שהמבחן כל כך מורכב ומפורט מספיק לעמוד בו כדי לומר שהדירקטוריון מילא את חובותיו.

אילן פלטו

העמדה שלנו, למרות שעוד לא הבענו אותה, היא שצריך לבטל את מבחן הרווח כי הוא כבר לא משרת אותנו, והוא נהיה יותר אמורפי ממבחן יכולת הפירעון. אני חושב שבהרבה מקרים הוא נועד רק כדי לשמש כרית ביטחון לדירקטוריון בחלוקת דיבידנד. אם הוא יבוטל, הדירקטורים יצטרכו לעבוד יותר קשה ולנתח יותר טוב את מצב החברה בכדי להבין האם יכולת הפירעון נפגעת. זה שהדירקטורים יבקשו מדדים אחרים מרואי החשבון לא סותר את זה שלא צריך לבטל את מבחן הרווח הנוכחי. כל חברה תבקש מרואי החשבון את המדדים שמתאימים לה באופן סובייקטיבי על פי שיקול הדעת של הדירקטוריון וככה תקבל ניתוח הרבה יותר מעמיק והרבה יותר נכון.

מכל הדיון שנערך פה, לא ברור לי האם הפעולות שעושה מס הכנסה לא מייצרות חלק מהדיון? הרי הפעולות שהם עושים ימנעו במרבית המקרים את החלוקות הללו כי החברות יצטרכו לשלם מס.

רו"ח אודי גרינברג

יש חברות שלוקחות את זה כבר היום בחשבון, וזה לא ימנע מהן לבצע את החלוקות כי הן יהיו מוכנות לשלם את המס.

מדבר על עסקאות לא הגיוניות בעליל, אלא על עסקאות שיש בהן מרכיב סיכון גבוה ושההימור עליהן הוא לרעת הנושים.

רו"ח ואדים פורטנוי

אני לא חושב שבגלל שחברה אחת או שתיים נהרסו בגלל חלוקת דיבידנד פרועה צריך לעשות תיקון של החוק שתקף לגבי כל החברות. אני אומר דבר כזה: כל מבחן כמותי ניתן לעקוף. מבחן הרווח, כפי שהוא מופיע כיום בחוק, לא עבד ואנחנו רואים את זה, לכן לדעתי כדאי לבטל אותו.

פרופ' עמיר ליכט

אני חושב שכולנו מסכימים שמבחן יכולת הפירעון הוא המבחן המהותי. הבעיה היא שיש קושי למדוד את יכולת הפירעון. ועדת אנדרון שדנה עכשיו על התמודדות עם הסדרי חוב, מתייחסת בדיוק לשאלה מתי ואיך הדירקטורים יוכלו לחשוב שהחברה נקלעת למצוקת נזילות ויכולת הפירעון שלה נפגעת. מה אתם חושבים שיקרה? יבואו אליכם ויבקשו ממכם כלי שסייע להם. אני מסכים שאם בסופו של דבר המבחן יהיה טכני ניתן יהיה לעקוף אותו, אך אני לא חושב שזו סיבה מספיק טובה כדי לזנוח מבחנים טכניים. מנהלים צריכים מבחנים טכניים, לפחות כקירוב ראשון, ויש במבחן הרווח הגיון מאוד אנושי.

רו"ח אורן פרנקל

אני למדתי משהו מאוד חמור היום והוא שמבחן הרווח נותן comfort לדירקטורים. להיפך, אסור שיהיה comfort לדירקטור והוא צריך להתמודד עם שאלת יכולת הפירעון בעצמו. אם הדירקטוריון לא יודע לקבוע שהמצב בסדר, אז שלא יחלק דיבידנדים. אסור שמבחן הרווח יהיה מה שיגרם לו להרגיש בנוח עם החלוקה.

רו"ח דני ויטאן

לגבי הכלי המדיד לחלוקת דיבידנדים ומבחן הסולבנטיות, ישנן

תזרימית להתקיים בשנתיים הקרובות ושהחוב שלה נסחר ב-25% מקיימת את מבחן הפירעון? אי אפשר לבוא ולדרוש מבחן דיכוטומי. כל מודל בסיסי בהערכת חוב מבוסס על רצף ומגוון אפשרויות שונות.

