

סיפורי מעשיות למנהלים

דברים שמנהלים, דירקטורים ורואי חשבון רוצים לדעת
לפני ישיבת הדירקטוריון הבאה

פרופסור אלי אמיר, רואה חשבון

מופקד על הקתדרה לכלכלה פיננסית על שם מקס וסטפי פרלמן

הפקולטה לניהול על שם קולר

אוניברסיטת תל אביב

פרופסור דן וייס, רואה חשבון

ראש מכון קסירר למחקר בחשבונאות

הפקולטה לניהול על שם קולר

אוניברסיטת תל אביב

תוכן עניינים

מבוא	5
חלק א' - על מניות ובעלי מניות	5
1 כיצד זרמו 74 מיליארד דולר מקופת מקדונלדס אל כיסי בעלי מניותיה?	8
2 האם מניית טסלה היא בועה? פרשנות חשבונאית לגבי המסר של השוק לגבי החברה.	11
3 כמה שווה ההון העצמי של זום?	14
4 אם התעשייה האוירית רוצה להנפיק, שתדבר קודם עם העובדים	17
5 כמה שווה נדל"ן להשקעה? מה שאומרים השמאים או מה שאומר השוק?	20
6 למה החשבונאות מתעלמת ממותג קוקה קולה?	23
7 האם הקסם של וורן באפט חלף?	25
8 כשכחלון ירוויח יותר מבזוס: האם מנהל ראוי לשכרו? אפשר לשאול את השוק	28
9 הזמנים קשים והרווחים מתכווצים: אז למה חברות מתעקשות לחלק דיבידנדים?	31
חלק ב' - מה מסתתר בדוחות של בנקים וחברות ביטוח?	34
10 החצר האחורית של הדוחות: כך מטאטאים הפסדים אל מחוץ לשורת הרווח הנקי	35
11 הקורונה הכתה בכל המשק - אז איך זה שהכנסות הבנקים לא נפגעו?	39
12 הגידול בהוצאות הפסדי אשראי בבנקים: השפעת הקורונה או צנצנת עוגיות?	43
13 עוגיות חמות מהצנצנת - מה מסתתר בדוחות הבנקים ברבעון הראשון 2021?	46
14 חמש שנים אחרי: כך השפיע חוק שכר בכירים על ביצועי הבנקים הגדולים	49
15 הקשר בין שכר לסיכון: האם הבנקים בישראל מסוכנים?	52
16 תעשיית הביטוח בישראל: חדשנות עם פנים לחו"ל מול מערכות מידע מהמאה הקודמת	55
17 האם הלימונדה של LEMONADE מתוקה או חמוצה?	58
18 מה חברות הביטוח יכולות ללמוד ממנוכ"ל בלקרוק לארי פינק?	61
חלק ג' - מי צריך משטר תאגידי?	64
19 האם כדאי להשקיע בחברות המונהגות על ידי אנשים בעלי הרשעות פליליות?	65
20 מדוע דיווחי בואינג מעוררים חושפי שחיתויות?	68
21 מה קורה שהמנוכ"ל מרוויח הרבה יותר מהיו"ר ומי באמת מוביל את החברה?	71
22 שופרסל מול רמי לוי: בסוף הכל תלוי בגרעין השליטה ובחוזק הדירקטוריון	74
23 חברות עם גרעין שליטה מציגות תשואה עודפת - מדד ת"א-פמילי מראה תשואה עודפת של חברות עם גרעין שליטה משפחתי	77
24 נותנים כדי לקבל - מה התמריצים של דירקטורים בוועדות תגמול?	80
25 האם קרנות הפנסיה יכולות להשקיע במטבעות קריפטו?	83
26 מי צריך דווח על חולשות בבקרה הפנימית בחברות?	86
חלק ד' - על תפקידו ואחריותו של רואה החשבון	89
27 האם כלי ביקורת טכנולוגיים יחליפו את רואה החשבון?	90
28 רואה החשבון אינו מנוכ"ל-על ואינו אחראי לכישלונות עסקיים של החברה	92
29 מה האחריות של רואי החשבון?	95
30 הקף אחריות רואי חשבון בישראל הוא מהגבוהים בעולם	97

100	האם שכר הטרחה יורד בעקבות החלפת משרד רואי החשבון?	31
103	מדוע שעת ביקורת כה זולה? תעלומת שכר הטרחה של רואי החשבון	32
106	למה מתכוון נשיא לשכת רואי חשבון כשהוא אומר שהמקצוע הולך ונכחד? והאם באמת צריך לשכה סטטוטורית?	33
109	חלק ה' - על כללי חשבונאות ודיווח כספי	
110	חברות הקמעונאות בעולם ובישראל מורדות ב-IFRS	34
113	למה IFRS החל לעסוק בדיווחי חברות על השקעות לקידום אחריות חברתית וסביבתית?	35
116	חברה ציבורית חייבת לדווח לציבור על סיכוני סייבר ועל התקפות סייבר	36
118	הון אנושי אינו נכס בדוחות כספיים - אפשר לתקן זאת	37
121	נדרש שינוי בכללי הדיווח על ביטקוין ומטבעות וירטואליים	38
124	חלק ו' - מה ניתן ללמוד מניתוח דוחות כספיים	
125	רווח תזרימי, רווח ליבה או רווח מתואם: מכבסת החשבונאות שמייצרת רווחים	39
128	תרגיל ביחסים פיננסיים: האם המחירים של מוצרי המזון בישראל באמת גבוהים מידי?	40
131	שאלת הרווח: איפה יותר כדאי לפתוח סופרמרקט - בתל אביב או בלונדון?	41
134	לאן הולכים רווחי הענק של מיקרוסופט?	42
137	חברת אפל: 12 שנה של צמיחה פנומנלית - ושינוי התקן החשבונאי לעדכוני תוכנה	43
140	כיצד ביצועי אליבבא מכים את ביצועי אמזון?	44
143	מתי דוחות כספיים לא מספרים את כל הסיפור ומה ניתן ללמוד משטראוס?	45
147	חלק ז' - על קורונה וצרות אחרות	
148	מהו ה"נטל" ומי נושא בו?	46
151	הקשר בין מכונית משומשת לחיסון קורונה: כשלצדדים למו"מ יש מידע שונה?	47
153	מי מרוויח מאופציות לחיסוני קורונה?	48
156	מאריוט מול הילטון - איך מתמודדים עם משבר הקורונה?	49
159	מגפת הקורונה הגדילה את אי השוויון בשכר בין מנכ"לים לעובדים	50
162	הסיבה המרכזית לעליית מחירי הדיור היא היעדר תשתיות - כל השאר זה פירורים	51

מבוא

בחודש נובמבר 2020 קיבלנו הצעה לכתוב טור משותף במסגרת מדור שוק ההון של העיתון The Marker. המטרה הייתה לספר למנהלים בשוק ההון על החלטות שנתקבלו על ידי מנהלים אחרים, שנתגלו בדיעבד כטובות יותר או כטובות פחות. בעיקר פחות. לאור ניסיונו במחקר רב שנים בחשבונאות יחד עם תפקידים רבים בפרקטיקה העסקית, החלטנו להרים את הכפפה ולכתוב מעשייה כל שבוע. המעשייה הראשונה, שנכתבה על ידי דן, התפרסמה ב-The Marker בתחילת חודש דצמבר 2020, וסיפורי המעשיות הבאים פורסמו, בדרך כלל, כסדרם בימי חמישי. שורה ארוכה של מאות תגובות, התייחסויות, ביקורות נוקבות ואף, רחמנא ליצלן, תודות של קוראים העידו כי רבים התעניינו בתובנות העולות מהסיפורים, למדו מהם (בין שהסכימו אתנו ובין שלא), וחלקם אף טרח להגיב. כפרופסורים באקדמיה, כל עבודתנו נעשתה בהתנדבות מתוך כוונה להיטיב עם הניהול בישראל ולהרחיב את הידע המקצועי של מנהלים, דירקטורים, ראוי חשבון ובעלי עניין אחרים בשוק ההון. העיתון לא שילם לנו פרטה. התגובות הרבות של הקוראים והתובנות החשובות שלמדנו מהן הינן שכרנו.

שינוי חברי סגל אקדמי בכיר בחוג לחשבונאות, בפקולטה לניהול ע"ש קולר באוניברסיטת תל אביב. שינוי גם ראוי חשבון. אלי אמיר מופקד על הקתדרה לכלכלה פיננסית על שם מקס וסטפי פרלמן, ואילו דן וייס הוא ראש מכון קסירר למחקר בחשבונאות. שינוי עוסקים במחקר אקדמי המתמקד בניתוח בעיות הקשורות לדיווחים כספיים ושוקי הון. עם זאת, כל אחד מאתנו מתמקד במחקר על בעיות שונות וטרם יצא לנו לפרסם מאמר אקדמי משותף. ולפיכך, כל אחד מאתנו ניצל את התמחותו כדי להתמקד בסיפורי מעשיות על נושאים הקרובים לליבו, תוך ניצול הידע והניסיון שנצברו בעשרות שנים של מחקר אקדמי בבתי ספר מובילים למנהל עסקים בישראל ובעולם.

סיפורי המעשיות עוסקים בהחלטות המתקבלות בחברות ציבוריות שמוניותיהן הנוסחות בבורסות לניירות ערך בישראל ובעולם. כחברי סגל אקדמי אנו מלמדים קורסים לתואר ראשון ולתארים מתקדמים באוניברסיטת תל אביב ובלונדון ביזנס סקול. אלי אמיר מלמד קורסים בתחום החשבונאות הפיננסית (יסודות החשבונאות, ניתוח דוחות כספיים, ניתוח עסקאות מזוגים ורכישות), ואילו דן וייס מלמד קורסים בחשבונאות ניהולית ומשטר תאגידי (חשבונאות ניהולית, סמיור במשטר תאגידי, עסקים משפחתיים). הסיפורים שכתבנו קשורים במידה רבה לנושאי ההוראה שלנו, כל אחד בתחומו הוא. סיפוריו של אלי אמיר קשורים לדיווח כספי של חברות ציבוריות, ואילו דן וייס מתמקד יותר בסיפורים על משטר תאגידי.

כל סיפורי המעשיות מבוססים על אירועים רלבנטיים שקרו לאחרונה ועולות מהם תובנות מרתקות. לחלקם יש מוסר השכל חד משמעי וחלק אחר מעלה שאלות קשות. בכתיבת הסיפורים עשינו שימוש במידע ציבורי המתפרסם באופן תדיר באתרי אינטרנט כלכליים ופיננסיים, ובחלקם השתמשנו בנתונים הכלולים בדוחות כספיים ודיווחים אחרים שפורסמו על ידי חברות ציבוריות בישראל ובעולם. כל הסיפורים מבוססים על ניתוח מידע הנגיש לציבור הרחב, ובשום שלב לא עשינו שימוש ולא הייתה לנו גישה למידע פרטי שאינו נגיש לציבור.

ובלי להזכיר את מגפת הקורונה לא ניתן. התחלנו לכתוב את הסיפורים כאשר מגפת הקורונה השתוללה

במלוא עוצמתה בישראל ובעולם כולו. חלק קטן מהסיפורים עוסק בהשפעות שונות של מגפת הקורונה על חברות ציבוריות. מרבית הסיפורים עוסקים במגוון נושאים ותובנות הטורדים שינה מעיניהם של מנהלים בחברות ציבוריות. השפעת המגפה על ספר זה היא קטנה, למרות שהשפעתה על החברות הציבוריות הינה גדולה.

חלק מסיפורי המעשיות הם פרי מוחנו הקודח וחלק אחר מבוסס על תובנות שלמדנו מחוקרים עמיתים, מנהלים ומומחים אחרים. אנו חייבים תודות לעמיתנו בפקולטה לניהול ע"ש קולר באוניברסיטת תל אביב, הפרופסורים איתי אטר, אתי איינהורן, דייבי דישטניק, צחי ורסנו, שי לוי, דן עמירם, ומשה צבירן. לעיתים קרובות שלחנו להם טיוטת מאמרים והם הגיבו ונתנו הערות מועילות. תודות גם לרואי החשבון דורון דבי, ויזהר קנה אשר קראו טיוטות ונתנו תמיד הערות מועילות ששיפרו את התוצר הסופי. תודה מיוחדת לענת אוחנה וליאת הושע, שיזמו את כתיבת הסיפורים, העירו הערות מועילות ודאגו לפרסם אותם מדי שבוע.

נדגיש שהאחריות על הכתוב במאמרים היא עלינו ועלינו בלבד. בשום שלב לא הייתה לנו כוונה כלשהי לפגוע באדם או בחברה כלשהי. כוונתנו הייתה לנתח בעיות החלטה ניהוליות הקשורות לחשבונאות ודיווח כספי ולהציע תובנות על בסיס הידע המקצועי שצברנו.

אלי אמיר ודן וייס

חלק א' על מניות ובעלי מניות

סיפורי המעשיות בחלק זה עוסקים במגוון היבטים של מניות והאוחזים בהן. מניה רגילה משקפת את זכותו של בעל המניה להצביע באסיפת בעלי המניות וכן לקבל דיבידנד באופן יחסי להחזקתו. בעלות על מניה משקפת גם את חובות הבעלים במקרים בעל המניות שולט בחברה או מהווה בעל עניין בה.

חלק זה כולל תשעה סיפורי מעשיות. אחת הזכויות החשובות הינה הזכות ליהנות מרווחי החברה באמצעות דיבידנד או במצב שבו החברה רוכשת את מניותיה. המעשייה הראשונה עוסקת בהעברת עושר ממקדונלדס אל חלק מבעלי מניותיה באמצעות רכישה עצמית. מעשיות אחרות לגבי מחירי מניות ושיווי של חברות עוסקות במחיר המוגזם, לכאורה, של מניות החברות טסלה וזום. אחרות עוסקות בתובנות לגבי עסקי הנדל"ן של מליסרון ועזריאלי, ובאופן קביעת השווי שהיה צפוי לתעשייה האווירית לקראת הנפקתה. ספור אחר עוסק בהשפעת מותג קוקה קולה על שווי החברה, למרות שאין למותג זכר במאזן החברה. בלי ספורים אישיים אי אפשר, אז התמקדנו בקסם הפנומנלי של וורן באפט ובדקנו אם הוא עדיין מייצר ערך, למדנו ממחירי המניות לגבי השכר הראוי לג'ף בזוס ושר האוצר לשעבר משה כחלון, וכמובן היריעה אינה שלמה בלי סיפור על דיבידנדים.

כיצד זדמו 74 מיליארד דולר מקופת מקדונלדס אל ניסי בעלי מניותיה?

(דן וייס, פורסם 28.1.2021)

מנהלי החברה בוחרים למנף את החברה כדי לשלם מזומנים לבעלי המניות באמצעות רכישה עצמית של מניות ודיבידנד נדיב. בעלי המניות מתבקשים למצוא השקעות טובות יותר לכספם מאשר עסקי המבורגרים.

מקדונלדס (McDonald's), מעצמת המבורגרים, רכשה כ-30% ממניותיה הנסחרות בשוק תמורת למעלה מ-67 מיליארד דולר במהלך תקופה ארוכה. השקעה מסיבית בכל קנה מידה. רכישה עצמית גורמת לצמצום מספר מניות החברה הנסחרות בשוק. כתוצאה, גדל חלק הבעלות של בעלי המניות הנוותרים. חברה עשויה לרכוש מניות של עצמה בגלל שהיא סבורה שמחיר השוק של מניותיה נמוך או כדי לשפר את היחסים הכספיים שלה. בפרט, ביצוע רכישה עצמית של מניות תביא לעלייה ברווח למנייה בטווח קצר כי הרווח הנקי מתחלק על פני מספר מניות קטן יותר. אלא, שסיבות אלה אינן העקר בסיפור על מקדונלדס. לב העניין הוא מקור המימון של רכישת המניות.

ברכישה עצמית של מניות, חברה קונה מבעלי מניות את מניותיה במזומן. רכישה עצמית של מניות משתקפת בדוחות הכספיים באמצעות הקטנת ההון העצמי, כאשר המניות הנרכשות נרשמות כמניות באוצר ומקטינות את הון החברה. אם התשלום לבעלי המניות המוכרים היוו מקופת המזומנים של החברה אזי נכסי החברה יקטנו בהתאם. לחליפין, ממון הרכישה יכול להיות באמצעות חוב, שישתקף בהגדלת התחייבויות החברה. מקור המימון משפיע על רמת המינוף של החברה.

לדוגמה, נחשוב על חברה עם נכסים בסך 100 שקל, חוב של 30 שקל ו-70 שקל הון. לחברה זו מינוף פיננסי השווה ל-0.3 (30 שקל חוב חלקי 100 שקל נכסים). רכישה עצמית של מניות תמורת 20 שקל הממומנת מקופת המזומנים של החברה תעלה את המינוף ל-0.375 (30 שקל חוב חלקי 80 שקל נכסים). לעומת זאת, רכישה הממומנת באמצעות הגדלת חובות בסך 20 שקל תגדיל את המינוף הפיננסי ל-0.5 (50 שקל חוב חלקי 100 שקל נכסים). ברור כי מימון הרכישה באמצעות חוב מגדיל משמעותית את רמת המינוף הפיננסי.

בחלק מהחברות טוענים כי מימון רכישה עצמית באמצעות חוב יעילה כי הריבית על החוב נמוכה וניתנת לניכוי ממס, זאת בניגוד לתשלום דיבידנד שאינו ניתן לניכוי ממס. מצד שני, ברור כי מינוף החברה לצורך מימון רכישה עצמית של מניות החברה מגדיל משמעותית את הסיכון של החברה. רכישה עצמית באמצעות חוב עלולה לפגוע בדירוג האשראי, מכיוון שהיא צורכת עתודות מזומנים שיכולות לשמש ככרית בסחון בזמנים קשים.

רכישה עצמית של מניות דומה באופן רעיוני לחלוקת דיבידנד. סך העברות המזומנים לבעלי מניות של חברות ציבוריות בארצות הברית גדל משמעותית בשנים האחרונות. בין השנים 2010 ו-2019, חברות אמריקניות חילקו כ-4 טריליון דולר דיבידנדים ושילמו כ-6 טריליון דולר עבור רכישה עצמית של מניות.

כלומר, הקף הרכישות העצמיות של חברות ציבוריות בארצות הברית גדול מהיקף הדיבידנדים שחולקו. לאור מגפת הקורונה, שאלה טבעית היא אם הכמות הגדולה של הרכישות שנערכו בשנים האחרונות פגעה בחוסן התאגידי. רכישות חוזרות המעבירות מזומנים מתאגידים אל חלק מבעלי המניות עלולות לעורר דאגה, בין השאר כי רכישה עצמית מייצרת ביקוש למניות וצפויה להשפיע על מחירן.

נחזור למקדונלדס. במהלך שנת 2019, החברה רכשה את מניותיה בהיקף של כ-5 מיליארד דולר וגם חילקה דיבידנד בסך כ-4 מיליארד דולר. ביחד העבירה החברה כ-9 מיליארד דולר לבעלי מניותיה. באותה שנה, תזרים המזומנים החופשי עמד רק על כ-6 מיליארד דולר. מ-2010 עד ספטמבר 2020 החברה רכשה את מניותיה הנסחרות בשוק המניות תמורת כ-42 מיליארד דולר. ההפך מהנפקה. בנוסף, מאז 2010 שילמה החברה לכל בעלי המניות דיבידנד בהיקף של כ-32 מיליארד דולר. ביחד, כ-74 מיליארד דולר זרמו מקופת מקדונלדס אל כיסי בעלי מניותיה. במהלך תקופה ארוכה החברה העבירה מזומנים לבעלי מניותיה בהיקפים גדולים. בעוד דיבידנדים שולמו לכל בעלי המניות במועד חלוקת הדיבידנד, רכישה עצמית בוצעה אך ורק מבעלי מניות שבחרו למכור לחברה את מניותיהם. המסר ברור - מנהלי החברה בוחרים להחזיר מזומנים לבעלי המניות ולהקטין את מספר המניות. יואילו בעלי המניות ומצאו השקעות טובות יותר לכספם מאשר עסקי המבורגרים.

