

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

סיכום דיון

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

תאריך המפגש: 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 מוזס 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), רוי"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 גדנסקי, אהוד גרינברג, יניב גרינשטיין, דגנית דניאל (מחלקת תאגידים, הכונס הרשמי), דני ויטאן, יניב זיו, בני חזות (לשכת רואי חשבון), גיא טביביאן, 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 ומתן חגבי.

רו"ח שלומי שוב

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.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

על רקע הגשת טיוטת חוות הדעת שהוזמנה על יד 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 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 ההתמעטות באג"ח איכותיות בדירוג AA ומעלה כתוצאה ממשבר האשראי. כחלק מההנחיות שנמסרו על ידי ה-IFRIC הובהר כי תפישת האיכות הינה אבסולוטית

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

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 בהתחייבויות 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 ההתחייבויות 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 אנלוגיה 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 ההוגן תסווג לרמה 3 במקום לרמה 2. בהשוואה למקרה שלנו 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

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

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 מהחשובים 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 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 סובב 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.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

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 קנוצרנית, 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.

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

אתיחס כעת לשאלות הדיון:

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

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

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%.

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 Bank of International Settlements (BIS) 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 הקונצרניות 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.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

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 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 (ששווה 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 מסקנותי.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

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 משנת 2004 ועד לחודש ינואר 2014 – באופן כללי, חישבנו מדד נזילות לכל איגרת (plain vanilla) בהתאם למדד של עמיהוד. מידי חודש מוינו 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.

ד"ר חיים קידר-לוי

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

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 ונוזיל, 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.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

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 קיזר-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 תירוצים חשבונאיים להוריד את תעריף החשמל, אי אפשר להתעלם מכך במסגרת הדיון בנושא.

כמו כן, בשוק המניות ישנו ביטוי המדבר על Cornering – משמע, הרבה כסף "רודף" אחר מעט סחורה, כך שהשוק נראה מאוד סחיר אך בפועל הדבר לא בהכרח נכון. לדעתי שוק האג"ח בישראל

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

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.

יניב 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 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.

להלן תרשימים המציגים את הגידול במשקל של קרנות הנאמנות מסך השוק הקונצרני ומנגד את הקיטון במשקלם של הגופים המוסדיים באפיק זה.

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

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

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 המוסדים, 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 שתקבל בדבר קיומו של שוק עמוק עשויה לחלחל לשוק הפנסיה ולהשפיע על יתרות הכסף בקופות הפנסיה.

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 חוב 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.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

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 כולנו. 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.

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 נומינאליים (שלא על פי ה- IFRS), כך שה- IFRS הוא "לא תורה מסיני".

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

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 היוון 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.

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 התחייבויות פנסיוניות.

לגבי השיטה שיושמה במחקר עצמו – למיטב ידיעתי מדובר בשיטה שאינה מקובלת; לא נתקלתי במאמר כזה או אחר שיישם את שיטת המחקר שהוצגה לפנינו. בנוסף, ישנה בעייתיות במדידת המשתנים ובעיות אקונומטריות אחרות ברגרסיות שהורצו, 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

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

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.

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 עצמן ולכך השפעה ברמה הסטטיסטית.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

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 שתקבל 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 ובישראל 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, הפוזיטיביות, נגלה כי גם אלו היו

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

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 בממד של עמיהוד, לאו דווקא בהתייחס לאג"ח קונצרניות. השימוש בממד 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 הממד 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 במוצע חודשי או תלת חודשי שישקף באופן אמין את המציאות הכלכלית.

נדב שטיינברג (בנק ישראל)

אני מסכים כי ניתן להשתמש במוצע 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 $PD - Recovery$; פירושה שהשארית המייצגת את פרמיית הנזילות דווקא גבוהה יותר בישראל – כלומר, חוסר הנזילות בישראל יותר גבוה ולא להפך.

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

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

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 שההתייבויות 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 שישראל 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 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 שצינתי, אני בדעה ש – IAS 19 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 טביבאן

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

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.

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 במובן 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 IAS 19 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.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

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. 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.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

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 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 מוטא, חלק מחברי הצוות באים מפוזיציות מסוימות; חלקם היו ראשי

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

בנקים, חברות 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 ובחול"ל השתנה ומשתנה – כך למשל, בארה"ב עקום ל – 30 שנים גבוה בהרבה מעקום ל – 5 שנים. כלומר, לצורך ביצוע אקסטרפולציה חשוב מאוד שייעשה 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.

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

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

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 יזומה 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.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

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 תקציבית 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 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!

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

על הפורום:

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

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

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

אתר הפורום: www.fvf.org.il