פרופ' צבי וינר

לדעתי, אם מדובר בחוק, אז החוק צריך היות מבוסס עקרונות. למרות זאת, בסופו של דבר אנשים צריכים כלים ודובר כאן על שני סוגים של כלים: כלים שבודקים על הרווח וכלים שמבדקים על סולבנטיות. הכלים שקיימים בתחום הסולבנטיות הם הרבה יותר מפותחים. הם הסתברותיים ולא חד משמעתיים, אבל הם יותר ניתנים למדידה. הבעיה היא שהחשבונאות עובדת עם מספרים בלבד ולפעמים מספרים הם לא משקפים את מלאו התמונה, אלא יותר מבטאים טווח מסוים. שווי של בניין מוערך ב-100 שונה משווי של מק"מ שמוערך גם כן ב-100. ההבדל הוא ברמת הדיוק! מה שצריך לעשות זה לקחת בחשבון לא רק את האומדן, אלא גם את הטווח והדיוק. הדירקטוריון יקבל לידי הסתברויות ועל בסיסן הוא יצטרך לקבל החלטות. לדעתי, הכיוון הוא שצריך לעשות חוקים שיתנו לאנשים את הכלים לקבל החלטות כך שהאחריות תהיה עליהם תוך כדי הבנה שמדובר במבחנים פיננסיים הסתברותיים.

פרופ' עמיר ליכט

שימו לב כמה זה מחזק את הדרישה לדוחות סולו. כי זה מחזק את האחריות ואת הצורך בקבלת ההחלטות ברמת התאגיד המשפטי.

רו"ח אודי גרינברג

מה שמנסים לעשות פה זה לבוא ולקחת לדירקטוריון את שיקול הדעת, לטוב ולרע. שמענו יותר מדי פעמים פה שלדירקטורים נוח מדי להסתמך על המבחנים שקבעו להם. בהצעה של הרשות קובעים מבחנים נוספים עוד יותר ספציפיים. כשאני מסתכל על החשבונאות, אפשרויות הבחירה הן עצומות. לדוגמה, אני יכול לשים את יתרת הזכות בגין אופציות לעובדים בעודפים, בקרן הון נפרדת או בפרמיה. כלומר, החשבונאות היום כל כך התפתחה שהרשות לא יכולה לבוא ולהגיד לחברות שמשוהו אסור כי בעולם זה מקובל ורגולטורים אחרים קיבלו את הדברים. לבוא להכפיף את המבחן על הרווח או אפילו על העודפים הוא בעייתי. כאשר מדברים על מבחנים בעניין יכולת הפירעון נאמר שגם עבורם יידרשו מבחני מדידה. הנקודה היא שמבחני המדידה צריכים להתאים לסוגים שונים של חברות. כמו שיש חשבונאות שונה לסוגים שונים של חברות, כך גם צריך שיינתנו כלים שונים לחברות שונות. לבוא ולהגיד שכל

צריך לשים לב לעוד דבר אחד – כל עוד ששוק ההון עולה ומחירי הנדל"ן עולים אנחנו לא רואים את ההשלכות של כל חלוקות הדיבידנדים במיליוני שקלים. לדעתי, אם חס וחלילה יקרה שינוי בשוק ההון ובמחירי הנדל"ן, אנחנו נגלה שכל אותן הערכות ותחזיות ששימשו את הדירקטוריונים בביצוע מבחני יכולת הפירעון הן לא רלוונטיות כי הן הסתמכו על המשך עלייה בשוק ההון ובמחירי הנדל"ן.

אילן פלטו

בשביל להשלים את התמונה, אני חושב שמבחן יכולת הפירעון כן צריך לתת איזשהם כללי עזר או הנחיות שיסייעו בידי הדירקטוריון.

עו"ד פיני רובין

בהקשר לדברים שלך, ההבדל בין מבחן הרווח לבין מבחן יכולת הפירעון הוא שאת תוצאת המבחן יכולת הפירעון (הקריסה של החברה) אתה יודע רק בדיעבד כשהחברה מתפרקת, ואילו מבחן הרווח מהווה איזשהו סממן מיידי. מדובר בהבדל עצום.