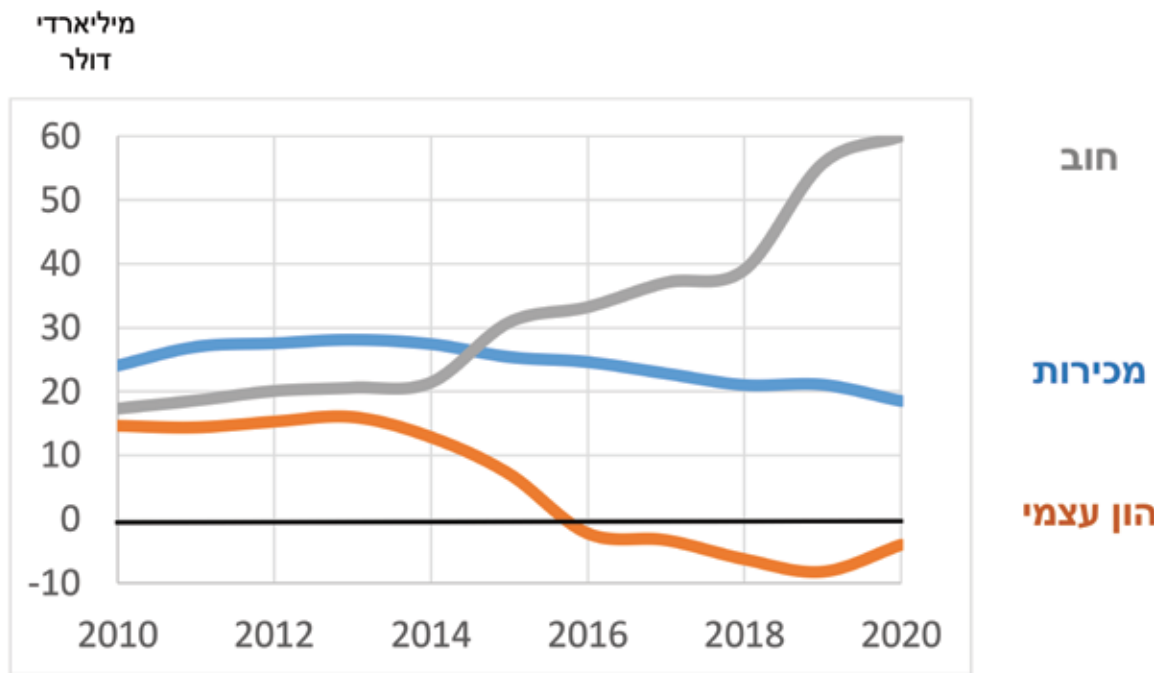
האם החברה מימנה את העברת המזומנים לבעלי מניותיה מתוך רוחיה? ממש לא. הגרף מראה כי בעשור האחרון עד 2019 חלה ירידה של מעל 10% בהכנסות מקדונלדס. הירידה הוחרפה במהלך שנת 2020. החברה הצליחה להתאים את הוצאותיה לירידה בהכנסות ולהגדיל את הרווחיות במהלך התקופה בעקב באמצעות מעבר מחנויות בהפעלה עצמית לחנויות בזכיינות.

בנוסף לרווחים, החברה גייסה חוב כמקור כספי נוסף למימון רכישת המניות ותשלומי הדיבידנד. החברה לוותה כסף בשוקי האשראי כדי לממן העברת כספים אל בעלי המניות. הקף החוב של החברה גדל מכ-17 מיליארד דולר בסוף שנת 2010 לכ-59 מיליארד דולר בספטמבר 2020. החוב גדל פי 3.5 במהלך עשור. החברה מינפה עצמה בצורה משמעותית כדי לרכוש מניות של עצמה ולחלק דיבידנדים.

רכישת המניות ותשלומי הדיבידנד גרמו לנפילה בהון העצמי של החברה מכ-15 מיליארד דולר בסוף 2010 להון שלילי בסך כ-8 מיליארד דולר בסוף ספטמבר 2020. כלומר, במהלך עשר שנים החברה מחקה הון עצמי של כ-23 מיליארד דולר. מרמת מינוף פיננסי בשנת 2010 של כ-0.53 (17 מיליארד דולר חוב חלקי 32 מיליארד דולר נכסים), עברה מקדונלדס להון עצמי שלילי משמעותי החל בשנת 2016. כידוע, מדד רמת המינוף הפיננסי מרים ידיים ונכנע כאשר ההון העצמי שלילי והקף החוב גדול מהיקף הנכסים. אם מקדונלדס הייתה פועלת בישראל, תקנות חוק ניירות ערך היו מחייבות אותה בפרסום תזרים מזומנים חזוי לשנתיים קדימה בשל הון עצמי שלילי על פני תקופה מתמשכת המעיד על בעיות נזילות. הרגולציה בארצות הברית אינה דורשת זאת.

כיצד שווי השוק הנוכחי של מקדונלדס היו כ-158 מיליארד דולרים כאשר ההון העצמי שלילי? אמנם החברה הפסיקה את רכישת מניותיה מאז משבר הקורונה, אך המשיכה לחלק דיבידנד נדיב. יתכן והסיבה הינה ערך גבוה של מותג מקדונלדס או שווי גבוה של נכסי הנדל"ן בבעלות החברה המדווחים כמקובל בחשבונאות האמריקנית על פי עלות מופחתת בכ-40 מיליארד דולר (ולא לפי שווי הוגן). אולי ביקוש שהזרימה החברה למניותיה מצליח לשמור על מחירי מניות גבוהים (כאשר מספר המניות בשוק יורד). אם החברה תמשיך ברכישת מניות אגרסיבית באמצעות חוב - האחרון שיחזיק במניות מקדונלדס יכבה את האור.

מקדונלדס מגדילה חוב עם הון עצמי שלילי



תחזית - 2020

האם מניית טסלה היא בועה? פרשנות חשבונאית לגבי המסר של השוק לגבי החברה

(אלי אמיר, פורסם 7.3.2021)

בסוף פברואר 2021, שווי ההון של טסלה הוא 671 מיליארד דולר לאחר שבסוף ינואר הגיעה לשיא של \$880 מיליארד. נכון ל-24.2.21 המניה נסחרת לפי מכפיל הון 30 ומכפיל רווח צפוי של 129. מה צופן העתיד? אולי תרגיל בהערכת שווי במהופך (Reverse valuation) ישפוך אור על השאלה.

שוק הון יעיל הוא שוק שבו מחיר כל נכס פיננסי משקף בצורה מהירה ובלתי מוטה את המידע שבידי ציבור המשקיעים. שוק ההון האמריקני הוא שוק יעיל, שהסחירות בו גבוהה, מספר האנליסטים גבוה מאד, מספר המשקיעים המוסדיים גבוה מאד וכמות המידע הזורמת בשוק עצומה. המתנגדים לטענה ששוק ההון יעיל מביאים בדרך כלל את טענת התנודתיות. "איך יתכן שהשוק יעיל אם אתמול הוא עלה ב-5% והיום הוא יורד ב-8%?" שואלים המתנגדים. קחו למשל את מניית טסלה. הייתכן שיום אחד מחיר המניה הוא 800 דולר ויומיים אחרי זה הוא יורד ל-700 דולר? התשובה היא שתנודתיות בשוק ההון נגרמת על ידי תנודתיות במידע. מידע חדש זורם באופן רציף לשוק ההון, וככל שהמידע עצמו תנודתי, ואי הוודאות לגבי העתיד גבוהה, כך גם מחירי המניות בשוק תנודתיים. תנודתיות גבוהה איננה משקפת חוסר יעילות בשוק, להיפך, היא משקפת את העובדה שהשוק מגיב במהירות לכל פיסת מידע חדשה.

אחד הדברים שלא מתקיימים, לפחות לא לאורך זמן, בשוק יעיל הוא "בועה". "בועה" הוא מצב בו מחיר המניה מנופח ואינו משקף את המידע שבידי הציבור, דבר הסותר את הנחת השוק היעיל. יתכן ונוצרות "בועות" בשוק ההון, אך אורך החיים שלהן קצר ביותר, כי קיימים מספיק סוחרים בשוק שיסגרו את הבועה באמצעות מסחר. בכל זאת, אנו שומעים חדשות לבקרים טענות מצד משקיעים על קיומה של בועה. אדם המחזיק פוזיציה לונג במניה מאמין שערך המניה ימשיך ויעלה, ואילו אדם המחזיק פוזיציה שורט במניה מאמין שערכה ירד ולכן אותו שורטיסט מוכן להישבע בקיומה של בועה.

אבל כאשר מסתכלים על מניית טסלה (Tesla), יצרנית הרכב החשמלי, מיד מתעוררת השאלה האם יש כאן בועה. אם קיימות בועות, אין ספק שטסלה היא מועמד "ראוי" לבועה. כבר בשנת 2014, פרופסור דמוודרן (NYU), פרסם מאמר הטוען שהריצה של מניית טסלה איננה מוצדקת על ידי Fundamentals. גם ביולי 2020, כאשר מניית טסלה נסחרה ב-375 דולר, פרופסור סקוט גאלאווי מ-NYU טען בתוקף שמניית טסלה היא בועה, אלא אם כן אילון מאסק הוא תומס אדיסון החדש. אבל, בתאריך 15 בפברואר 2021, נסחרה מניית טסלה במחיר של 811.7 דולר, מחיר המשקף שווי שוק של \$783.4 מיליארד ומספר ימים לאחר מכן, שווי השוק ירד ל-\$700 מיליארד. ההון העצמי המאזני של טסלה ליום 31.12.2020 הוא \$22.225 מיליארד כך שמכפיל ההון של החברה ליום כתיבת מאמר זה הוא 30. הרווח הנקי לשנת 2020 הוא \$0.69 מיליארד כך שמכפיל הרווח "ההיסטורי" (זה המבוסס על הרווח הידוע) הוא 1,092. תחזיות אנליסטים לשנת 2021 משקפות מכפיל רווח של 129. כלומר, שוק ההון טוען שמניית טסלה שווה פי 30 מההון המאזני ושדרושות 129 שנות רווח כדי להחזיר את ההשקעה במניה.

2017	2018	2019	2020	נתונים על טסלה (מיליוני דולר)
11,759	21,461	24,578	31,536	מכירות
2,223	4,042	4,069	6,630	רווח גולמי
-1,632	-253	80	1,994	רווח תפעולי
-1,961	-976	-862	690	רווח נקי לבעלי המניות
4,237	4,923	6,618	22,225	הון עצמי
			30.19	מכפיל הון
			1,091.94	מכפיל רווח אחרון
			129.18	מכפיל רווח קדימה

הרוויחה בשנת 2020 פחות מהתשואה על ההון

כדי להבין את המסר אותו השוק נותן על מניית טסלה, דרוש מודל הערכת שווי המבוסס על נתונים חשבונאיים. נשתמש במודל הרווח השיורי (Residual income valuation model), הדומה במהותו למודל ה-EVA (Economic Value Added). על פי המודל, שווי מניה שווה לסכום שני גורמים: ההון העצמי המאזני למניה ועוד הערך הנוכחי של הרווחים השיוריים למניה.

אחת הבעיות המרכזיות בחשבונאות, עקב שיקולי שמרנות, היא שהרווח החשבונאי איננו כולל את עלות השימוש בהון העצמי. רווח שיורי מתקן זאת ומחושב כרווח הצפוי פחות התשואה הצפויה על ההון המאזני לתחילת השנה. נניח שמחיר ההון העצמי של טסלה הוא 13% (מבוסס על ביטא של 2.1, ריבית חסרת סיכון 2.5% ופרמיית הסיכון 5%). הרווח השיורי לשנת 2020 הוא -0.17 מיליארד דולר המחושבים כרווח לשנת 2020 פחות מחיר ההון כשהוא מוכפל בהון העצמי לתחילת השנה, $-0.17 = (6.618 \times 0.13) - 0.69$ כלומר, בשנת 2020, טסלה הרוויחה פחות מהתשואה על ההון שלה.

מכיוון שמכפיל ההון של טסלה הוא 30, השוק צופה שהערך הנוכחי של הרווחים השיוריים הוא 29 פעמים ההון העצמי, כלומר \$645 מיליארד. כדי להבין את משמעות הסכום, אם טסלה תייצר רווח שיורי קבוע בסך \$88 מיליארד כל שנה במשך 25 שנה, ולאחר מכן תעבור למצב של אפס רווח שיורי, אזי הערך הנוכחי של הרווחים השיוריים בשיעור היוון של 13% יהיה \$645 מיליארד. נתון כזה אפשרי רק אם טסלה תשתלט על כל מכירות הרווח בארה"ב, ובנוסף, תהפוך, בדומה לאמזון, לשחקנית מאד דומיננטית בענפים אחרים תוך ניצול המומחיות שצברה באנרגיה נקיה.

צופים רווח אסטרונומי

נעבור לרווח. הרי ברור שאף משקיע לא יחכה 129 שנה להחזר ההשקעה, מה שאומר שהשוק צופה צמיחה עצומה ברווח. שימו לב שהשוק לא מהווה רווחים אלא רווחים שיוריים! זה אומר שצמיחה של 13% ברווח עצמו לא תספיק, כי במקרה זה הרווח השיורי יהיה אפס. השוק צופה ששיעור התשואה על ההון של טסלה יהיה גבוה בהרבה מ-13%.

נזכור: הערך הנוכחי של הרווחים השיוריים בהתאם לתחזית השוק ב-24.21 הוא \$645 מיליארד. כך שאם טסלה תרוויח בשנת 2021 \$8 מיליארד (הערכה אופטימית בהינתן תחזיות אנליסטים), הרווח השיורי הוא

\$5.11 מיליארד (= $0.13 \times 22.225 - 8$). כדי להצדיק את שווי ההון, הרווח השיורי צריך לצמוח בשיעור של 12% לאין סוף (לפי ערך נוכחי של זרמים צומחים לאין סוף). בהתאם למודל זה בעוד כ-20 שנה, ההון העצמי של טסלה צפוי להיות כ-\$220 מיליארד והרווח השנתי מעל \$80 מיליארד. ברור שהשוק מאד אופטימי לגבי הרווחיות של טסלה. רווחיות כזאת תושג רק אם טסלה תהפוך לגורם דומיננטי בשוק הרכב ובענפי האנרגיה הסולרית ואולי אף תסיס אנשים לביקורי משפחה במושב שתקים על מאדים. לחלופין, אם נניח שיעור צמיחה קבוע של 75% ברווח השיורי למשך 10 שנים ולאחר מכן הרווח השיורי ירד לאפס, נקבל מחיר מניה מוצדק. זה אומר שבעוד 10 שנים הרווח השיורי של טסלה צריך להיות כ-\$1.4 טריליון! המספרים האלה מבטאים אופטימיות גבוהה אך גם סיכון גבוה.

גם שימוש במחיר הון של 8% במקום 13% יביא לתוצאות קיצוניות. אבל למה להשקיע בטסלה כדי לקבל שיעור תשואה של 8%? תשואה כזאת ניתן לקבל בהשקעה הרבה פחות מסוכנת. לסיכום, תרגיל בהערכת שווי במהופך מביא לתוצאות מאד אופטימיות במקרה של טסלה. הרווח השיורי הנדרש כדי להצדיק את מחיר המניה גבוה ביותר. האם יש כאן בועה? מי שהאמין בבועות בתחילת פברואר ומכר את המניה שורט הרוויח הרבה כסף. אבל מה יקרה קדימה? זו כבר שאלה יותר קשה.

כמה שווה ההון העצמי של זום?

(דן וייס, פורסם 2.12.2020)

העניין של משקיעים במוניית זום עלה פלאים מאז תחילת משבר הקורונה. כולנו למדנו שכדי להיפגש אין צורך להיכנס לרכב, לעמוד בפקקים, לחפש חניה ולבזבז זמן יקר. גם אין צורך לנסוע לחו"ל כדי לפגוש לקוח, עובד או קולגה, אפילו כנסים מקצועיים ואקדמיים רבי משתתפים מתקיימים בהצלחה רבה בזום. כולם מבינים שפגישות בזום ימשכו גם אחרי שנתגבר על מגפת הקורונה.

אפליקציית זום אינה יחידה בעולם התקשורת והטכנולוגיה בבסיס האפליקציה הייתה קיימת לפני משבר הקורונה. האפליקציות המתחרות, בניהן WEBEX של סיסקו, TEAMS של מיקרוסופט ו-MEET של גוגל, דומות למדי ולעיתים קשה למשתמש לזהות את ההבדלים בניהן. ברור שאין לזום הגנה משמעותית על הטכנולוגיה וענקיות הטכנולוגיה, בניהן מיקרוסופט וגוגל, מתחרות בזום באגרסיביות כדי להשתלט על נתחי שוק התקשורת הווירטואלית. עדיין, מחיר מניית עלה יותר מפי 5 (!) מתחילת שנת 2020, בעוד שמדד החברות הנסחרות ב-NASDAQ, עיקרן חברות טכנולוגיה, עלה מתחילת השנה רק בכ-32%. כתוצאה מכך, שווי השוק של זום הגיע אתמול, לאחר פרסום הדוחות הכספיים, לכ-115 מיליארד דולרים, בזמן שההון העצמי החשבונאי של החברה עומד רק על 1.5 מיליארד דולר. שווי השוק של זום הינו בערך פי 77 מההון העצמי של החברה. במצב זה, משקיעים רואים פער כה גדול בין שווי השוק לבין ההון העצמי ומעלים תמיהות לגבי הרלבנטיות של הדוחות הכספיים. קל לראות כי הנתונים בדוחות הכספיים עוסקים בזוטות - ההון העצמי החשבונאי מהווה אחוז אחד משווי השוק - פשוט זניח. מי רוצה לעסוק בזוטות? איזה משקיע יתעניין בדוחות כספיים אם שווי השוק של החברה הינו פי 77 מההון העצמי החשבונאי? האם החשבונאות בחברות טכנולוגיה פשטה את הרגל?



כל משקיע מבין כי הפער בזום נובע מציפיות המשקיעים לגידול משמעותי בהכנסות וברווחים עתידיים. זום אינה החברה היחידה שבה מתקיים פער גדול בין שווי השוק להון העצמי. ניתן לראות כי פער גדול קיים לאורך שנים גם במוניית אפל - החברה הגדולה בעולם. שווי השוק של אפל הגיע לאחרונה לסביבות 2 טריליון

דולרים, בזמן שההון העצמי החשבונאי של החברה עומד רק על כ-65 מיליארד דולר. כלומר, שווי השוק הינו פי 30 מההון העצמי. אך ציפיות לצמיחה בהכנסות וברווחים עתידיים אינן הסיבה היחידה לפער בין ההון העצמי החשבונאי לבין להערכות המשקיעים לגבי שווי חברה.

סיבה נוספת לפער הינה כללי החשבונאות המחייבים הכרה מיידית בהוצאות מחקר ופתוח. אמנם IFRS, תקן חשבונאות IAS 38, מאפשר היוון הוצאות פתוח בתנאים מסוימים, אך בפועל מעט חברות נוהגות כך. רוב החברות מכירות בכל הוצאות המחקר והפתוח בתקופה שבא בוצעו פעילויות המו"פ, כנדרש על ידי כללי החשבונאות בארה"ב (SFAS 2 ו-ASC 730). ההכרה המיידית בהוצאות מו"פ גורמת לירידה בהון העצמי של החברות בעת ביצוע פעילויות המו"פ. מצד שני, עם השלמת הפתוח בהצלחה, הרווחים שידווחו ממכירת המוצרים שפותחו יכללו הכנסות ממכירת המוצרים בניכוי עלויות ייצור, ללא שיוך הוצאות הפתוח של המוצרים הללו (שדווחו מראש בעת שבוצעו). לכן אנו רואים הפסדים מדווחים בחברות טכנולוגיה שטרם השלימו את פתוח מוצריהן ושיעורי רווח גלמי גבוהים בחברות טכנולוגיה בוגרות.

מצד שני, בתעשיות אחרות רבות הפער בין שווי שוק של החברות להון העצמי שלהן קטן. למשל, מניות בנקים נסחרות בשוקי הון של מדינות רבות בשווי שוק דומה להון העצמי. מניית JP MORGAN, מהבנקים הגדולים בארה"ב, נסחרת על פי שווי שוק של כ-350 מיליארד דולרים, בזמן שההון העצמי החשבונאי של הבנק עומד על כ-270 מיליארד דולר. היחס הינו 1.3. לעומת זאת, מניית בנק אוף אמריקה נסחרת בשווי השוק של כ-233 מיליארד דולרים, הנמוך מההון העצמי החשבונאי של הבנק העומד על כ-268 מיליארד דולר, כלומר היחס הינו נמוך מ-1. קל לראות כי ההון העצמי של בנקים משקף בקרוב את שווי השוק שלהם. משקיעים הסוחרים במניות JP MORGAN מצפים לצמיחה בעוד משקיעים הסוחרים במניות בנק אוף אמריקה מפגינים פסימיות לגבי עסקי הבנק בעתיד.

מדוע החשבונאות מצליחה בקרוב לשקף את השווי הכלכלי של הבנקים, אך נכשלת בכך בחברות טכנולוגיה? האם זה, כפי שטוענים מלעזים, בגלל שהדוחות הכספיים משקפים רק את ההיסטוריה? אזכיר כי הון עצמי מייצג את עודף נכסי החברה על התחייבויותיה, בהתאם למאזן שלה. הון עצמי מוגדר ע"י ההפרש שבין שווי הנכסים שלה (כמו מזומנים, רכוש קבוע, מלאי וכו') לבין סכום ההתחייבויות של החברה (כמו הלוואות). ככל ששווי הנכסים עולה על ההתחייבויות, ההון העצמי גדול יותר. תחת הנחת *going concern*, ההון העצמי מבטא את הסכום שהיה נשאר בידי בעלי המניות אילו החברה הייתה פורעת את כל התחייבויותיה ומוכרת את כל נכסיה (על פי הסכום שמופיע במאזן). מאחר וההון העצמי הינו סה"כ הנכסים פחות סה"כ ההתחייבויות בנקודת זמן, אזי הרלבנטיות של ההון העצמי לצורך אומדן שווי חברה גבוהה יותר בבנקים ובחברות תעשייה מסורתית מאשר בחברות טכנולוגיה, שבהן עקר שווי החברה נובע ממכירה בעתיד של מוצרים ייחודיים וחדשניים, יידע ופטנטים שישמשו לפתוח מוצרים נוספים, ונכסים בלתי מוחשיים אחרים.

לגבי זום, ברור כי העדנה לה זכתה פלטפורמת התקשורת הווירטואלית בתקופת משבר הקורונה הגדילה מאד את ביקוש המשקיעים למניות החברה. המשקיעים רכשו את מניות החברה בלי שקראו את דוחותיה הכספיים, כי ברור היה להם שהמצב הכספי של זום הבא לידי ביטוי בדוחות כספיים בגין תקופה טרום משבר קורונה אינו רלבנטי להחלטת ההשקעה. במקביל, נתונים על מצבו הכספי של בנק טרום משבר הקורונה הינם משמעותיים לקבלת החלטת השקעה במניות הבנק תחת מגפה.

ומה עושה החשבונאות כדי שדוחות כספיים של חברות טכנולוגיה יהיו רלבנטיים למשקיעים? לא הרבה. מהפכת הדיווח לפי כללי IFRS עשתה צעד קדימה בכיוון של דוח שווי נכסים מוחשיים, כגון נדל"ן, על פי

ערכי השוק שלהם, להבדיל מעלות היסטורית. אלא, שכללי IFRS לא קידמו את הרלבנטיות של הערך המדווח של נכסים לא מוחשיים ובפרט של נכסי פתוח טכנולוגיה. כל עוד כללי החשבונאות לא יספקו למשקיעים מידע רלבנטי לקבלת החלטות השקעה בחברות טכנולוגיה - המשקיעים ימשיכו לתת משקל נמוך לנתוני דוחות כספיים של חברות טכנולוגיה. כלומר, בטווח הנראה לעין ימשיכו המשקיעים להתעלם מהדוחות הכספיים של זום.

אם התעשייה האווירית רוצה להנפיק, שתדבר קודם עם העובדים

(אלי אמיר, פורסם 12.8.2021)

התעשייה האווירית שווה פחות מחברות אחרות בענף, עקב הסכמי שכר נדיבים עם העובדים. ב-2020 עלות השכר וההטבות היתה 1.75 מיליארד דולר, שהם 42% מהמכירות. הפרטה מוצלחת של החברה תלויה במידה רבה בשינוי ההסכמים - המחסום העיקרי להנפקה במחיר סביר.

בנובמבר 2020 אישרה וועדת השרים לענייני הפרטה את הפרטת החברה הממשלתית הגדולה ביותר - התעשייה האווירית. על פי המתווה שאושר בנובמבר, המדינה תוכל למכור עד 49% מהתעשייה האווירית בבורסה לפי שווי המוערך ב-12 מיליארד שקלים, שהם כ-3.6 מיליארד דולר. במרץ 2021 פורסם כי ההנפקה תצא לדרך ברבעון הרביעי של 2021, כאשר המדינה מעוניינת להנפיק 25% מהחברה. מכיוון שהמדינה אמורה לשמור בידיה לפחות 51% ממניות התעשייה האווירית, הרי שהשאלה המרכזית היא באיזה מחיר כדאי למדינה להנפיק בבורסה את מניות התעשייה האווירית.

אין ספק שהתעשייה האווירית מהווה את פאר התעשייה הישראלית. בשנת 2020 מכרה החברה מוצרים בכ-4.2 מיליארד דולר כאשר 80% מהמכירות הן ליצוא. החברה פועלת בעיקר בתחום הביטחוני אך יש לה גם מוצרים לשוק האזרחי. אבל התעשייה האווירית היא חברה ממשלתית וטיבן של חברות ממשלתיות לא מעטות הוא, שבדרך כלל, הן לא יעילות כלכלית. חוסר יעילות כלכלית יכול להתבטא בצורות רבות, אך הצורה הנפוצה ביותר מתבטאת בתשלומי שכר והטבות מוגזמים לעובדים. חוסר יעילות מתרחש כאשר אין תחרות או לחלופין, שיש מחסומי כניסה לענף. מצד שני, חברות ציבוריות הפועלות בתחרות יעילות יותר מתוך הכרח.

כדי לקבל מושג על השווי הפוטנציאלי של התעשייה האווירית בצעתי השוואה לשתי חברות ציבוריות אמריקניות מובילות בתעשייה הביטחונית: לוקהיד-מרטין (Lockheed-Martin) ונורת'רופ-גרומן (Northrop-Grumman), וכן לחברת אלביט שגם היא חברה ציבורית בארה"ב. חברות אלה מייצרות מטוסים, מכ"מים, לוויינים, רכבי חלל, ספינות ועוד. הטבלה כוללת מספר נתונים על החברות לשנת 2020 (סכומים במיליארדי דולר, שיעורים באחוזים, מכפילים ללא יחידות)

תעשייה אווירית	אלביט	נורת'רופ-גרומן	לוקהיד-מרטין	שווי המניות בבורסה
--	5.829	58.4	102.9	שווי המניות בבורסה
4.18	4.66	36.8	65.4	מכירות
0.195	0.33	4.1	8.6	רווח תפעולי
0.133	0.24	3.2	6.8	רווח נקי
0.046	0.07	0.11	0.13	שיעור הרווח התפעולי מהמכירות
0.032	0.05	0.09	0.10	שיעור הרווח הנקי מהמכירות

תעשייה אווירית	אלביט	נורטרופ-גרומן	לוקהיד-מרטין	
--	23.63	13.2	14.6	מכפיל רווח
--	1.25	1.59	1.57	מכפיל מכירות

כאמור, בשנת 2020 מכרה התעשייה האווירית מוצרים ושירותים בסכום של 4.18 מיליארד דולר. אילו מכפיל המכירות שלה היה דומה לזה של לוקהיד-מרטין ונורטרופ-גרומן (1.58) היה שווי החברה צריך להיות כ-6.6 מיליארד דולר. מכפיל מכירות דומה לזה של אלביט (1.25) היה מביא לשווי של 5.2 מיליארד דולר. אז מדוע החברה עומדת להנפקה לפי שווי של 3.6 מיליארד דולר?

מכפיל מכירות נטול בסיס כלכלי

נבחן את הסוגיה מזווית אחרת. בשנת 2020 היה הרווח הנקי של התעשייה האווירית 133 מיליון דולר (רק 3.2% מהמכירות). אילו השוק היה נותן לתעשייה האווירית מכפיל רווח של 14, בדומה אלה של לוקהיד ונורטרופ, היה שווי ההון של החברה אמור להיות 1.86 מיליארד דולר. אם לעומת זאת מכפיל הרווח הוא כמו של אלביט אז השווי צריך להיות 3.1 מיליארד דולר. כך שפתאום למכור את החברה לפי שווי של 3.6 מיליארד דולר נראה רעיון טוב. אז איזה שווי נכון יותר - זה הנגזר מהמכירות או זה הנגזר מהרווח הנקי?

הערכת שווי לפי מכפיל מכירות נטולה כל בסיס כלכלי. מכירות זו נקודת התחלה טובה אבל לא הולכים למכולת עם המכירות, למכולת הולכים עם הרווח הנקי (או יותר נכון עם הדיבידנד שמחולק מהרווח הנקי). אז למה רבים משתמשים במכפיל מכירות כמדד לשווי? הסיבה נעוצה בבועת האינטרנט בסוף המאה הקודמת. לחברות האינטרנט אז לא היו רווחים ומכיוון שאנליסטים אוהבים להשתמש במכפילים, היה צורך למצוא מכפיל עם מכנה חיובי - כך הלכו ותפסו תאוצה מכפילים כגון מכפיל ה-EBIT, מכפיל ה-EBITDA, מכפיל הרווח הגולמי, וכאשר המספר החיובי היחיד בדוח רווח והפסד היה המכירות, נוצר לו מכפיל המכירות. וכאשר לחברות האינטרנט גם לא היו מכירות, התחילו להשתמש במכפילים לא-פיננסיים (שווי חלקי מבקרים באתר, שווי חלקי מספר המהנדסים). את הסוף כולנו יודעים. כאשר כולם מתחילים להשתמש במכפילים נטולי בסיס כלכלי, ניתן להצדיק כל שווי ואז הכל עלול להתמוטט. מכפיל הרווח הנקי הוא מכפיל בעל הצדקה כלכלית. ניתן להרכיב מודל הערכת שווי חד-תקופתי על בסיס מכפיל הרווח, כאשר הרווח הנכון לצורך חישוב המכפיל הוא הרווח החזוי לתקופה הבאה.

הרווח של התעשייה האווירית מעיד על חוסר יעילות

ניתוח הרווח של התעשייה האווירית לשנת 2020 מצביע על בעיה מרכזית - חוסר יעילות עקב תשלומי שכר והטבות נדיבים. בביאורים לדוח הכספי של התעשייה האווירית לשנת 2020 ניתן למצוא את סך עלויות השכר והגולות - 1.751 מיליארד דולר. כלומר כ-42% מהמכירות. הדוח גם מפרט את ההטבות הניתנות לעובדים: פיזיים ופנסיה, מענק חופש, מענק הסתגלות, מענק אי ניצול ימי מחלה, שי לחג. הערכה שמרנית של ההטבות לאחר פרישה הן כ-22.5% מעלויות השכר. חישוב פשוט יראה כי הטבות הפרישה מסתכמות לכ-322 מיליון דולר לשנת 2020. מעניין לציין שבשאר, חברות נוהגות לתת גילוי להוצאות שכר ונלוות, אך אין גילוי להוצאות הנגרמות על ידי הטבות לאחר פרישה.

בארה"ב נהוג אחרת. לפי כללי החשבונאות בארה"ב, אין חובה לתת גילוי לסך הוצאות השכר, אך יש לתת גילוי נרחב להוצאות הפנסיה וההטבות לאחר פרישה וגם לשכר מבוסס-מניות. חישובתי ממוצע תלת-שנתי

של ההוצאות להטבות לאחר פרישה. בחברת לוקהיד, ממוצע ההוצאה השנתית להטבות לאחר פרישה הוא 2.8% מהמכירות, ואילו בנורטרופ, הממוצע התלת שנתי הוא 3%. באלביס הממוצע הוא כ-2%, אף על פי שהנתונים לא כל כך ברורים. בתעשייה האווירית הממוצע התלת שנתי הוא 7.5% מהמכירות. המסקנה היא שעובד בתעשייה האווירית מקבל באופן יחסי למכירות פי 2.5 הטבות לאחר פרישה ממקבילו האמריקני. הכלכלנים שבינינו יקראו לזה פריון עבודה נמוך. סביר להניח שגם השכר הכולל בתעשייה האווירית גבוה ביחס לתפוקה. קשה למצוא חברה יצרנית רווחית שבה השכר מהווה 42% מהמכירות. הנקודה המעניינת היא שכדי להצדיק מחיר של 12 מיליארד שקלים (3.6 מיליארד דולר) על הרווח הנקי להיות 257 מיליון דולר (לפי מכפיל 14), כלומר גבוה ב- 124 מיליון דולר מהרווח לשנת 2020. זה אומר שהעובדים יצטרכו לוותר על שכר בסך של כ-160 מיליון דולר לפני מס חברות (בערך 9%).

יהיה זה מן הצדק לומר שקיימות חברות נוספות בתעשייה הביטחונית. לדוגמא, רייטיאון (Raytheon) ובואינג (Boing). לא כללתי אותם בניתוח הנוכחי מכיוון שחברות אלה צברו הפסדים לאחרונה. רייטיאון נסחרת במכפיל מכירות בשיעור 2.10 ובואינג נסחרת במכפיל מכירות בשיעור 2.15 אבל לשתיהן מכפילי רווח גבוהים מאד שאינם צפויים להימשך. אבל לכל ארבעת החברות האמריקניות תכניות דומות להטבות לאחר פרישה מוגדרות-הטבה ומוגדרות-הפקדה. לי נראה שהמחסום העיקרי להנפקת התעשייה האווירית במחיר סביר הוא גובה השכר והנלוות לעובדים.

כמה שווה נדל"ן להשקעה? מה שאומרים השמאים או מה שאומר השוק?

(אלי אמיר, פורסם 4.2.2021)

הצגת נדל"ן להשקעה בדו"חות הכספיים לפי השווי ההוגן מחייבת הערכות שמאים מעודכנות. השמאים חשופים להטיות התנהגותיות, אבל הסתמכות על מחירי המניות בשוק יכולה לחשוף את ההטיות, כפי שאפשר ללמוד מהדו"חות של מליסרון, עזריאלי וגב ים.

הצגת נדל"ן להשקעה בדוחות הכספיים לפי השווי ההוגן מחייבת הערכות שמאים מעודכנות לכל תאריך מאזן. אבל, ככל בני האדם, גם שמאים חשופים להטיות התנהגותיות הגורמות לאומדני השווי להיות מוטים. אבל השוק איננו אדם ולכן לא חשוף להטיות אלה.

נדל"ן להשקעה מוחזק לצורך הפקת הכנסות שכירות או לשם עליית ערך או שניהם. התקינה הבינלאומית מאפשרת לחברות ציבוריות לבחור בין מודל השווי ההוגן, לפיו הנדל"ן להשקעה יוצג במאזן לאחר הרכישה לפי השווי ההוגן ועליה/ירידה בשווי ההוגן תירשם כרווח/הפסד בדוח רווח והפסד, וללא רישום הוצאות פחת בדוח הרווח והפסד. המודל השני הוא **מודל העלות**, לפיו הנדל"ן להשקעה יוצג לפי העלות בניכוי פחת שנצבר ואילו בביאורים לדוחות הכספיים ינתן מידע לגבי השווי ההוגן של הנדל"ן להשקעה.

לכאורה, **מודל העלות** מספק יותר מידע מאשר **מודל השווי ההוגן**. במודל העלות, הדוחות כוללים מידע על עלות הנדל"ן, השווי ההוגן, ואורך חיי הנכס (בהתאם להוצאות הפחת). במודל השווי ההוגן, קורא הדוחות מקבל מידע על השווי ההוגן של הנדל"ן להשקעה אך לא מידע על עלותו או אורך חייו. אבל, במודל השווי ההוגן, מידע על שווי הוגן מוכר במאזן ושינויים בשווי מוכרים בדוח רווח והפסד, ואילו במודל העלות, מידע על השווי ההוגן מופיע בביאורים לדוחות. האם מידע בביאורים שווה פחות ממידע המוכר במאזן? כן. לדוגמא, אמות מידה פיננסיות תלויות לעיתים קרובות ביחסים פיננסיים, ואלה מבוססים על מידע בדוחות עצמם ולא בביאורים. בנוסף, בביאורים ניתן לדווח מרווח של שווי הוגן בעוד מידע בדוחות הכספיים מוצג באופן נקודתי.

כיצד אמור להיראות מאזן של חברה שעיסוקה הוא נדל"ן להשקעה? מאזן כזה יציג נכסים כגון מזומנים, השקעות סחירות, לקוחות חייבים, וכמובן נדל"ן להשקעה לפי שווי הוגן. בצד ההתחייבויות נצפה לראות התחייבויות פיננסיות לזמן קצר וזמן ארוך, וכמובן ההון העצמי. אבל מאזן כזה יכול פריט משמעותי נוסף: **התחייבות למיסים נדחים**. הרי הצגה של נדל"ן להשקעה במאזן לפי השווי ההוגן איננה מקובלת לצרכי מס. לצרכי מס, נדל"ן להשקעה יוכר לפי העלות בניכוי פחת שנצבר בהתאם לתקנות מס הכנסה, ולכן הערך בספרים של הנדל"ן להשקעה שונה מבסיס המס שלו. ההתחייבות למסים נדחים תהיה שווה להפרש שבין הערך בספרים לבסיס המס כשהוא מוכפל בשיעור מס החברות.

להלן מספר נתונים ממאזנה של חברת מליסרון ליום 30.9.2020. כמעט כל הנכסים מוצגים בשווי הוגן או שהם מכשירים פיננסיים שערכם בספרים קרוב לשווי ההוגן. הנכס העיקרי במאזן הוא הנדל"ן להשקעה המוצג בשווי הוגן בסך 18,591 מיליוני שח. שווי זה ירד במהלך 2020 בסכום של 652 מיליוני שח וההפסד מירידת

ערך נכלל בדוח הרווח והפסד. הנכסים שאינם מוצגים בשווי הוגן כוללים השקעות לפי שווי מאזני, נכסים בלתי מוחשיים ורכוש קבוע המהווים 4.5% מהנכסים במאזן. כל ההתחייבויות, למעט מסים נדחים, מוצגות אף הן בשווי הוגן או קרוב מאד לשווי הוגן. בנוסף, הביאורים מציגים מידע על השווי ההוגן של התחייבויות פיננסיות הגבוה ב-56 מיליון שח מהערך בספרים של אותם התחייבויות.