אילן פלטו

לגבי חובות הגילוי, מנסים להכניס את זה דרך ועדת אנדרון. מי שקרא את המלצות הביניים של הוועדה יראה שיש שמה פרק בעניין של חובות גילוי ברכישות ממונפות.

פרופ' עמיר ליכט

הבעיה היא שכולם מודים בכך שאת נושא הסולבנטיות אף אחד לא יודע עד שמגיעים לבית המשפט.

פרופ' אמיר ברנע

צריך לשים לב לכך שיש הבדל בין סולבנטיות לבין יכולת פירעון. לפי דעתי, בית המשפט קיבל את הרעיון לפיו מבחן הסולבנטיות הוא NAV חיובי ויכולת תזרימית לתקופה מסוימת. חברה יכולה להיות סולבנטית והחוב יכולת להיות מאד מסוכן, אין סתירה בין השניים. השאלה היא מה אתם מגדירים יכולת פירעון? האם זה סבירות גבוהה לעמוד בהתחייבויות? מעל 50% מעל 80%? כלומר, אי אפשר לבקש מדירקטוריון פשוט לתת פתק שאין לחברה בעיה ביכולת הפירעון. ראשית, צריך להגדיר מהי יכולת פירעון. להגיד שסולבנטיות ויכולת פירעון זה אותו הדבר זה לא נכון. יכולה להיות חברה סולבנטית שמשלמת ריבית גבוהה על החוב שלה. האם חברה סולבנטית בעלת NAV חיובי ויכולת

דיבידנד בעידן הפוסט רעיוני: כיצד צריך להראות מבחן הרווח החדש?

את ההערכות הכלכליות והתחזיות שעושות חברות אנחנו נגלה שרובן היו שגויות. לכן אני רוצה להיות מאוד שמרנית ולקחת את התחזית הפסימית. לבוא ולצפות שהדירקטורים ייקחו על עצמם את האחריות הזו, בייחוד כל עוד אין תקדימים בהם הדירקטורים שילמו מחיר אישי על כך שהתחזיות לא היו נכונות, זה משהו שאני לא חושבת שיוכיח את עצמו.

פרופ' אמיר ברנע

אני רוצה להעלות שאלה נוספת – מדוע הרווח הוא בכלל אינדיקטור כל עוד אין התייחסות לחוב? אם אנחנו בוחנים את דוחות הסולו, מונח כמו יחס ה-EBITDA לחוב הוא הרבה יותר רלוונטי מאשר רווח. אם אנחנו לא מתייחסים לרמת המינוף, מה המשמעות של צבירת רווח כמקור לדיבידנד?

פרופ' עמיר ליכט

אתה צריך להגן על החברה בכללותה. זה נורא אמורפי זה יזמין המון חוות דעת, אבל זה הדין וככה הוא היה מאז ומעולם.

רו"ח שלומי שוב

גיתית, האם במחלקה הכלכלית של הרשות לניירות ערך עשיתם מחקר על הקשר בין חלוקת דיבידנדים מרווחים רעיוניים לבין התרחשותם של הסדרי חוב?

ד"ר גיתית גור גרשגורן

אנחנו מסתכלים על הנושא באופן נקודתי ובאופן רחבי. לא נעשה מחקר שלם שנועד לספק תשובה חד משמעית דווקא בנושא הזה.

בהמשך לדברים שאמר צבי, אני רק רוצה לציין שבעוד שסולבנטיות זה משהו שמדבר לכל בעלי החוב של החברה וחדלות פירעון זה משהו שרלוונטי רק למחזיקי אג"ח למעשה יש פה compound option ואפשר לתמחר את אותו פער.

החברות ישתמשו ברווח כמדד זה כבר לא רלוונטי בתקופתנו. לעניין רשות המסים, יכול להיות שבאמת מפריע להם שלא מתקיים המיסוי הדו שלבי שאותו הם רוצים להשיג ולכן הם קבעו כללים נוספים. זה לא קשור לנושא חלוקת הדיבידנדים.