מיליוני שח	מליסרון בע"מ - נתוני מאזן ליום 30.9.2020
18,591	נדל"ן להשקעה
21,795	סך נכסים
2,604	מסים נדחים
14,184	סך ההתחייבויות
7,611	הון עצמי (מזה 7,241 שח מיוחס לבעלי מניות החברה)

ההון העצמי של מליסרון הוא 7,611 מיליון שח כאשר 95.14% ממנו מיוחס לבעלי מניות החברה. ניתן להתאים את ההון לשווי ההוגן של ההתחייבויות, ולכן ההון העצמי המתואם הוא 7,611 פחות 56 מיליון שח שהם 7,555 מיליוני שח. ומכיון ש-95.14% ממנו מיוחס לבעלי מניות מליסרון, הרי שההון העצמי על בסיס שווי הוגן הוא 7,188 מיליון שח.

אם כל המסים הנדחים נובעים מהנדל"ן להשקעה, בסיס המס של הנדל"ן להשקעה הוא כ-7,269 מיליוני שח. פשוט נפתור את המשוואה: $0.23 * (18,591 - TB) = 2,604$, כאשר 0.23 הוא שיעור מס החברות ו-TB הוא בסיס המס. אילו הנדל"ן להשקעה היה נמכר כולו היום, היה נוצר רווח לצורכי מס שהמס בגינו היה 2,604 מיליוני שח. אבל ברור שמליסרון איננה מתכוונת למכור את כל הנדל"ן להשקעה שלה בעתיד הנראה לעין. כלומר, המסים הנדחים במאזן מוצגים בערך נומינלי ולא בערך נוכחי ולכן ערכם במאזן מוגזם.

מה צריך להיות מכפיל ההון של חברה שכמעט כל המאזן שלה מוצג בשווי הוגן? ההיגיון אומר שמכפיל ההון אמור להיות 1. בתאריך 30.11.2020, לאחר פרסום הדוח לרבעון השלישי, היה שווי המניות של מליסרון בבורסה 7,695 מיליוני שח. מכיון שההון העצמי המיוחס לבעלי המניות של מליסרון הוא 7,187 מיליוני שח, הרי שמכפיל ההון הוא 1.07, די קרוב ל-1. לכאורה, אומדני השווי ההוגן של הנדל"ן להשקעה במליסרון סבירים.

מסים נדחים מוצגים בערך נומינלי מוגזם

אבל מה עם המסים הנדחים? אם למליסרון אין כל כוונה למכור נכסים בעתיד הנראה לעין, הרי שהערך הנוכחי של סעיף המסים הנדחים הוא אפס, כלומר הוא מהווה התחייבות שלעולם לא תשולם - קרי הון עצמי. אז אם סעיף המסים הנדחים הוא הון עצמי, ובהנחה ש-95% ממנו מיוחסים לבעלי המניות של מליסרון (2,604 כפול 0.95 = 2,474 מיליוני שח), הרי שההון העצמי של מליסרון הוא 7,187 ועוד 2,474 שהם 9,661 מיליוני שח. ואז מכפיל ההון שלה הוא 0.80. מכפיל הון כזה מצביע על כך שהנדל"ן להשקעה שווה פחות מערכו בספרים.

ניתוח דומה לעזריאלי וגב-ים מראה שמכפיל ההון של עזריאלי הוא 1.35 ושל גב-ים הוא 2.02. שניהם גבוהים משמעותית ממכפיל ההון התיאורטי - 1. אך במידה ונוסיף את המסים הנדחים להון העצמי, מכפילי ההון של עזריאלי וגב-ים יורדים ל-1.13 ו-1.47, בהתאמה. עדיין גבוהים מ-1. כלומר, השוק אומר שהערכות השווי של הנדל"ן מוטות כלפי מטה.

מיליוני ש"ח	עזראלי	גב-ים
שווי מניות 30.11.2020	24,497	5,425
הון מיוחס לבעלי המניות החברה 30.9.2020	18,088	2,686
מסים נדחים	3,490	1,001
מכפיל הון ללא מסים נדחים	1.35	2.02
הון ועוד מסים נדחים	21,578	3,687
מכפיל הון עם מסים נדחים	1.13	1.47

השמאים דבקים בעבר - תופעה זו נקראת בפסיכולוגיה "עיגון ותיקון"

מדוע מכפילי ההון גבוהים מ-1 בחברות עזראלי וגב-ים? הרי כמעט כל הנכסים וההתחייבויות שלהן מוצגים בשווי הוגן. הסיבה הסבירה ביותר היא שהערכות השווי של שמאי עזראלי וגב-ים נמוכה מידי. באותה מידה, סביר להניח שהערכת השווי של שמאי מליסרון גבוהה מידי. הייתכן שכל השמאים טועים? כן. דבר זה אפשרי בסביבה של שינויי מחירים. כאשר מחירי נדל"ן משתנים, קשה כנראה לשמאים להצדיק שינויים משמעותיים והם קשורים קשר עמוק להערכות השווי הקודמות. תופעה זו נקראת בפסיכולוגיה "עיגון-ותיקון".

נבחן את הרכב הנדל"ן להשקעה של החברות. הנכסים העיקריים של מליסרון הם קניונים קמעונאיים ושטחי משרד, שערכם ירד בזמן האחרון. בבעלות חברת עזראלי קניונים ושטחי משרד אך גם החזקה משמעותית בנכסי דיור מוגן ומרכזי מידע וכן פעילות ייזום. גב-ים מחזיקה בעיקר פארקים מדעיים, פארקים עסקיים ושטחי לוגיסטיקה, שערכם עלה בזמן האחרון. לכן לא מפליא שמכפיל ההון של גב-ים גבוה מזה של עזראלי, הגבוה מזה של מליסרון. הרי עקב תופעת העיגון-ותיקון לשמאים היה "קשה" לבצע הפחתה משמעותית בהערכת השווי של מליסרון וגם היה קשה להעלות משמעותית את הערכת השווי של גב-ים. אבל תופעות התנהגותיות המשפיעות של אומדנים של שמאים בשר ודם, אינן משפיעות על שוק ההון.

למה החשבונאות מתעלמת ממותג קוקה קולה?

(דן וייס, פורסם 7.7.2021)

קוקה קולה היא אחת הספונסריות הרשמיות של אליפות אירופה בכדורגל - יורו 2020. כריסטיאנו רונאלדו, המגה סטאר של יובנטוס, התכונן למסיבת עיתונאים לרגל פתיחת האליפות. כאשר החלה מסיבת העיתונאים, רונאלדו הזיז הצידה שני בקבוקי קוקה קולה שהונחו לפניו וביקש בפורטוגזית "אגואה" (מים). המשקיעים הגיבו מיד לכך שכריסטיאנו רונאלדו דחה מעל פניו את שני בקבוקי הקולה. התוצאה של תגובת המשקיעים הייתה נפילה במחיר מניית קוקה קולה: מחיר המניה של החברה ירד מ-56.10 דולר ל-55.22 דולר כמעט מיד לאחר המעשה של רונאלדו, ירידה של 1.6%. שווי השוק של קוקה קולה ירד מ-242 מיליארד דולר ל-238 מיליארד דולר - ירידה של 4 מיליארד דולר. מאוחר יותר מחיר המניה דשדש ואף המשיך לרדת עד ל-53.72 דולר. בשידורי החדשות הדגישו את העדפותיו של רונאלדו לשתות מים וטענו כי פעולתו של רונאלדו הייתה אחראית למחיקת 4 מיליארד דולר משווי השוק של קוקה קולה. השפעת הופעתו של רונאלדו על גבי מסכי הטלוויזיה בעולם על מחיר מניית קוקה קולה ממחישה את כוחם האדיר של מובילי דעת קהל ושל המדיה.

קוקה קולה היא "טעם החיים", בין השאר כי היא אחד המפרסמים הגדולים בעולם. קמפיינים של קוקה קולה זכו לתהילה ונלמדים בבתי ספר לפרסום. כמו במוצרי מזון ומשקאות רבים, לחברה אין מגע ישיר עם לקוחות השותים את מוצריה, כי מוצרי החברה נמכרים באמצעות מפיצים, כגון חנויות מזון, קיוסקים, מסעדות, מלונות, וכו'. החברה "מדברת" עם לקוחותיה באמצעות פרסום בטלוויזיה, ברדיו, בשילוט חוצות, פרסום דיגיטלי ושאר אמצעי מדיה. השקעות בפרסום תדמיתי אינטנסיבי במהלך עשרות שנים יצרו את מותג קוקה קולה, שהינו המותג החזק בעולם. הזדהות הצרכנים עם המותג מגדילה את הכמויות הנמכרות וגם מאפשרת לחברה לגבות פרמיה. בפשטות, צרכנים מוכנים לשלם יותר תמורת מוצר ממותג. לכן מותג חזק מגדיל את תזרים המזומנים העתידי.

אלא, שתזרים מזומנים לחוד וכללי חשבונאות לחוד. כללי החשבונאות אינם מאפשרים הכרה בנכס מותג שפותח באמצעות השקעות בפרסום. עלויות הפרסום מדווחות כהוצאות בתקופת ביצוע הפרסום ומקטינות את הרווח. לכן, למותג קוקה קולה אין זכר ברשימת הנכסים המדווחים במאזן החברה. במאזן לרבעון הראשון 2021, החברה מדווחת על מזומנים, לקוחות חייבים, השקעות, רכוש קבוע ועוד. הוצאות הפרסום מדווחות מדי שנה בדו"ח רווח והפסד ללא כל התייחסות למותג, מקטינות את הרווח וגם את הון החברה. כללי החשבונאות מאפשרים הכרה בנכס כאשר חברה משקיעה בהקמת בניין או ברכישת מכונה, אך מחייבים את החברה לדווח על הוצאה כאשר מדובר בהשקעות בפרסום לבניית או חיזוק מותג. הכלל תקף גם להשקעות במותג החזק בעולם בחברת קוקה קולה, בה מותגים הינם נכסים משמעותיים של החברה והשפעתם על תזרים המזומנים שלה כבדה ומהותית.

האיסור על הכרה במותג כנכס נובע בעיקר מאי הודאות הקיימת לגבי הקשר בין השקעות בפרסום לבין תזרים המזומנים העתידי. בפרט, בלתי אפשרי למדוד את הגידול במכירות הנובע באופן ישיר מהשקעה במסע פרסום. לכן, כללי החשבונאות מכירים בהוצאות הפרסום מיד ומדווחים על מכירות אם וכאשר הן

מתממשות. כלומר, כללי החשבונאות אוסרים על הכרה בנכס מותג הנוצר כתוצאה מהשקעות עצמיות של החברה בפרסום.

מצב זה מקשה מאוד על מנהלי שווק ופרסום להצדיק את תקציבי הפרסום. השקעות בפרסום תדמיתי לחיזוק המותג לטווח ארוך מקטינות באופן מידי את הרווח ואת ההון העצמי, בעוד תזרים המזומנים העתידי מהגדלת המכירות וגביית פרמיה לא באים לידי ביטוי בדוחות הכספיים. בפועל, הוצאות פרסום מקטינות בוודאות את רווחי החברה בשנה שהפרסום מתבצע, אך קיימת אי ודאות לגבי הקף הגידול במכירות ולגבי משך ההשפעה של מסע הפרסום על הקף המכירות (חודש? רבעון? שנה? יותר?). לכן קיים גם קושי משמעותי לבדוק אם התרומה של מסע הפרסום לרווח של החברה גדולה במידה מספקת כדי להצדיק כלכלית את הוצאות הפרסום.

האם גם משקיעים מתעלמים ממותגים? ברור שלא. ההון העצמי של קוקה קולה עמד בסוף רבעון ראשון 2021 על כ-22 מיליארד דולר, כאשר שווי השוק עומד (אחרי הירידות שגרם רונאלדו) על כ-234 מיליארד דולר. כלומר, שווי השוק גדול פי 10.6 מההון העצמי. במילים אחרות, המשקיעים מוכרים וקונים מניות של קוקה קולה לפי שווי חברה הגדול בכ-212 מיליארד דולר מערך הנכסים בניכוי ההתחייבויות שלה, המדווח כהון עצמי במאזן קוקה קולה. מאחר וקשה לראות נכס משמעותי אחר בחברת קוקה קולה, סביר כי המשקיעים מייחסים למותגי קוקה קולה שווי של 212 מיליארד דולר. חשוב לקבל פרופורציה - הדוחות הכספיים מדווחים נכסי החברה בעלי ערך שולי ביחס לנכס העיקרי החסר בדוחות - מותגי קוקה קולה. למרות שמדובר בחברה משקאות ותיקה ומוכרת ולא בחברת הי-טק, ההון העצמי מבטא חלק קטן של שווי החברה. מצב זה יוצר קונפליקט מובנה בין דווחים כספיים לבין החלטות על השקעות בפרסום, בפרט פרסום תדמיתי, ומקשה על מנהלי שיווק ופרסום השואפים לקבל החלטות לגבי הקף אופטימלי של השקעות בפרסום המייצרות ערך ומגדילות את שווי החברה.

נעשה תרגיל חישובי קצר לטובת מנהלי השיווק והפרסום הנאבקים להצדיק תקציבי פרסום. נתייחס להשקעות במוותג כאל פרויקט ונבדק את תשואת ההשקעה בפרסום מותגי קוקה קולה. למען הפשטות, נניח כי כוחו של המותג להשפיע על הלקוחות להגדיל את היקף הצריכה ולשלם פרמיה עבור פחית קולה ממותגת אדומה בהשוואה לפחית קולה של יצרנים אחרים נבנה באמצעות השקעות בפרסום בכל סוגי המדיה שבוצעו במהלך עשרים השנה האחרונות, מ-2001 עד 2020. במהלך שנים אלה, קוקה קולה הגדילה את השקעותיה בפרסום מכ-1.7 מיליארד דולר בשנה לכ-4.4 מיליארד דולר בשנה, עם ירידה קלה בהוצאות פרסום בשנת 2020 בשל משבר הקורונה. ככל שעודף שווי השוק של קוקה קולה מעל ההון העצמי בדוחות הכספיים מבטא את שווי המותגים (החסר בדוחות הכספיים), אזי ההשקעות בפרסום הגדילו את עודף שווי השוק של קוקה קולה מעל ההון העצמי מכ-105 מיליארד דולר בשנת 2001 לכ-212 מיליארד דולר בשנת 2020. נקבל כי התשואה הפינימית, IRR, של פרויקט ההשקעות בפרסום עומדת על כ-7%. תשואה פינימית של 7% לאורך עשרים שנה בחברת משקאות הינה מכובדת לכל הדעות בתקופה של ריביות נמוכות ואף גבוהה משעור העלייה השנתי הממוצע במחיר מניית החברה. לידיעת מנהלים ודירקטורים המאשרים תקציבי פרסום.

האם הקסם של וורן באפט חלף?

(דן וייס, פורסם 11.3.2021)

וורן באפט מציג תובנות במכתב השנתי למשקיעים - כיצד משפיעה בעלות על חברות ביטוח על השקעות ראליות? מי מרוויח מרכישה עצמית של מניות? האם כדאי להשקיע בחברות עם או בלי שליטה?

במהלך שנים רבות, משקיעים רבים מצפים למכתב השנתי של וורן באפט לבעלי המניות של חברת ההשקעות ברקשייר התאווי. באפט הינו בעל מניות ומונהל את ההשקעות בחברה ציבורית זו החל משנת 1965 ומאפשר לכל אחד לרכוש מניות בחברה ולהיות שותף שלו בהשקעותיו. החברה הינה חברת אחזקות מהגדולות בעולם, בעלת שווי שוק של כ-600 מיליארד דולרים. על פי המדווח במכתבו של באפט שפורסם לפני כשבוע, התשואה הממוצעת של השקעה במוניית החברה במהלך 55 השנים מאז שנת 1965 ועד 2020 הייתה כ-20%, כאשר התשואה הממוצעת של השקעה במדד S&P 500 הייתה באותה תקופה כ-10% - תשואה שנתית כפולה במהלך 55 שנה! כדי להמחיש את עצמת הפער - למי שהשקיע במוניית החברה 100 דולר בשנת 1965 יש כעת כ-2.8 מיליון דולר, לעומת כ-23 אלף דולר שהניבה השקעה של 100 דולר במדד S&P 500. אכן, באפט הוא גורו השקעות אמיתי. יש המכנים אותו קוסם.

פילוסופיית השקעות של וורן באפט מתמקדת בהשקעה בחברות המציגות רווחים ופוטנציאל צמיחה ארוך טווח. באפט בוחר חברות שמחלקות דיבידנד לבעלי המניות ומעדיף חברות הנוהגות לדווח לבעלי המניות באופן שקוף, כולל כיצד הן מתמודדות עם טעויותיהן. בפשטות, באפט הינו משקיע הממוקד ביצירת ערך. הוא משקיע במוניות של חברות עם נתונים בסיסיים חזקים, כגון כופל רווח נמוך (כלומר יחס נמוך של מחיר מנייה לרווח), שער צמיחה גבוה, ניהול תקין ויתרון תחרותי.

מה לימד אותנו באפט השנה?

מיליוני משקיעים יחד עם מנהלי השקעות מומחים מחכים מדי שנה בכיליון עיניים לתובנות במכתבו של באפט. השנה הציג באפט מספר תובנות שמשכו את תשומת לבי, בעקף בשל הרלבנטיות לנעשה בישראל. תובנה ראשונה, הוא הדגיש את החשיבות הגבוהה של השקעות בביטוח, שהיו מרכיב גבוה בתיק ההשקעות במהלך כל השנים. בפרט, באפט מציין כי חברות הביטוח בבעלותו מחזיקות הון בהיקף גבוה משמעותית מהמתחרים וגם מהנדרש על פי הרגולציה. תזרים המזומנים הנוצר בחברת ההשקעות על ידי עסקים ראליים מאפשר לחברות הביטוח לפעול תוך התמקדות בהון ולא בגיוס אג"ח. בכנות מרשימה, מדגיש באפט כי ברקשייר התאווי נהנית כעת מ-138 מיליארד דולר הנמצאים בחברות בביטוח. מדובר בכספים ששייכים לחברות הביטוח (כנגד תשלומים צפויים למבוטחים) ולא לחברת האחזקות ברקשייר התאווי, אך מנהלי החברה בכל זאת מנווטים את ההשקעות הללו, בין אם באג"ח, במניות או בשטרות אוצר אמריקנים. לתשומת ליבם של המתעניינים בהפרדה בין בעלות על השקעות פינוסיות לבעלות בהשקעות ראליות.

התובנה השנייה מתייחסת לרכישות עצמיות של מניות בשנת 2020. ברקשייר התאווי רכשה במהלך 2020 כ-5% ממניותיה תמורת יותר מ-24 מיליארד דולרים. באפט מסביר כי רכישת עצמית של מניות מגדילה את

חלקם של בעלי המניות שנשארו ברווחי החברות שמוניותיהן נמצאות בתיק ההשקעות של ברקשייר התאוו. לטענת באפט, רכישה עצמית של מניות בחברת השקעות ממקורות הוניים, להבדיל ממימון באמצעות חוב, מהווה הגדלת חלקו של בעל המניות הנשאר בתיק ההשקעות של החברה. בניגוד לחברות רבות בשוק ההון האמריקני שמימנו רכישת מניות עצמית באמצעות חוב, חשוב להדגיש כי הרכישות העצמיות כמעט ולא הגדילו את המינוף של החברה. הקף החוב של החברה נמוך ועומד על כ-20% מהמאזן בלבד. כלומר, באפט רואה יתרון ברכישת מניות עצמית לצורך הגדלת החשיפה לתיק ההשקעות הקיים של ברקשייר התאוו, שלדעתו עדיף על השקעה במניות של חברות אחרות.

התובנה השלישית מתייחסת להבדל בין ברקשייר התאוו לחברת השקעות "רגילה". בדרך כלל, חברות אחזקה נסחרות בדרך כלל בפרמיה שלילית, כלומר בשווי נמוך מסה"כ שווי אחזקותיהן. בניגוד למקובל, שווי השוק של ברקשייר התאוו גבוה בכ-30% מההון שלה ומשקף פרמיה חיובית. הפרמיה מבטאת את הערכת המשקיעים לשווי העודף הנובע מניהול השקעות על ידי וורן באפט. באפט מדגיש כי השקעות החברה בעתיד יכללו חברות שבהן היא שולטת (כגון ההשקעה בישקר) וגם השקעות בחברות ציבוריות שאינן מקנות שליטה. הוא מציין כי ישקיע את ההון בכל השקעה שתראה לו הגיונית בהתבסס על יתרון תחרותי, עמידות של החברה, אופי הניהול שלה ומחיר המניה. כלומר, באפט סבור כי איכות העסקים וניהול החברה חשובים יותר מהאבחנה אם יש בחברה קבוצת שליטה או החברה הינה ללא שליטה.

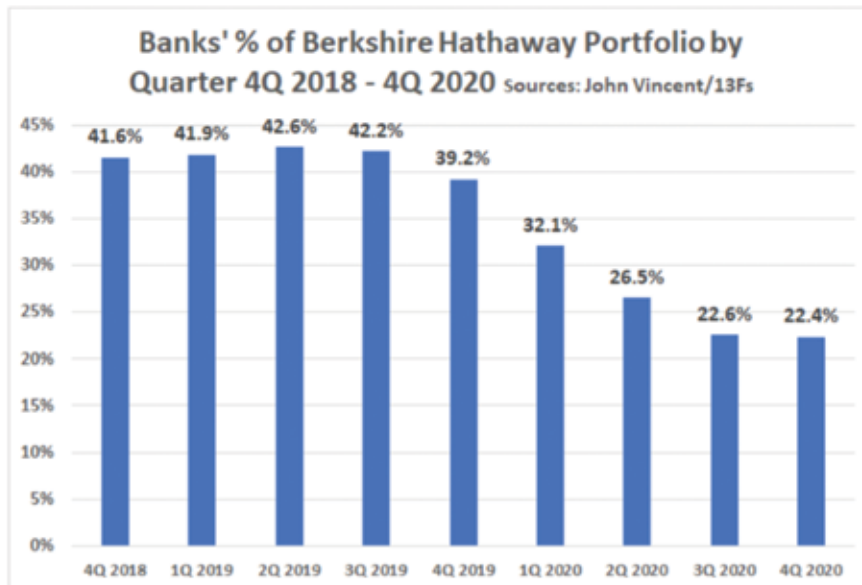
הקסם נעלם?

המכתבים שבאפט מפרסם כל שנה למשקיעים אכן מספקים תובנות מרתקות. אלא, שבשנים האחרונות חלה נסיגה ביכולתו של באפט להשיג תשואה על ההשקעות. חלק הארי בתשואה המדהימה שהשיגה מניית ברקשייר התאוו במהלך 55 השנה האחרונות הושג בעבר הרחוק. תשואת המנייה בחמש השנים האחרונות דומה לתשואת S&P 500, ללא יתרון.



מה קרה בשנה האחרונה? בשנת 2020 עלה שער מניית ברקשייר התאוו ב-2.4% בלבד, נמוך משמעותית מעליות S&P 500. אחת הסיבות לתשואה הנמוכה הינה מכירה מאסיבית של מניות בנקים במהלך שנת 2020. ברקשייר התאוו מכרה מניות בנקים במחירים נמוכים, למרות שלא היו סימנים מדאיגים בדוחות הכספיים שלהם. ממרץ 2020 עד ספטמבר 2020, כאשר מניות הבנקים צנחו, באפט מכר. במהלך 2020 ברקשייר מכרה כמעט את כל אחזקותיה במניות JPMorgan תוך כדי ירידות משמעותיות במחירי המנייה. כמו כן, במהלך שנת 2020 האיצה ברקשייר התאוו את מכירת מניות בנק וולס פארגו, אשר ירד משווי של כ-20 מיליארד דולר בשנת 2019 לכ-1.6 מיליארד דולר בדצמבר 2020. ממש fire sale. כתוצאה, כיום מניות בנקים מהוות רק 22% מהאחזקות החברה במניות, לעומת 42% בסוף שנת 2019. תקופה קצרה לאחר המכירות חזרו מחירי מניות הבנקים לרמות גבוהות. ברקשייר התאוו פספסה את עליית מחירי מניות

הבנקים בכ-50%-60% מעל המחירים שבהם מכרה את המניות לפני שישה עד תשעה חודשים. לא ברור מדוע גורו ההשקעות הגדול מכר במחירי שפל בשוק.



באפט טען בעבר פעמים רבות כי הוא משקיע בחברות שבהן יש דירקטוריון מעולה. באפט ציין כי השתמש בארבעה קריטריונים להערכת דירקטורים - הבנה עמוקה של האינטרסים של בעלי המניות, ידע עסקי, יכולת לקדם את החברה, וחסר תלות בהכנסותיהם מהחברה. דירקטורים חסרי תלות קשה למצוא. רבים מסתמכים על הכנסותיהם מחברות בדירקטוריון כמקור ההכנסה מהותי ואינם רוצים לשבש זאת על ידי אי הסכמה עם המונח"ל. לאור גילו המתקדם של באפט, שנולד בשנת 1930 וחגג בקיץ האחרון 90 שנה, חשוב שימצא דירקטורים מעולים לברקשייר התאוו. לא פשוט להמשיך את הקסם.

כשכחלון ירוויח יותר מבזוס: האם מנהל ראוי לשכרו? אפשר לשאול את השוק

(אלי אמיר, פורסם 27.5.2021)

שר האוצר לשעבר ירוויח 8 מיליון שקל בשנה כיו"ר יונט קרדיט, לעומת מייסד אמזון הפורש שקיבל במשך 20 שנה כ-1.6 מיליון דולר. מניית החברה, ששווייה פחות מ-200 מיליון דולר, ירדה אחרי פרסום עלות שכרו הגבוהה של כחלון, כך שהמינוי לא התקבל בברכה.

כלכלה ללא-כלכלנים: נדמיין שוק תחרותי. שוק בתחרות הוא שוק שבו המידע זמין לכולם, יש הרבה מתחרים, אף מתחרה לא יכול לקבוע את המחיר בשוק ועוד הנחות שלא כאן המקום לפרט. בשוק תחרותי, שכרו של כל עובד שווה לתפוקה השולית שלו. ברור שקיימים סייגים לתחרות וברור שחברות מסוימות פועלות בשוק יותר תחרותי מאשר אחרות, אך ניתן להשתמש במודל התחרות כנקודת מוצא לבדיקות אמפיריות. לכן, כאשר אדם מתמנה לתפקיד בכיר בחברה ציבורית, נצפה ששכרו ישקף את תרומתו השולית לחברה. לא סביר שחברה תשלם לאדם יותר מתרומתו השולית, ולא סביר שאדם בשוק תחרותי יסכים לעבוד בעסק המשלם לו פחות מתרומתו השולית, לכן בשיווי משקל השכר שווה לתרומה השולית. את הסוגיה הזאת ננסה לנתח באמצעים אמפיריים.

מימון ללא-מימוניים: תיאוריית השוק היעיל התפתחה בשנות ה-50 של המאה ה-20 ומהווה עד היום נדבך חשוב מאד בתורת ההשקעות. בהתאם לתיאוריית השוק היעיל (החצי-חזק), כל מידע ציבורי משתקף במחירי המניות בצורה מהירה ובלתי מוטה. נובע מכך ששווי מניה בכל נקודת זמן הוא הערך הנוכחי של תזרימי המזומנים הצפויים לחברה. לספקנים שבינינו, ברור שמידע פנימי לא ישתקף במחיר המניה עד אשר אותם אנשי פנים יסחרו על סמך המידע ואז הוא יהפוך למידע ציבורי. כבר למעלה מ-50 שנה שמחקרים אמפיריים מציגים עדויות ששוק ההון הוא יעיל במובן החצי חזק, למעט אנומליות מעניינות שאינן רלוונטיות לעניינינו כעת. אם שוק ההון הישראלי הוא אכן יעיל למדי, אזי המידע הציבורי על מינויו של אדם לתפקיד בכיר בחברה יבוא לידי ביטוי בצורה מהירה ובלתי מוטה במחיר המניה. כלומר, אם שכרו של הממונה גבוה מתרומתו השולית, נצפה ירידה במחיר המניה, אם שכרו נמוך מתרומתו השולית הצפויה, נצפה עליה במחיר המניה, ואם שכרו שווה לתרומתו השולית הצפויה לא נראה תזוזה במחיר המניה ביום בו ההודעה על המינוי והשכר פורסמה בציבור.

מניית יונט קרדיט בשנה האחרונה, בשקלים



Event Study methodology (ניתוח אירוע): ניתוח אירוע הוא שיטת מחקר מקובלת שבה בודקים את

תגובת השוק לפרסום פיסת מידע מסוימת. תחילה יש לקבוע את מועד האירוע. מספר בעיות: ראשית, יתכן שהמידע על המינוי זלג לשוק עוד קודם. שנית, יתכן שהמידע היה ברשות בעלי העניין ולא ברשות הציבור והם סחרו בו. לאחר שקבענו את מועד האירוע, עלינו להגדיר חלון זמן מסביב לאירוע. נהוג לקחת 3 ימי מסחר לפני ואחרי האירוע. כעת עלינו לאמוד את תגובת השוק למידע. לצורך כך עלינו לאמץ מודל לקביעת התשואה הצפויה על המניה ואז לאמוד את תשואת היתר או החסר (Residual return) מסביב לפרסום המידע. מודל מקובל הוא ה-CAPM אך יש מודלים מתוחכמים יותר. לפי מודל ה-CAPM, התשואה הצפויה על המניה שווה לריבית חסרת הסיכון ועוד ביטא כשהיא מוכפלת בפרמיית הסיכון. אך ניתן גם לפשט את העניין ולבדוק את התשואה על המניה ביחס למדד מקובל בשוק.

ג'ף בזוס: ביום 2.2.2021 הודיעה חברת Amazon כי המנכ"ל והיו"ר המייסד, ג'ף בזוס, יפרוש מתפקידו ויהפוך להיות דירקטור. יום קודם לכן פרסמה אמאזון את הרווח לתקופה המסתיימת ב-31.12.2020. הרווח היה גבוה מהתחזיות בצורה משמעותית. בשלושת הימים שלפני ההודעה על הפרישה עלתה המניה של אמאזון ב-4.4% בעוד ה-S&P500 עלה ב-1% בלבד. מכיוון שהביטא של אמאזון קרובה ל-1, מדובר בתשואה עודפת חיובית של 3.4%. בשלושת הימים שלאחר מכן, לאחר ההודעה על פרישתו של בזוס, ירדה המניה ב-0.8% בעוד ה-S&P500 עלה ב-1.6%, כלומר תשואה עודפת שלילית של 2.4%. במקרים רבים, פרסום רווח גבוה מלווה בעליית מחיר גם בימים שלאחר פרסום הרווח (תופעה המכונה Post-Earnings Announcement Drift), לכן, נראה לי שהשוק לא התלהב מפרישתו של בזוס והגיב באופן שלילי. אגב, עלות שכרו של בזוס היא כ-1.6 מיליון דולר, מהם כ-1.5 מיליון דולר הם הוצאות אבטחה, והשאר שכר רגיל שנשאר קבוע זה למעלה מ-20 שנה. שכר זה, כ-5 מיליון שח לשנה, נמוך משמעותית משכרו המוצע של משה כחלון בחברת יונט קרדיט, נושא בו נדון בהמשך.

משה כחלון: רבות נאמר על מינויו של משה כחלון, שר האוצר לשעבר, ליו"ר חברת יונט קרדיט שירותים פינונסיים בע"מ (Unet Credit). באתר החברה נאמר שמדובר "בחברה חוץ בנקאית ציבורית למתן אשראי צרכני ועסקי. החברה נסחרת בבורסה לניירות ערך בישראל ויש ברשותה רישיון מורחב למתן אשראי מאת רשות שוק ההון ביטוח וחיסכון בהתאם לחוק הפיקוח". בעיתונות הכלכלית נכתב רבות על שכרו של כחלון, הגבוה ביחס למצופה משר אוצר לשעבר, שתמך בחוק הגבלת שכר בכירים במערכת הבנקאית.

השכר: חוק הגבלת שכר בכירים מגביל את שכר הבכירים במערכת הבנקאית לסכום הגבוה עד פי 35 מהשכר של העובד בעל השכר הנמוך ביותר בארגון, ומלבד שהשכר הכולל, לרבות תגמול הוני, לא יעלה על 2.5 מיליון שח לשנה. העיתונות הכלכלית אף ניתחה לעומק את שכרו של שר האוצר לשעבר. הלה צפוי לקבל בכל שנה 1.35 מיליון שח כשכר בסיס, 864 אלפי שח כבונוס, וכן חבילת מניות השווה לכאורה 6.1 מיליון שח. אילו חברת יונט קרדיט הייתה כפופה לחוק שכר בכירים, כנראה שחבילת שכר זאת לא הייתה עומדת במגבלות החוק. אבל לא בחוק הגבלת שכר בכירים עסקינו. ברור שמדובר בחבילת שכר נאה ביחס ליו"ר חברה שדווחה על הפסדים וששוויה נמוך מ-200 מיליון שח.

מבחן התוצאה: ההודעה על שכרו של כחלון פורסמה ביום רביעי בלילה. בשלושת ימי המסחר שלאחר מכן, ירד מחיר מניית יונט קרדיט ב-3.2%. באותם ימים עלה מדד היתר ב-2.8%. כלומר מדובר בתשואה עודפת שלילית של 6%. אם נבחן את ששת ימי המסחר מסביב לפרסום התוצאה דומה. יש מספר סייגים לבדיקה. ראשית, מדובר בתצפית על חברה אחת. בדרך כלל בדיקה כזו מבוצעת על מדגם גדול הרבה יותר. שנית, מדובר בחברה קטנה בעלת סחירות נמוכה. יש ימים עם סחירות אפסית. שלישית, חלק ניכר ממניות מוחזקות על ידי בעלי עניין ולא בידי הציבור. מצד שני, פרסום רכיבי השכר הצפויים לא לווה במידע

אחר. לסיכום, התוצאה מרמזת שמינויו של כחלון גרם לירידה במחיר המניה. התוצאה תומכת בטענה ששכרו גבוה מהתפוקה השולית הצפויה שלו. ואולי זו הסיבה שבעלי מניות המיעוט מביעים התנגדות לשכר.

הזמנים קשים והרווחים מתכווצים: אז למה חברות מתעקשות לחלק דיבידנדים?

(אלי אמיר, פורסם 24.12.2020)

משבר הקורונה והצטמקות הרווחים גרמו לחברות רבות, הן בישראל והן בארה"ב, להקטין את הדיבידנדים ולשמור ת המזומנים בקופה. אבל יש לא מעט חברות שבחרו להגדיל את המינוף רק כדי לשמור על רצף הדיבידנד. לא בטוח שזו פעולה הגיונית.

מדיניות דיבידנד של חברות משתנה בין סקטורים, אופי החברות ושלב החברה בהתפתחותה. וכך, בעוד חברות רבות נוהגות שלא לחלק דיבידנדים כלל, חברות אחרות נוהגות לחלק דיבידנד יציב על פני זמן ואף להעלותו בצורה קבועה מדי שנה. הגורמים הבולטים ביותר שאחראיים על מדיניות הדיבידנד הם: הענף בו פועלת החברה, מידת ה"בגרות" של החברה וגודל החברה. בעוד חברות קטנות וצעירות יחסית נוהגות לחלק מעט דיבידנד או בכלל לא, עקב רצון לנתב את הכספים לצמיחה מואצת או אמונתן ביכולת לייצר תשואה גבוהה יותר למשקיעים מהרווחים מאשר חלוקתם, החברות הבוגרות (Mature) (גדולות וקטנות) נוהגות לחלק דיבידנד ומשתדלות לשמור אותו יציב על פני זמן ואם ניתן אף להעלותו מדי שנה בהתאם לקצב צמיחת הרווחים. הדוגמא הבולטת היא כמובן חברות מענף הטכנולוגיה, המאופיין בצורך לצמוח ולתפוס נתחי שוק בעולם דינמי מאוד, לעומת חברות בענפי הקמעונאות, המאופיינות בביקוש קשיח, שעולה לרוב ביחס לצמיחת התוצר במדינה (או בשיעור הגידול באוכלוסייה), ולכן מאופיינות בחלוקות דיבידנד נדיבות יותר. שוק המניות רגיש לשינויים במדיניות הדיבידנד ועלייה בדיבידנד (שאינה בעלת אופי חד פעמי) תיענה על פי רוב בתגובת שוק חיובית וירידה בדיבידנד תיענה בתגובת שוק שלילית.

משבר הקורונה גרם לחברות רבות, גם בישראל וגם בארה"ב, להקטין את הדיבידנד ולשמור את המזומנים בקופה. בישראל, במחצית הראשונה של שנת 2020, חל קיטון משמעותי במספר החברות המחלקות דיבידנד וכן ירידה של כ-40% בכמות הדיבידנד שחולקה. בארה"ב, כמות המזומנים שמחזיקות חברות אמריקניות בקופה חצתה את קו ה-2 טריליון דולר וקבעה שיא חדש. גם הפיקוח על הבנקים בישראל, בהשראת משבר הקורונה, התייחס לנושא הדיבידנד ופרסם במרץ 2020 חוזר לבנקים המבקש לבחון מחדש את מדיניות הדיבידנד. על רקע זה בלטה חברת פוקס זכתה לביקורת נוקבת על כך שהכריזה ביולי 2020 על דיבידנד בעוד החברה זכאית לקבל תמיכה מהמדינה עקב משבר הקורונה.

בשנות ה-50 וה-60 של המאה הקודמת הושמעה הטענה על ידי החוקרים זוכי פרס נובל מודליאני ומילר, שבעולם ללא "חיכוכים" (מסים, עלויות עסקה, עלויות פשיטת רגל ועוד), שווי החברה אינו מושפע ממבנה ההון שלה וממדיניות הדיבידנד שלה. השווי נגזר מיכולתה של החברה לייצר רווחים תפעוליים ולא מצורת המימון שלה (הון או חוב). חוקרים אחרים טענו שבעולם שבו יש מיסי חברות ומס הכנסה על המשקיעים, קיים מבנה הון אופטימלי המושפע, בין היתר, ממדיניות הדיבידנד של החברה. קיימים טיעונים נוספים התומכים בקיומו של מבנה הון ומדיניות דיבידנד אופטימלית כגון, עלויות פשיטת רגל, עלויות סוכן, והתפלגות לא סימטרית של מידע בשוק, המנסות להסביר את קיומו של מבנה אופטימלי של הון וחוב. מכיוון שחלוקת דיבידנד משפיעה ישירות על ההון, הרי שקיומו של מבנה הון אופטימלי גוזר גם מדיניות אופטימלית של דיבידנד.

מדידת הדיבידנד

כמות הדיבידנד אותה מחלקת החברה נמדדת, בדרך כלל, בעזרת שני יחסים פיננסיים: שיעור הדיבידנד מתוך הרווח (Dividends Payout Ratio) ותשואת הדיבידנד (Dividends Yield). שיעור הדיבידנד מתוך הרווח נמדד על ידי חלוקת הדיבידנד למניה ברווח למניה. תשואת הדיבידנד (Dividend yield), לעומת זאת, לוקחת בחשבון את מחיר המניה. תשואת הדיבידנד למעשה מחשבת את התשואה במזומן שקיבל בעל המניות במהלך השנה. יש לזכור ששיעור התשואה על המניה שווה לשיעור הגידול במחיר המניה ועוד תשואת הדיבידנד. לכן, שיעור תשואת הדיבידנד איננו לוקח בחשבון את שיעור הגידול במחיר המניה, שלעיתים קרובות, מהווה את החלק הארי של התשואה על המניה.