דגנית דניאל

כונס הנכסים הראשי בשנתיים וחצי האחרונות מסייע לבית המשפט בבקשות של חברות לחלוקת דיבידנד שלא מהרווח. במקרים אלו מה שקובע זה רק מבחן יכולת הפירעון. כל מה שמעניין אותנו במקרים הללו זה דוח הסולו כי זו ההתחייבות מבחינה משפטית של החברה. לכן חוות דעת שמתייחסות לדוח המאוחד לא רלוונטיות מבחינתנו. כשאני באה לבחון מקרים בהם חברות מסתמכות על יכולת ייצור תזרים המזומנים העתידית של החברה, אני מאמצת גישה שמרנית. בית משפט צריך לפחד מאוד שהוא אישר חלוקת דיבידנד ובעוד שנתיים או שלוש החברה תגיע לחדלות פירעון. זה מאוד מפחיד אותי ומאוד מפחיד את השופטים, ולכן אנחנו נוקטים בגישה שמרנית. הנכסים מבחינתי, למעט מזומנים ושווי מזומנים, הם סימן שאלה. אפילו לקוחות זה נכס לא ודאי מבחינתי. לעומת זאת, ההתחייבויות הן סימן קריאה.

רו"ח שלומי שוב

האם לדעתך חוק החברות, כמו שהוא מנוסח עכשיו, הוא נכון בהיבט של הפחתות הון? כי אני מסתכל על הפחתות הון שמסתמכות על תזרימי מזומנים עתידיים כמו על שערך של מוניטין.

דגנית דניאל

בתפקידי אני לא בוחנת את נכונות חוק החברות כל עוד הוא אישר את זה. יש חברות שמציגות לי תחזיות וכשאני מסתכלת על ההיסטוריה שלהן אני רואה שהן הגיוניות. הנקודה שרציתי להבהיר היא שדווקא התחזית הפסימית שמציגה החברה היא התחזית הריאלית מבחינתי. נאמר פה כבר שאם אנחנו נבחן

לסיכום הדיון, אני חושב שלמדנו היום רבות. ראינו את נייר העמדה של הרשות לניירות ערך והבנו את המגבלות הקיימות בהצעה שלה והרשות צריכה להיות מודעת למגבלות הללו. כפי שציינו בתחילת הדיון, הנושא לא ייפתר במפגש אחד וראוי שישתתפו בו כלכלנים ואנשי מימון ולא רק חשבונאים.

פורום שווי הוגן מרכין ראש על מותו של יוסף פישלר ז"ל,
אחד מאנשי הדעת הבולטים בתחום שמאות המקרקעין,
איש מקצוע מהמעלה הראשונה, איש עשייה ותיאוריה
שידע לייצר אינטגרציה בין תחומי הידע השונים.
יוסף לקח חלק פעיל בפורום שווי הוגן החל מיום הקמתו
והיתה לו תרומה רבה לאיכות הדיונים. יוסף, איש עדין
ונעים הליכות, יחסר לנו מאד.

השתתפו בדיונים בשנה
האקדמית תשע"ד
(לפי סדר א-ב)