משבר הקורונה הבליט מספר מקרים מעניינים שבהם שיעור החלוקה היה גבוה מהרווח למניה. לדוגמא, חברת אקסון מוביל מעניקה כיום למשקיע תשואת דיבידנד של 8.5%, אך תשואה זו נובעת משיעור חלוקת דיבידנד של 150%. המשמעות היא שהחברה נאלצת להגדיל מינוף על מנת לעמוד במדיניות הדיבידנד הנוכחית.

הטבלה הבאה מסכמת את מדיניות הדיבידנד הממוצעת של חברות ה-S&P500 -- 500 החברות הציבוריות הגדולות בארה"ב. אנו רואים ששיעור חלוקת הדיבידנד מהרווח בשנים 2017-2019 הוא כ-36% בממוצע (כלומר, בממוצע, חברות הכלולות במדד S&P500 מחלקות 36% מרווחיהן כדיבידנד לבעלי המניות). עקב משבר הקורונה, חלה ירידה ברווחי החברות ומכאן עליה בשיעור חלוקת הדיבידנד מהרווח. תשואת הדיבידנד הממוצעת של חברות ה-S&P500 היא כ-2% לשנה (הנתון לשנת 2020 מתייחס לשלושת הרבעונים של שנת 2020 והוא צפוי להיות בסביבות ה-1.8%).

S&P500	30/9/2020	31/12/2019	31/12/2018	31/12/2017
Dividend Payout	כ-60%	36.22%	36.14%	39.30%
Dividend Yield	1.8%	1.83%	2.09%	1.84%

מה ניתן ללמוד משני יחסים פיננסיים אלה? שיעור חלוקת הדיבידנד מתוך הרווח (Dividend payout) מצביע על כמות הרווחים המושקעת חזרה בחברה. ככל שעולה שיעור חלוקת הדיבידנד מהרווח, כך החברה משקיעה פחות מרווחיה בעצמה. בנוסף, בעוד שיעור חלוקת הרווח עלה, תשואת הדיבידנד נשארה יציבה.

בונים על חוסר הבנה

מגזר מעניין שכדאי לשים עליו עין בתקופה הקרובה הוא חברות החיסונים לקורונה. נתמקד הפעם בחברת אסטרה-זנקה (AstraZeneca) הנמצאת בשלב סופי לאישור חיסון נגד קורונה. הטבלה הבאה מציגה נתונים מתוך הדוחות הכספיים של אסטרה-זנקה לשנים 2017, 2018 ו-2019 וכן לתשעת החודשים הראשונים של שנת 2020. הרווח השנתי הנקי הלך וירד משנת 2017 לשנת 2019 אך עלה חזרה בשנת 2020. הדיבידנד, לעומת זאת, נשאר קבוע יחסית ברמה ממוצעת של 3.5 מיליארדי דולרים. מבט אל מאזן החברה (לא מוצג בטבלה) מעיד על גידול ביתרת המזומנים הנובע, לפחות חלקית, ממכירה מסיבית של נכסים בלתי מוחשיים. כמו כן, בשנת 2019 גייסה החברה הון מניות בסך של כ-3.5 מיליארד דולר, ובמהלך שנת 2020 גייסה חוב בסך של כ-3 מיליארד דולר. דומה שאסטרה החליטה לשמור על דיבידנד קבוע בכל מחיר ללא קשר לרווחיות. אסטרה איננה החברה היחידה שעושה זאת. חברות נוספות שפועלות בדרך זו הן גם חברות

הנדל"ן הפועלות במבנה של חברות REIT, אשר חלק משמעותי מהעניין של המשקיעים בהן, הוא מדיניות הדיבידנד בחברה. במהלך 2020, רבות מהחברות בסקטור זה סבלו ירידה בתזרים המזומנים. הזהירות שבהן השעו את מדיניות הדיבידנד, אך מנגד חברות כגון Federal Reality, המגדילה את הדיבידנד שלה באופן קבוע כבר למעלה מ-50 שנה, הייתה מוכנה "להקריב" מיון על מנת לשמר את רצף הדיבידנד.

כל הסכומים במיליוני דולר ארה"ב למעט סכומים למניה				
	9 חודשים	לשנה שנסתיימה ביום		
		30/9/2020	31/12/2019	31/12/2018
Earnings	2,139	1,227	2,050	2,868
Earnings per share	1.66	1.03	1.70	2.37
Dividends	3,669	3,592	3,484	3,519
Dividends per share	2.85	3.02	2.89	2.91
Issue shares	11	3,525	34	43
Dividends payout	172%	293%	170%	123%
Dividend yield	5.3%	6.1%	7.6%	8.4%
Share Price	54.22	49.86	37.98	34.70

נחזור לאסטרטגיה-זנקה. עקב הירידה ברווח, שיעור הדיבידנד מתוך הרווח (Dividend Payout) נסק לרמות גבוהות מאד. תשואת הדיבידנד (Dividend yield), לעומת זאת, הלכה וירדה בהדרגה. זאת מכיוון שמחיר המניה הלך ועלה בעוד הדיבידנד למניה נשאר יחסית קבוע.

מה אנו למדים? חברה הרוצה להמשיך במדיניות דיבידנד קבועה, והזמנים קשים, תפצה על הירידה ברווח על ידי הנפקות מניות או לקיחת הלוואות. קשה להבין את ההיגיון במדיניות כזאת. הרי חלוקת דיבידנד והנפקת מניות הן פעולות הפוכות שאינן יוצרות ערך. להיפך, הן יוצרות עלויות עסקה, שלא לדבר על חבות המס על הדיבידנד. לקיחת הלוואה כדי לשלם דיבידנד היא עסקה המגדילה את הסיכון הפיננסי ואת תשלומי הריבית ללא כל תועלת בצד התפעולי. נראה לי שמדיניות של שמירה על דיבידנד קבוע בכל מחיר מבוססת על האמונה שהמשקיעים במניות לא בהכרח מבינים לעומק את משמעות הפעולה. אולי במקום לשמור על דיבידנד קבוע בכל מחיר היה פשוט יותר וזול יותר להשעות את חלוקת הדיבידנד ולהסביר לציבור המשקיעים את הסיבה? כמובן שיתכן שתגובת השוק להודעה כזאת תהיה שלילית, אך היא תהיה שלילית בכל מקרה אם השוק איננו צופה עליה ברווחיות, ולא בגלל הירידה בדיבידנד. משום מה החליטו באסטרטגיה-זנקה שחלוקת דיבידנד קבוע של 3.5 מיליארד דולר בכל שנה היא מדיניות אופטימלית גם במחיר עלויות עסקה והוצאות ריבית. הם כנראה לא סומכים יותר מידי על השוק וגם לא על מודיליאני ומילר.

חלק ב' מה מסתתר בדוחות של בנקים וחברות ביטוח?

הסקטור הפיננסי, הכולל בנקים וחברות ביטוח, הוא אחד המשמעותיים בישראל גם מבחינת גודלו וגם בהשפעתו על כלכלת ישראל. עם זאת, הסקטור הפיננסי, בעיקר ענף הבנקים, נחשב לריכוזי יתר על המידה, עקב המספר הקטן של בנקים בענף, דבר שיתכן וגורם לתחרות מעטה מידי. ענף הביטוח, לעומת זאת, נחשב לתחרותי יותר. בנוסף, לעיתים עולות טענות על ניצול לרעה של ריכוזיות היתר על ידי גביית תעריפים ועמלות גבוהים מידי. ריכוזיות יתר ותחרות מעטה מידי הן כנראה הסיבות המרכזיות שהביאו בשנת 2016 לחקיקת חוק שכר בכירים במערכת הפיננסית, המגביל את שכר ההנהלה באופן אבסולוטי וכן ביחס למקבל השכר הנמוך ביותר בארגון.

חלק זה כולל תשעה סיפורי מעשיות. שישה סיפורים על בנקים, שני סיפורים על ענף הביטוח וסיפור המביא תובנה ממשקיע מוסדי גדול - בלאקרוק. ארבעת הסיפורים הראשונים מספקים תובנות על מושגים חשבונאיים - רווח כולל, הכנסות, חובות מסופקים, ו"צנצנת עוגיות". שני סיפורים עוסקים בהשפעה של חוק שכר בכירים במערכת הבנקאית על הבנקים הגדולים בישראל. המסר העיקרי בסיפורים הוא שכאשר ענף פועל בסיכון נמוך, אין צורך לשלם למנהלים שכר גבוה מידי. שני הסיפורים על ענף הביטוח שופכים אור על חדשנות בתעשיית הביטוח בישראל והשפעתה על החברות בענף. הסיפור האחרון עוסק בדרישות לארי פינק, מנכ"ל בלאקרוק, מחברות הביטוח.

החצר האחורית של הדוחות: כך מטאטאים הפסדים אל מחוץ לשורת הרווח הנקי (אלי אמיר, פורסם 7.1.2021)

הרווח הכולל בדו"חות הכספיים משקלל כמה פרמטרים שמותרים מדו"ח הרווח והפסד הרגיל. החשבונאות מחייבת להציג פריטים אלה בדו"ח נפרד, אבל זה אומר שיש להתעלם. להיפך, הפריטים האלה בדרך כלל מהותיים ביותר - מה שבולט בדוחות הבנקים.

עד לאמצע שנות ה-80, דוח רווח והפסד של חברה הוצג בעמוד אחד. הדוח התחיל בשורת ההכנסות והסתיים בשורת הרווח הנקי. חברות שהיו להן חברות בנות, הציגו גם את חלק המיעוט ברווח הנקי וחברות, שמניותיהן נסחרו בבורסה, הציגו גם רווח למניה בסיסי ובדילול מלא. במהלך שנות ה-80 התפתחה בארה"ב קונספציה חשבונאית לפיה תוצאות פעולות מסוימות אינן צריכות להיכלל בדוח הרווח והפסד, אלא ישירות בהון העצמי. לדוגמא, חברה המשקיעה בניירות ערך סחירים שאין לה כוונה לסחור בהם, תסווג את אותה השקעה כהשקעה זמינה למכירה (Available for sale securities) ותציג את ההשקעה לפי שווי הוגן במאזן. אבל, הרווחים/הפסדים משינויים בשווי השוק (שטרם מומשו) ייכללו ישירות בהון העצמי ולא בדוח הרווח והפסד. הרציונל היה שאם החברה איננה מתכוונת לסחור בניירות ערך אלה, הרי ששינויים בשווי השוק של ההשקעה אינם רלוונטיים למדידת הביצועים של החברה באמצעות דוח הרווח והפסד.

בשנת 1997, פרסם המוסד האמריקני לתקני חשבונאות פיננסית (The Financial Accounting Standards Board) את תקן חשבונאות אמריקני מספר 130 (כיום ASC 220) בדבר רווח כולל. בהתאם לתקן, חברה אמורה להציג דוח על הרווח הכולל, בצמוד לדוח הרווח והפסד הרגיל. תקני החשבונאות הבינלאומיים מציינים דרישות דומות אם כי הטרמינולוגיה מעט שונה. בכך נוסף לדוחות הכספיים דוח נוסף - דוח על הרווח הכולל. למעשה יש לנו כיום שני דוחות רווח והפסד: דוח הרווח והפסד המסורתי ודוח נוסף, הדומה במהותו לדוח רווח והפסד, והכולל פריטי הכנסות והוצאות אשר חלקם ימוחזר בעתיד לדוח רווח והפסד המסורתי.

הפריטים המופיעים בדוח על הרווח הכולל כפריטי רווח כולל אחר (Other Comprehensive Income) כוללים, למשל, את התנועות הבאות: רווחים והפסדים אקטואריים בגין תכניות הטבה לעובדים, רווחים והפסדים הנובעים מהפרשי תרגום של דוחות כספיים של פעילויות חוץ, רווחים והפסדים של מדידת נכסים פיננסיים זמינים למכירה (תקינה אמריקנית בלבד), החלק האפקטיבי של רווחים והפסדים הנובעים מעסקאות גידור תזרימי מזומנים (Cash Flow Hedges), ושינויים בקרן שערך נכסים לא כספיים (רק בדוחות לפי כללי החשבונאות הבינלאומיים).

רווח נקי או רווח כולל

מעניין לעניין באותו עניין. לחברה אפשרות להשפיע על הרווח המדווח בשתי צורות עיקריות. הראשונה היא לשנות אומדנים חשבונאיים, לדוגמא, לשנות את שיעור ההיוון בתוכנית הטבה לאחר סיום העסקה (הטבות

עובדים). צורה זו של ניהול רווחים מכונה *Accrual earnings management*. הצורה השנייה היא באמצעות עסקאות ריאליות, לדוגמא מכירת נכס קבוע והכרה ברווח הון (*Real earnings management*). נחזור לנושא הרווח הכולל. שינוי באומדנים בתוכנית הטבה לאחר סיום העסקה תשפיע בעיקר על הרווח הכולל, אך הרבה פחות על הרווח הנקי מפעולות נמשכות. חברה הפועלת באמצעות חברת בת זרה תכלול את הפרשי התרגום בגין שינויים בשערי חליפין של מטבע חוץ במסגרת הרווח הכולל ולא במסגרת הרווח הנקי. כמו כן, שינויים בשווי נגזרים פיננסיים יכללו בדוח רווח והפסד, אך רכישת אותם נגזרים במסגרת עסקאות הגנה על תזרים מזומנים תגרור להשפעה שתיכלל תחת רווחים והפסדים בדוח על הרווח הכולל.

פריטי הרווח הכולל משמעותיים במיוחד בדוחות הכספיים של בנקים. נדגים באמצעות הדוחות הכספיים של **בנק לאומי ובנק דיסקונט** לשנת 2019 הערוכים בהתאם להוראות הפיקוח על הבנקים, המבוססות בעיקר על התקינה האמריקנית. הטבלה הבאה מציגה את הרווח הנקי לפי דוח רווח והפסד, רווח כולל, הון עצמי ורווח כולל מצטבר, המהווה חלק מההון העצמי (הסכומים כוללים את זכויות המיעוט)

		בנק לאומי			בנק דיסקונט			
		לשנה שנסתיימה ב-31 בדצמבר			לשנה שנסתיימה ב-31 בדצמבר			סכומים במיליוני ש"ח
		2017	2018	2019	2017	2018	2019	
1	רווח נקי	1,319	1,549	1,759	3,201	3,322	3,560	
2	רווח (הפסד) כולל אחר	(322)	156	76	(735)	893	(1,349)	
3	רווח כולל	997	1,705	1,835	2,466	4,215	2,211	
4	הון עצמי	16,068	17,669	19,193	33,553	36,161	35,874	
5	מרכיב הפסד כולל מצטבר בהון העצמי	(717)	(561)	(481)	(3,051)	(2,132)	(3,495)	

הדוחות הכספיים של הבנקים מציגים את הרכב הרווח הכולל, כנדרש בהתאם לתקינה האמריקנית. קיימים מספר פריטי רווח כולל שהמהותיים ביניהם הם רווחים והפסדים אקטואריים של תכניות הטבה לעובדים, וכן רווח או הפסד על השקעות בניירות ערך זמינים למכירה. להלן הפירוט מתוך הדוחות הכספיים של בנק לאומי (נדגיש שדיווח דומה קיים גם בבנקים האחרים).

יציבות מדומה

אז מהו הרווח ה"נכון" של הבנק? האם זה הרווח הנקי בדוח הרווח והפסד המסורתי (שורה מספר 1 בטבלה לעיל), או הרווח הכולל (שורה מספר 3 בטבלה לעיל)? שאלה נוספת נוגעת להון העצמי. מהו סכום ההון העצמי ה"נכון"? זה הכולל את מרכיב הרווח הכולל במצטבר (שורה 4 בטבלה לעיל), או זה שאינו כולל אותו (שורה 4 פחות שורה 5 בטבלה לעיל)? ניתן להדגים את הבעיה באמצעות חישוב יחס פיננסי ידוע ומקובל - שיעור התשואה על ההון. לצורך פשטות, נגדיר את היחס כ-רווח לתקופה חלקי ההון העצמי לסוף התקופה. הטבלה הבאה מציגה מספר חלופות לחישוב שיעור התשואה על ההון של בנק לאומי.

החלופה הראשונה מחשבת את הרווח הנקי כאחוז מההון העצמי (הכולל), תוך התעלמות מהרווח הכולל. זוהי הדרך הנפוצה ביותר. שימו לב ליציבות היחסית בשיעור התשואה על פני זמן. החלופה השנייה מחשבת את הרווח הכולל כאחוז מההון העצמי (הכולל). כאן התמונה שונה: חוסר יציבות בשיעור התשואה על ההון (עליה וירידה משמעותית). החלופה השלישית עושה טעות כפולה - מתעלמים מהרווח הכולל גם בדוח רווח

והפסד וגם במאזן. חלופה זו מציגה כאן שיעור תשואה נמוך יותר כי מרכיב הרווח הכולל במצטבר הוא שלילי ומשמעות נטרולו הוא הוספתו להון העצמי.

לשנה שנסתיימה ביום 31 בדצמבר			בנק לאומי
2017	2018	2019	סכומים במיליוני ש"ח
262	(634)	1,468	התאמות בגין ניירות ערך זמינים למכירה
(39)	27	(65)	התאמות מתרגום דוחות כספיים
--	--	(3)	הפסדים נטו בגין גידור תזרים מזומנים
(1,177)	1,796	(3,317)	התאמות של התחייבות בגין הטבות לעובדים
(13)	34	(5)	חלק הבנק ברווח כולל של חברות כלולות
(967)	1,223	(1,922)	סך הכל
232	(330)	573	השפעת המס המתייחס
(735)	893	(1,349)	רווח (הפסד) כולל אחר לתקופה

לשנה שנסתיימה ביום 31 בדצמבר			בנק לאומי
2017	2018	2019	סכומים במיליוני ש"ח
9.5%	9.2%	9.9%	רווח נקי חלקי ההון העצמי (שורה "1" חלקי שורה "4")
7.3%	11.6%	6.2%	רווח כולל חלקי הון עצמי (שורה "3" חלקי שורה "4")
8.7%	8.7%	9.0%	רווח נקי חלקי הון עצמי מנוטרל רווח כולל (שורה "1" חלקי [שורה "4" פחות שורה "5"])

רווח מנהל

אז מהי התשובה? לדעתי רווח כולל הוא חלק בלתי נפרד מדוח רווח והפסד ויש לקחת אותו בחשבון בחישוב יחסים פיננסיים. שנית, לא ניתן להתעלם מפריטי רווח כולל אחר בדוח רווח והפסד אך לקחת אותם בחשבון בהון העצמי. זהו חוסר עקביות. נקודה נוספת נוגעת להתפלגות הרווח הכולל על פני זמן. הרציונל החשבונאי מאחורי הפרדת הרווח הכולל מהרווח הנקי הוא בכך שמדובר בפריטים המושפעים מתנודות השוק. לדוגמא, שווי השוק של השקעות בניירות ערך, כמו גם שווי הנכסים בקופת הפנסיה, מושפעים מתנודות בשוקי ניירות הערך. הפרשי תרגום מטבע זר מושפעים מתנודות בשערי חליפין, ועסקאות הגנה גם הם מושפעים ממחירי נגזרים פיננסיים. היינו מצפים מתנודות אלה לעלות ולרדת לסירוגין. אך מניסיוני, הסיכוי שרווח כולל אחר יהיה שלילי (הפסד) גבוה מהסיכוי שיהיה חיובי. ניתן לראות זאת ברווח הכולל המצטבר של בנק לאומי ובנק דיסקונט - בשלושת השנים המוצגות, קיימת יתרה מצטברת שלילית. אם הרווח הכולל במצטבר הוא שלילי, סימן שהרווח בדוח הרווח והפסד המסורתי מוטה כלפי מעלה.

השאלה הגדולה היא האם יש כאן ניהול רווחים או שהיתרה השלילית ברווח הכולל היא מקרית לחלוטין? לדוגמא, נניח שיש ירידה בשיעור הריבית במשק. הדבר יגדיל מהותית על ההתחייבות להטבות לעובדים במאזן כאשר ההפסד מעליית ההתחייבות יכלל בדוח על הרווח הכולל ולא בדוח רווח והפסד. כלומר, שיקול דעת ההנהלה בקביעת אומדנים, כגון שיעור ההיוון בתוכניות הפנסיה, שיעור עליית השכר הצפוי, וסיווג השקעות כזמינות למכירה יבואו לידי ביטוי במיוחד ברווח הכולל.

מנתח פיננסי המעוניין לחשב יחסים פיננסיים תוך נטרול השפעת ההנהלה, ישתמש ברווח הכולל ולא יגביל עצמו לרווח בדוח הרווח והפסד המסורתי. פריטי הרווח הכולל הם רווחים והפסדים לכל דבר ועיקר. העובדה שהתקינה החשבונאית מתירה להציג פריטים אלה בדוח נפרד איננה אומרת שיש להתעלם מהם. להיפך, פריטים אלה הם בדרך כלל מהותיים ביותר ומומלץ לקחת אותם בחשבון.

הקורונה הכתה בכל המשק – אז איך זה שהכנסות הבנקים לא נפגעו?

(אלי אמיר, פורסם 21.1.2021)

שלושת הבנקים הגדולים - פועלים, לאומי ודיסקונט - רשמו ירידה מתונה בהכנסות בינואר-ספטמבר 2020. עם זאת, המשבר אילץ אותם לבצע הפרשות משמעותיות להפסדי אשראי, שמתבססות על אומדן כללי להפסדים צפויים. נקווה שבהמשך השנה נגלה שההוצאות האלה היו גבוהות מידי.

בנק מסחרי הוא מתווך פיננסי המגייס פיקדונות מציבור המפקידים ונותן הלוואות ליחידים וחברות. הנכס המשמעותי ביותר במאזן הבנק המסחרי הוא הלוואות ליחידים, עסקים ומוסדות, ואילו ההתחייבות המשמעותית ביותר במאזן הבנק היא פיקדונות מציבור הלקוחות. בנוסף, כדי לשמור על זיליות, בנקים מסחריים, בדרך כלל, מנהלים תיק השקעות מגוון בניירות ערך סחירים. הבנקים גם מספקים ללקוחות שירותים בנקאיים מגוונים, הכוללים למשל המרת מט"ח, העברות לחשבונות בחו"ל, תשלום חשבונות ועוד.

לפיכך, בנקים מסחריים מפיקים הכנסות משלוש מקורות עיקריים החשופים לסיכונים שונים. המקור הראשון הוא הכנסות מריבית נטו (הכנסות ריבית פחות הוצאות ריבית) ממתן אשראי ללקוחות. הכנסות הריבית ממתן אשראי שוות לאשראי (הלוואות) כפול שיעור הריבית על הלוואה ואילו הוצאות הריבית שוות לפיקדונות כפול שיעור הריבית שהבנק משלם על אותם פיקדונות. הכנסות ממתן אשראי חשופות לסיכוני אשראי, כלומר להסתברות שהלווה לא ישלם את חובו. נטפל בסוגיה זו בהמשך.

הכנסות נטו ממתן אשראי תלויות גם במרווח הריבית (Spread) כלומר בהפרש בין שיעור הריבית שהבנק גובה על הלוואות לבין שיעור הריבית המשולם על פיקדונות. בהקשר זה חשוב לציין את ההשפעה שיש למבנה העיתי של שערי הריבית (yield curve) על פעילות הבנק. בדרך כלל, ככל שהלוואה (או פיקדון) היא לזמן ארוך יותר, שיעור הריבית צפוי להיות גבוה יותר (Up sloping yield curve). מבנה כזה נותן תמריץ לבנק לתת הלוואות לזמן ארוך ולגייס פיקדונות לזמן קצר, דבר המגדיל את מרווח הריבית אך גם את סיכון הנזילות של הבנק. לכן, הוראות הפיקוח על הבנקים כוללות דרישות ומגבלות המבטיחות קיום נזילות משמעותית.

מקור ההכנסה השני הוא רווחים או הפסדים מניירות ערך, כלומר הכנסות מימון שאינם ריבית. הבנק מנהל תיק השקעות בניירות ערך (לרבות נגזרים פיננסיים) הנושא תשואה. תיק ההשקעות חשוף לסיכוני שוק בהתאם לסיכון התיק, אך מכיוון שחלק ניכר מתיק ההשקעות מושקע באגרות חוב קונצרניות, הרי שהתיק חשוף גם לסיכוני אשראי (ההסתברות שמנפיק אגרות החוב לא יפרע אותם במועד).

כאמור, חלק ניכר מתיק ההשקעות מורכב מאגרות חוב המסווגות, בהתאם לכללי חשבונאות מקובלים, כמחוזקות למסחר או זמינות למכירה. סיווג אגרות חוב כזמינות למכירה מחייב את הבנק להכיר ברווחים והפסדים משניוניים בשווי השוק של אגרות החוב ישירות בהון העצמי כחלק מהרווח הכולל. אך עם זאת, מאפשר לבנק לממש השקעות רווחיות ו"למחזר" (recycle) את הרווחים לדוח הרווח והפסד אם רצונו בכך.

נובע מכך, שירידה ברווח מריבית נטו (מקור ההכנסות הראשון) יכול להיות מפוצה על ידי רווח שאינו מריבית (ממקור ההכנסות השני).

המקור השלישי הוא הכנסות מעמלות ממתן שירותים. הכנסות מעמלות חשופות פחות לסיכוני שוק או לסיכוני אשראי. שירותים רבים ניתנים ללקוחות ללא קשר למצב השוק ולכן ירידה בהיקף ההלוואות שנותן הבנק או ירידה בשווי השוק של תיק ניירות הערך שהבנק מנהל ישפיעו פחות על ההכנסות מעמלות. כלומר, מרכיב זה פחות מסוכן מנקודת הראות של הבנק מכיוון שהוא כולל מרכיב קבוע.

הנתון האחרון שיש להתייחס אליו הוא ההוצאה בגין הפסדי אשראי (Provision for loan losses). בענף הבנקאות, סעיף הוצאות הפסדי אשראי גבוה ביחס להכנסות נטו מריבית ויכול להגיע לעשרות אחוזים. הוצאה זו רגישה מאד לתנאים הכלכליים והיא צפויה לגדול בעת תקופות מיתון ולקטון בעת תקופות של צמיחה כלכלית.

מאמר זה מתמקד אך ורק בשורת ההכנסות, נטו, לאחר הפסדי אשראי. כמובן שבדוח הרווח והפסד של הבנקים מופיעים סעיפים נוספים כגון שכר ונלוות, הוצאות הנהלה וכלליות, הוצאות פחת והוצאות מסים. אך את הטיפול בסעיפים אלה נדחה למאמר אחר.

יציבות מרשימה בהכנסות הבנקים

נבחן מספר נתונים מתוך דו"חות הרווח והפסד של שלושת הבנקים הגדולים, פועלים, לאומי ודיסקונט, לשלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2020 וכן מספרי ההשוואה לשלושת הרבעונים של שנת 2019. בנוסף, הנתונים מוצגים כאחוז מתוך הכנסות הריבית. כלומר, כל סעיף מחולק בהכנסות הריבית כדי ליצור תמונה יחסית בת השוואה בין הבנקים. להלן מספר ממצאים מעניינים:

- 1. הכנסות ריבית:** ביחס לשלושת הרבעונים של שנת 2019, בשנת 2020 חלה ירידה של כ-15% בהכנסות הריבית של שלושת הבנקים. אומנם ריבית הפריים ירדה במהלך שנת 2020 בכ-9%, אך ברור מהנתונים שחלה האטה בפעילות הבנקאית, דבר שהביא לקיטון משמעותי בהכנסות מריבית.
- 2. הוצאות ריבית:** בתגובה לירידה בהכנסות הריבית, חלה ירידה משמעותית גם בהוצאות הריבית. המעניין הוא ששיעור הירידה בהוצאות הריבית היה גבוה באופן משמעותי מזה של הכנסות הריבית. כתוצאה מכך, שיעור הירידה בהכנסות ריבית נטו היה מתון ביותר - רק 4% באופן מצרפי בשלושת הבנקים.
- 3. הכנסות מימון:** באופן מצרפי לשלושת הבנקים, חלה עליה מסוימת בהכנסות מימון שלא מריבית. אך בעוד הפועלים ודיסקונט הציגו עליה בהכנסות אלה, לאומי הציג ירידה משמעותית בת כ-60% בסעיף זה.
- 4. הכנסות מימון:** באופן מצרפי כמעט שלא חל שינוי בהכנסות הבנקים מעמלות (ירידה של פחות מ-2%). אך משקל ההכנסות כאחוז מתוך הכנסות הריבית עלה. כפי שכבר אמרנו, לעמלות אלה מרכיב קבוע שאינו מושפע מתנודות כלכליות.
- 5. סך ההכנסות:** בחינה של סך ההכנסות מראה על יציבות מרשימה בשנת 2020 ביחס לשלושת הרבעונים של שנת 2019, בעיקר שמדובר בתקופה של האטה כלכלית. בבנק הפועלים חלה עליה של 0.4% מ-9,801 מיליון שח ל-9,839 מיליון שח. גם בבנק דיסקונט חלה עליה בסך ההכנסות של 4%. בבנק לאומי, לעומת זאת, חלה ירידה של כ-11% בסך ההכנסות. באופן מצרפי, סך ההכנסות ירד ב-3%.

מזרפי		בנק דיסקונט				בנק לאומי				בנק הפועלים				כל הסכומים במיליוני ש"ח
רבעונים 1-3 2019		רבעונים 1-3 2019		רבעונים 1-3 2020		רבעונים 1-3 2019		רבעונים 1-3 2020		רבעונים 1-3 2019		רבעונים 1-3 2020		
%	ש"ח	%	ש"ח	%	ש"ח	%	ש"ח	%	ש"ח	%	ש"ח	%	ש"ח	
100.0	23,616	100.0	5,707	100.0	5,263	100.0	8,761	100.0	7,673	100.0	9,148	100.0	7,681	
(23.3)	(5,498)	(22.7)	(1,293)	(16.5)	(869)	(23.8)	(2,083)	(15.2)	(1,167)	(23.2)	(2,122)	(14.6)	(1,122)	
76.7	18,118	77.3	4,414	83.5	4,394	76.2	6,678	84.8	6,506	76.8	7,026	85.4	6,559	
9.4	2,213	10.5	597	18.9	994	14.9	1,303	6.3	487	3.4	313	10.9	834	
29.8	7,034	38.6	2,204	39.7	2,087	27.7	2,426	32.0	2,457	26.3	2,404	30.8	2,364	
1.0	229	0.3	19	0.3	15	1.7	152	0.5	36	0.6	58	1.1	82	
116.8	27,594	126.8	7,234	142.3	7,490	120.5	10,559	123.6	9,486	107.1	9,801	128.1	9,839	
(5.4)	(1,280)	(7.5)	(429)	(28.8)	(1,518)	(5.1)	(451)	(29.7)	(2,282)	(4.4)	(400)	(27.7)	(2,130)	
111.4	26,314	119.2	6,805	113.5	5,972	115.4	10,108	93.9	7,204	102.8	9,401	100.4	7,709	

הכנסות ריבית, הכנסות מעמלות, הכנסות אחרות, הכנסות מימון שלא מריבית, הכנסות מנכסות אחרות, סך כל ההכנסות, הוצאות הפסדי אשראי, הכנסות נטו

ההוצאות להפסדי אשראי זינקו פי 5

האם לקורונה הייתה השפעה כה מעטה על רווחיות הבנקים? האם הדיווחים על עליה בפשיטות רגל של עסקים, סגירת עסקים, ירידה דרסטית בפעילות ענפי הבידור, ההסעדה, התעופה והתיירות, לא חלחלה לדוח הרווח והפסד של הבנקים?

מה אומר השוק? בתחילת ינואר 2020, היה מדד תל אביב בנקים-5 (מדד מצרפי של חמשת הבנקים הגדולים) בגובה של 2,595.80 נקודות. בחודש אוקטובר 2020, היה המדד 1,614.86 נקודות, ירידה של כ-60%. מאז טיפס המדד ובתחילת ינואר 2021 הוא בגובה של 2,094.82 נקודות. כלומר בשנה אחת איבד המדד 24% מערכו.

נחזור לדוחות הרווח והפסד של הבנקים. ההשפעה השלילית העיקרית על רווחיות הבנקים הייתה בסעיף הוצאות הפסדי אשראי. סעיף זה גדל בבנק הפועלים פי 5.3, בבנק לאומי פי 5.1 ובבנק דיסקונט פי 3.5. באופן מצרפי לשלושת הבנקים, ההוצאה להפסדי אשראי גדלה מ-1.3 מיליארד ש"ח בשלושת הרבעונים של 2019 לסכום של 5.9 מיליארד ש"ח בשלושת הרבעונים הראשונים של 2020. באחוזים, בשנת 2019 הוצאות הפסדי אשראי היו כ-6% מסך ההכנסות מריבית וצמחו בשנת 2020 לשיעור גבוה של כ-29% מסך הכנסות הריבית. הנקודה המעניינת היא שקרוב ל-90% מההוצאה להפסדי אשראי מתבססת על אומדן כללי ולא על אומדן פרטני של לווה בודד. נקווה שבשנת 2021 יתברר שההוצאה להפסדי אשראי של שנת 2020 הייתה גבוהה מידי.

לסיכום, מבט על דוחות הרווח והפסד, וזאת מבלי להיכנס לפרטי הביאורים וניתוחים מתוחכמים, מראה סיפור עצוב: משבר הקורונה גרם להאטה מסוימת בפעילות הבנקאית ולעליה משמעותית בשיעור הפסדי האשראי וזאת בסביבת ריבית נמוכה ביותר.

הגידול בהוצאות הפסדי אשראי בבנקים: השפעת הקורונה או צנצנת עוגיות?

(אלי אמיר, פורסם 22.4.2021)

לעיתים כשהמצב הכלכלי רע ומצפים לרווחים נמוכים, חברה יוצרת זרבות על ידי הפרשות מוגברות להפסדים. יתכן שהגידול בהוצאות להפסדי אשראי ב- 2020 נגרם בהשפעת הקורונה אך יתכן גם שהבנקים, בעידוד הרגולטור, יוצרים לעצמם זרבה לרווחים בעתיד. את זה נדע עם פרסום הדוחות הרבעוניים בשנת 2021.

ניהול רווחים במסגרת מגבלות כללי החשבונאות היא פרקטיקה נפוצה. נהוג להבחין בין ניהול רווחים ריאלי (Real earnings management) לבין ניהול רווחים על ידי טיפול בצבירות חשבונאיות (Accrual earnings management). דוגמא לניהול רווחים ריאלי הוא מכירת נכס קבוע או פיננסי והכרה ברווח שמומש. ניהול רווחים באמצעות הצבירות החשבונאיות נפוץ יותר וקל יותר כי הרי צבירות חשבונאיות תלויות באומדנים חשבונאיים. שיטה נפוצה לניהול רווחים באמצעות הצבירות היא שיטת צנצנת העוגיות (Cookie Jar). בשיטה זו החברה יוצרת באמצעות הכרה בהפסדים מוגזמים זרבה של רווחים הניתנת לניצול בעתיד במקרה שהחברה איננה עומדת בתחזיות הרווח. או אז שולח המנהל את ידו לצנצנת העוגיות ושולף משם רווח כדי לשפר את ה"בוטום ליינ". לדוגמא, בשנה בה הרווחים גבוהים יחסית, החברה יוצרת הפרשה לירידת ערך מוגזמת, ובשנה העוקבת כאשר הרווחים נמוכים יחסית, מקטינה את ההפרשה לירידת ערך. לעיתים, כאשר המצב הכלכלי רע והכל מצפים לרווחים נמוכים, דווקא אז החברה יוצרת צנצנת עוגיות על ידי הפרשות להפסדים, כי הרי צפויה ירידה ברווחיות ממילא. התנהגות זו של הכרה בהפסד דווקא בשנה גרועה מכונה Big bath.

כבר במהלך הרבעון השני של 2020, היה ברור שהרווחיות בענפים מסוימים תרד עקב משבר הקורונה. אחד מהענפים שצפוי שיפגעו היה ענף הבנקאות. בינואר 2020, עמד מדד תל אביב בנקים על 2,628 נקודות. בספטמבר 2020, המדד עמד על 1,641 נקודות, ירידה של 38%. רבים דיברו על ירידה חדה ברווחיות הבנקים עקב חוסר היכולת של לווים לעמוד בהתחייבויות. מאז המדד טיפס וכיום הוא עומד על 2,364, 10% נמוך משיאו. צפוי היה שהתוצאות הכספיות של הבנקים לשנת 2020 ישקפו את הירידה ברווחיות.

ואכן כך היה. לאומי ודיסקונט הציגו ירידה חדה ברווח הנקי ובתשואה על ההון בשנת 2020 ביחס לשנת 2019. גם מזרחי והבינלאומי הציגו ירידה ברווחיות ובתשואה על ההון, אך בצורה מתונה יותר. בנק הפועלים, לעומת זאת, הציג עליה ברווחיות. אך אם ננטרל את ההפרשות לקנסות ושירותים מקצועיים, שנבעו מחקירת הבנק בארה"ב (השפעה של כ-900 מיליון ש"ח על הרווח הנקי בשנת 2019), גם הפועלים היה מציג ירידה ברווחיות בשנת 2020 ביחס לשנת 2019. לגבי תשואה על ההון, יש לציין שלבנקים עודפי הון הנובעים מאי חלוקת דיבידנד, דבר המקטין את התשואה על ההון.

בינלאומי		מזרחי		דיסקונט		פועלים		לאומי		סכומים במיליוני ש"ח
2019	2020	2019	2020	2019	2020	2019	2020	2019	2020	
903	788	1,925	1,701	1,759	1,007	1,782	2,043	3,560	2,122	רווח נקי
10.1%	8.3%	11.5%	8.7%	9.2%	5.1%	4.7%	5.1%	9.9%	5.6%	תשואה על ההון (%)
930	1,277	1,693	2,433	2,524	3,761	4,707	6,145	3,328	5,290	הפרשה להפסדי אשראי
1.05%	1.38%	0.82%	0.98%	1.38%	1.95%	1.58%	2.00%	1.16%	1.76%	אחוז מתיק האשראי

בהשוואה לבנקים גדולים באירופה ובאר"ב, רווחיות הבנקים בישראל נפגעה בצורה מתונה יותר. הסיבה העיקרית לירידה ברווח בבנקים היא הגידול בהפרשה להפרשי אשראי. הגידול השתקף לא רק באופן אבסולוטי אלא גם כעליה באחוז ההפרשה מתיק האשראי לציבור. לדוגמא, בבנק לאומי, ההפרשה להפסדי אשראי בסוף 2020 עומדת על 1.76% מתיק האשראי, בעוד לסוף 2019, ההפרשה היא רק 1.16% מתיק האשראי. אילו ההפרשה להפסדי אשראי בבנק לאומי הייתה נשמרת ברמה של 1.16% מתיק האשראי לציבור (300.6 מיליארד ש"ח), הרווח הנקי של הבנק היה גדל בכ-1.4 מיליארד ש"ח והיה מגיע כמעט לרמתו של הרווח בשנת 2019 (בהנחה של 23% מס חברות). כך גם בדיסקונט. אילו ההפרשה להפסדי אשראי הייתה נשמרת ברמה של 1.38% מתיק האשראי לציבור, הרווח הנקי בשנת 2020 היה עולה בכ-850 מיליון ש"ח, קרוב לרמתו משנת 2019.