רו"ח עופרי שלו	ד"ר רון מלכא	רו"ח הדר וינר	רו"ח יבגני אוסטרובסקי
רו"ח פיני שמואלי	רו"ח רונן מנשס	רו"ח שמוליק ויינשטיין	רו"ח לילי איילון
גב' רקפת שני	עו"ד אהוד סול	רו"ח דני ויטאן	פרופ' רפי אלדור
רו"ח עינת שפרלינג	רו"ח אסתר סטנובסקי	רו"ח רמי וייסנברגר	מר גיא אליאב
פרופ' עודד שריג	מר צבי סטפק	מר יוסי וקנין שטרן	רו"ח אהרון אליהו
	מר מאיר סלייטר	רו"ח אבי זיגלמן	פרופ' דן אלנתן
הצוות המקצועי:	רו"ח דב ספיר	רו"ח יניב זיו	רו"ח אלי אל על
עידו ספקטור	מר עדי סקופ	רו"ח יובל זילברשטיין	רו"ח יוסי בן אלטבט
ליאור שחף	פרופ' דוד עבודי	עו"ד חיים זקס	פרופ' (רו"ח) אלי אמיר
מתן חג'בי	פרופ' יורם עדן	עו"ד דוד חודק	רו"ח קרן בנגלס שנער
אלכס וולקוב	רו"ח גל עמית	רו"ח בני חזות	מר מתן בנימין
	מר דורון עמיר	רו"ח חיים חלפון	מר אבי בראור
	רו"ח אדיר ענבר	רו"ח קרן טבה	עו"ד שירן ברזילי
	רו"ח ואדים פורטנוי	רו"ח גיא טביביאן	מר מוטי ברלינר
	רו"ח יוסי פילוס	ד"ר אפרת טולקובסקי	פרופ' אמיר ברנע
	מר יוסף פישלר ז"ל	רו"ח (עו"ד) עדי טל	רו"ח נבו ברנר
	מר אילן פלטו	גב' שושי יודאיקין	רו"ח אנה ברנשטיין
	רו"ח איתן פליס	רו"ח ירון ייני	ד"ר (עו"ד) איל גבע
	רו"ח צור פניגשטיין	ד"ר דורון ישראלי	רו"ח משה גדנסקי
	רו"ח אורן פרנקל	גב' סיגל יששכר	רו"ח ורד גולן
	רו"ח דורון צור	רו"ח שלומי כהן	ד"ר גיתית גור גרשגורן
	פרופ' דני צידון	עו"ד רויטל כחלון	רו"ח הילה גלזמן
	רו"ח אילן ציוני	רו"ח גיל כץ	מר אלון גלזר
	מר יניב צלאל	פרופ' בני לאוטרבך	ד"ר (רו"ח) אסתרי גילעז'רן
	פרופ' דורון קליגר	רו"ח רם לוי	פרופ' יוסי גרוס
	רו"ח יזהר קנה	ד"ר חיים לוי קידר	רו"ח אודי גרינברג
	רו"ח חוה קרוצ'יק	ד"ר אבי ליכט	פרופ' יניב גרינשטיין
	עו"ד פיני רובין	פרופ' עמיר ליכט	מר מישל דהן
	רו"ח רויטל רז	מר איציק מאיסי	גב' דגנית דניאל
	רו"ח רקפת רמיגולסקי	מר ירון מגל	רו"ח אפרים דרוך
	רו"ח שלומי שוב	רו"ח אביב מוזס	ד"ר דויד האן
	רו"ח מנחם שוורץ	רו"ח גיל מור	רו"ח איל הורביץ
	מר מלכיאל שחר	רו"ח דקלה מושקוביץ	פרופ' צבי וינר
	מר נדב שטינברג	מר רועי מימרן	רו"ח שלומי וינר

טופס הצטרפות לרשימת הדיוור
של פורום שווי הוגן

שם משפחה: _____ Last Name: _____

שם פרטי: _____ First Name: _____

מקום עבודה: _____ Company: _____

תפקיד: _____ Position: _____

טלפון בעבודה: _____ Telephone (w): _____

טלפון נייד: _____ Telephone (c): _____

פקס: _____ Fax: _____

דוא"ל: _____ E-Mail: _____

כתובת לדואר: _____ Address: _____

הערות: _____ Comments: _____

מאשר/ת קבלת דיוור עדכונים שוטפים על פעילויות הפורום בדוא"ל

אנא מלאו את הטופס ושילחו למייל או לכתובת הרשומים מטה.

פורום שווי הוגן, תכנית חשבונאות, בית ספר אריסון למנהל עסקים

המרכז הבינתחומי הרצליה, רח' כנפי נשרים, הרצליה, 46150

טל'. 19-9527675

fvf@idc.ac.il, www.fvf.org.il

על הפורום

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

הפורום, 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, הוקם במסגרת התכנית בחשבונאות במרכז הבינתחומי הרצליה.

הפורום, שמקיים מפגשים חודשיים, כולל מומחים מובילים מהאקדמיה ומהפרקטיקה בתחומי החשבונאות הפיננסית, הכלכלה והמימון וכן משתתפים בו נציגים של מדווחים, אנליסטים וגופי הרגולציה הפיננסית בישראל.

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.

החוברת מאגדת את סיכומי הדיונים שהתקיימו בשנה האקדמית תשע"ד אשר הוכנו על ידי הצוות המקצועי של הפורום והתפרסמו לציבור הרחב.