הפרשה בלתי מוטה?

נקודה מעניינת היא ההבדלים באחוז ההפרשה מתוך תיק האשראי לציבור. מזרחי מציג את האחוז הנמוך ביותר עקב התמחות הבנק בהלוואות לדיור, שם גודל ואיכות הביטחונות גבוה יותר. מדיניות האשראי בבינלאומי היא שמרנית באופן מסורתי. האחוזים גבוהים יותר משמעותית בשלושת הבנקים הגדולים (לאומי, פועלים ודיסקונט), אך עדיין נמוכים יחסית לממוצע הבנקים הגדולים באירופה ובאר"ב. ככל שההפרשה נקבעת בצורה בלתי מוטה, ניתן לומר שאיכות תיק האשראי בפועלים ודיסקונט נמוכה מזו שבבנק לאומי. אבל ההנחה בדבר חוסר ההטיה באומדנים חשבונאיים היא הנחה חזקה. אומדן ההפרשה להפסדי אשראי מטיבו הוא סובייקטיבי וכל בנק רואה את הסיכון העתידי בתיק האשראי שלו בצורה אחרת.

בהתאם להוראות הפיקוח על הבנקים, חישוב ההפרשה להפסדי אשראי עד לשנת 2020 נעשה במטרה לגלות הפסדי אשראי שכבר נוצרו. החישוב מבוצע בשני מישורים: המישור הפרטני והמישור הקבוצתי. במישור הפרטני, הבנק מבצע בדיקה של תיקי אשראי בסכומים, בדרך כלל, מעל 1 מיליון ש"ח, כדי לקבוע האם צפוי כי הערך הנוכחי של תקבולי הקרן והריבית יכסו את יתרת החוב, תוך התחשבות ברמת הביטחונות והשעבודים. הפרשה להפסדי אשראי בהתאם מבוצעת בכל מקרה בו האשראי נחשב לפגום. במישור הקבוצתי, הבנק מבצע הפרשה בגובה אחוז מסוים מהאשראי, שלא נמצא כפגום, כאשר האחוז נקבע תוך התחשבות בגורמים ענפיים ומאקרו כלכליים. קיימת גם הפרשה קבוצתית על אשראי תקין בשיעורים נמוכים כמובן מזה שעל אשראי פגום.

החל מינואר 2022, על הבנקים לאמץ כללי חשבונאות מעודכנים לטיפול בהפרשה להפסדי אשראי. מטרת

הכללים החדשים היא לבצע הפרשה להפסדי אשראי **צפויים בעתיד (CECL)** ולא רק לנסות לזהות הפסדי אשראי שכבר קיימים. סביר להניח שיישום הכללים החדשים יביא להקדמת רישום ההפרשה ובהכרח לגידול בהפרשה להפסדי אשראי, כפי שקרה במרבית הבנקים הגדולים בארה"ב. מה שבטוח הוא שחישוב ההפרשה להפסדי אשראי משנת 2022 ואילך יתבסס יותר ויותר על אומדנים ותחזיות. הבנקים אף מציינים בביאורים לדוחות הכספיים שמידע צופה-פני-עתידי ישחק תפקיד משמעותי יותר בחישוב ההפרשה להפסדי אשראי.

כאשר בוחנים את התוצאות העסקיות של הבנקים, עולות למעשה שתי אפשרויות. האפשרות הראשונה היא שהגידול בהפרשה להפסדי אשראי משקף גידול בלתי מוטה של ההפסדים שנוצרו במהלך שנת 2020. בנוסף, עם אימוץ הכללים החדשים בנוגע להפסדים צפויים בתחילת 2022, צפוי גידול נוסף בהפרשה להפסדי אשראי (אם כי לא בכל תחומי האשראי). בהתאם לאפשרות זו, הבנקים **לא יצרו** לעצמם צננות עוגיות. האפשרות השנייה, שלדעתי סבירה יותר עקב שנת הקורונה, היא שהגידול בהפרשה להפסדי אשראי משקף את הפסדי העבר בתוספת "פרמיה". בהתאם לאפשרות זאת, הבנקים, במידה רבה בעידוד הרגולטור הדוחף להגדיל הפרשות, יצרו לעצמם צננות עוגיות שתשמש אותם במהלך 2021 ואולי גם 2022 עם אימוץ כללי המדידה החדשים. איזו אפשרות תתברר כנכונה? התשובה תתגלה מאליה עם פרסום הדוחות הרבעוניים של הבנקים. טיבה המחזורי של החשבונאות הפיננסית מבטיח שבסוף נדע איזו אפשרות נבחרה.

עוגיות חמות מהצנצנת – מה מסתתר בדוחות הבנקים ברבעון הראשון 2021?

(אלי אמיר, פורסם 15.7.2021)

ברבעון הראשון של 2021 דווחו הבנקים על עלייה של מאות אחוזים ברווחיות, דבר שגרר תשבחות על ביצואיהם. מה תפקיד צנצנת העוגיות במדידת הרווחיות ומה השפעת הרגולטור עליהם? מתברר שאכן הרווחיות עלתה, אך בצורה מתונה ממה שדווח.

במאמר מאפריל 2021 טענתי שהירידה ברווחיות הבנקים בשנת 2020 ביחס לשנת 2019 הייתה במידה לא מבוטלת עקב גידול בהפרשה להפסדי אשראי. אותו גידול בהפרשה לא היה כולו כתוצאה ממגפת הקורונה, אלא נבע במידה מסוימת מדרישת הרגולטור (או לפחות בעידודו). כמו כן, טענתי אז שהבנקים יוצרים לעצמם "צנצנת עוגיות" ממנה יוכלו לשאוב רווחים במהלך 2021. כעת, לאחר פרסום הדוחות הכספיים לרבעון הראשון של 2021, ניתן למדוד כמה רווחים, אם בכלל, נשאבו מתוך צנצנת העוגיות ברבעון הראשון של 2021, וגם האם ניתן לצפות לעוגיות מהצנצנת גם בדוחות הכספיים לרבעון השני של 2021.

פרסום הדוחות הכספיים של חמשת הבנקים הגדולים גרר תשבחות על הגידול ברווחיות. בהערת אגב נזכר כי גידול ברווחיות בא על חשבון "קיסון" ברווחיות של לקוחות הבנקים באמצעות עלויות מימון ועמלות. אך לא ניכס לזה כעת. לדוגמא, בנק דיסקונט דיווח על רווח נקי בסך 662 מיליון ש"ח ברבעון הראשון של 2021, עליה של 137% ביחס לרבעון הראשון של 2020 בו דווח על רווח נקי בסך 279 מיליון ש"ח. הגדיל לעשות בנק הפועלים שדיווח על רווח רבעוני בסך 1,354 מיליון ש"ח, עליה של 605% ביחס לרווח הנקי ברבעון הראשון של 2020 בסך 192 מיליון ש"ח. בסך הכל, חמשת הבנקים דווחו במצרפי על עליה של 463% ברווח הנקי הרבעוני ביחס לאותו רבעון אשתקד (ראו טבלה):

רווח מדווח בדוח רווח והפסד						
מיליוני ש"ח	פועלים	לאומי	דיסקונט	מזרחי	בינלאומי	מצרפי
רבעון I 2021	1,354	1,340	662	676	287	4,319
רבעון I 2020	192	(232)	279	357	171	767
עליה	605%	גדולה	137%	89%	68%	463%

כאן נכנסת לתמונה ההפרשה להפסדי אשראי, הצבירה החשבונאית המשמעותית ביותר בדוחות הכספיים של בנקים. מכיוון שמדובר בצבירה חשבונאית המבוססת על אומדנים, קשה לומר מהו סכום ההפרשה ה"נכון". ברור שחשוב מאד למדוד את הרווח תוך התחשבות בהפסדי אשראי, אך מצד שני, הפרשה המבוססת על אומדנים יכולה לשמש כמכשיר לניהול רווחים, החלקת רווחים, או למניפולציה של רווחים, תלוי את מי שואלים. אגב, ההפרשה להפסדי אשראי בחלקה נחשבת כחלק מההון העצמי של הבנק לצורך חישוב ההון הרגולטורי בהתאם להנחיות באזל. נחזור לדוחות הכספיים: ברבעון הראשון של 2021 דווחו ארבע מתוך חמשת הבנקים על הכנסות מהפסדי אשראי. כך לדוגמא, פועלים דיווח על הכנסות מהפסדי אשראי בסך 508 מיליוני ש"ח ובנק לאומי על הכנסות בסך 212 מיליון ש"ח. רק הבנק הבינלאומי דיווח על

הוצאה להפסדי אשראי בסכום זעום של 9 מיליון ש"ח. ובאופן מצרפי, חמשת הבנקים דיווחו על הכנסות מהפסדי אשראי בסך 863 מיליון ש"ח, זאת לעומת הוצאות הפסדי אשראי בסך 2,827 מיליון ש"ח. בדיעבד, ברור כיום שהוצאות להפסדי אשראי ב- 2020 הן מוגזמות, וכעת אנו רואים את ביטול ההגזמה כהכנסה בדוח הרווח והפסד.

כדי להבין את ההשפעה על הרווחיות, הטבלה הבאה מציגה את רווחיות הבנקים תוך **נטרול מלא** של ההוצאה להפסדי אשראי לאחר מס הכלולה בדוח רווח והפסד (ההנחה היא ששיעור המס הוא 35%). בנטרול ההשפעה של ההפרשה להפסדי אשראי, הרווח המצרפי של חמשת הבנקים עלה ברבעון הראשון של 2021 ב- 44% ביחס לרבעון המקביל אשתקד. זה כבר לא 463% אלא רק 44%.

רווח מנטרל הוצאה להפסדי אשראי						
מיליוני שח	פועלים	לאומי	דיסקונט	מזרחי	בינלאומי	מצרפי
רבעון I 2021	1,024	1,202	566	684	281	3,758
רבעון I 2020	718	327	705	581	273	2,605
עליה	43%	268%	-20%	18%	3%	44%

מעניין לציין שאילו במקום הכנסות מהפסדי אשראי, היו הבנקים מדווחים על הוצאות הפסדי אשראי כמו ברבעון הראשון של 2020, היה הרווח הנקי (בהנחה של שיעור מס 35%) המצרפי ברבעון הראשון של 2021 יורד ב- 2.4 מיליארדי ש"ח ביחס לרווח המדווח.

רוב העלייה מהכנסות מהפסדי אשראי

עד כאן, הרבעון הראשון של 2020 שימש כנקודת הייחוס. אבל זו כנראה איננה נקודת ייחוס טובה, כי חלק ניכר מהירידות בבורסה בתחילת שנת 2020, מצאו את דרכן לתוך הדוחות של הבנקים ברבעון הראשון של 2020. כך לדוגמא, הפועלים דיווח על הפסד בסך 600 מיליון ש"ח מהפרשי שווי שוק, דבר שגרם לו לדווח על הפסד רבעוני. צריך למצוא נקודת ייחוס אחרת. נקודת ייחוס כזו יכולה להיות הרווח הרבעוני הממוצע לשנת 2020 תוך נטרול ההוצאה להפסדי אשראי. כלומר ניקח את הרווח המנטרל לשנת 2020 ונחלקו בארבע.

רווח מנטרל הוצאה להפסדי אשראי ביחס לממוצע 2020						
מיליוני שח	פועלים	לאומי	דיסקונט	מזרחי	בינלאומי	מצרפי
רבעון I 2021	1,024	1,202	566	684	281	3,758
ממוצע 2020	827	945	531	596	272	3,171
עליה	24%	27%	7%	15%	3%	18%

מהניתוח לעיל עולה שביחס לממוצע 2020, עלה הרווח המצרפי של הבנקים ב-18%. נסכם ונאמר שהמערכת הבנקאית דווחה על רווחיות משופרת ברבעון הראשון של 2021. עם זאת, מרבית העלייה ברווחיות נובעת מההכרה בהכנסות מהפסדי אשראי. ובמילים אחרות, מהוצאת עוגיות חמות מצנצנת העוגיות שנוצרה בשנת 2020 בעידוד הרגולטור. ממצא מעניין שני נוגע להבדלים ברווחיות בין שני הבנקים הגדולים לשלושת הבנקים הפחות גדולים. בעוד פועלים ולאומי הציגו עלייה משמעותית ברווחיות, דיסקונט, מזרחי ובינלאומי הציגו עלייה מתונה הרבה יותר.

הצננת טרם התרוקנה

ומה הלאה? האם צננת העוגיות התרוקנה לחלוטין או שניתן עדיין לנשנש ממנה עוגיות לצורכי הרווח ברבעון השני? נבחן באופן מצרפי את אחוז הפרשה המאזנית להפסדי אשראי מתוך תיק האשראי של הבנקים ליום 31.3.2021. תיק האשראי המצרפי לפני הפרשה להפסדי אשראי של חמשת הבנקים עומד על 1,167 מיליארד ש"ח. הפרשה להפסדי אשראי של חמשת הבנקים ליום 31.3.2021 עומדת על 18.2 מיליארד ש"ח, כלומר על 1.56% מתיק האשראי. חישבתי את האחוז הממוצע של הפרשה מתוך תיק האשראי לשנים 2016-2020 וממוצע זה עומד על 1.31% מתיק האשראי. כלומר, תיאורטית, אם הפרשה להפסדי אשראי צריכה לעמוד על 1.31% מתיק האשראי הרי שלחמשת הבנקים, באופן מצרפי יש בצננת העוגיות עוד כ-3 מיליארד ש"ח (יש להכפיל 1.31% בתיק האשראי ולהפחית מההפרשה הקיימת). מהתבוננות בדוחות של הבנקים, צננת העוגיות נמצאת רובה ככולה בידי הפועלים ולאומי, ופחות בשלושת הבנקים האחרים. כך שצפוי שפועלים ולאומי יציגו רווחיות יפה גם ברבעון השני של 2021. לגבי דיסקונט, מזרחי ובינלאומי קשה לומר. אבל נשוב ונבחן את הנושא עם פרסום הדוחות הכספיים לרבעון השני של 2021.

חמש שנים אחרי: כך השפיע חוק שכר בכירים על ביצועי הבנקים הגדולים

(אלי אמיר, פורסם 1.4.2021)

מבט על ביצועי חמשת הבנקים הגדולים מאז החקיקה להגבלת שכר בכירים במערכת הפיננסית במארכ 2016 מגלה כי בניגוד לתחזיות הקודרות, החוק לא גרם לנטישה המונית של מנכ"לים והבנקים דווקא משגשגים.

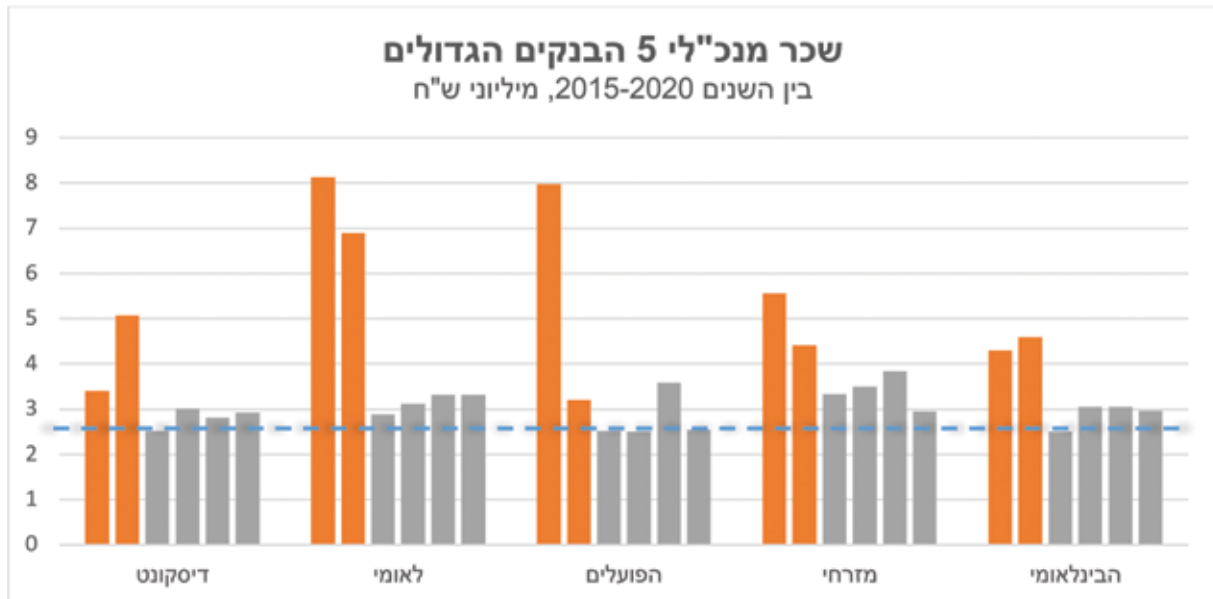
בשנת 2016 חוקקה הכנסת את חוק שכר בכירים המגביל את שכרם של בכירים במערכת הפיננסית (בנקים, חברות ביטוח, ובתי השקעות) לסכום שאינו עולה על פי 35 משכר העובד בעל השכר הנמוך ביותר בארגון בו הם עובדים. עוד קבע החוק כי שכר שנתי העולה על 2.5 מיליון ש"ח לא יוכר כהוצאה לצורכי מס. לדוגמא, בשנת 2015, ערב כניסת החוק לתוקפו, עמד השכר השנתי המצרפי של חמשת מנכ"לי הבנקים הגדולים (לאומי, פועלים, דיסקונט, מזרחי, בינלאומי) על כ-30 מיליון ש"ח. נכון לשנת 2020 סכום זה נחתך ב-50%, והוא עומד כיום על כ-15 מיליון ש"ח. החוק גם השפיע על כל סולם שכר הבכירים בבנקים והחיסכון בעלויות השכר היה משמעותי ביותר.

כצפוי, החוק עורר התנגדות רבה מצד גורמים במערכת הפיננסית. אפילו המפקחת על הבנקים דאז פנתה למשנה ליועץ המשפטי לממשלה והזהירה מנטישה המונית של בכירים במערכת הפיננסית ובבנקים הגדולים בפרט. דעתי הייתה אז, ונותרה בעינה, שהחוק הוא כנראה אחד החוקים הכלכליים החשובים והמוצדקים ביותר שנחקקו במדינת ישראל. זאת, על אף החורים הקיימים בחוק (למשל, שהוא לא חל על חברות בנות של גופים פיננסיים ישראלים בחו"ל). מטרת החוק הייתה לסייע לגופים הפיננסיים להגדיר גבולות סבירים ולמנוע מבכירי המערכת הפיננסית להמשיך ולשלם לעצמם שכר מופרז ללא שום בקרה ומבלי צורך לתת דין וחשבון כלפי הציבור. כעת, במלאות חמש שנים לחוק, ראוי לבדוק מה קרה לביצועים הפיננסיים של הגופים הפיננסיים הגדולים, ובייחוד האם התממשו תרחישי האימה אותם תיארו בכירי המערכת הפיננסית.

שוק ההון מתנגד למתנגדי החוק

מתנגדי החוק טענו שהגבלת שכר הבכירים תביא לפגיעה בשווי החברה. מקור הטענה בתיאוריה הגורסת כי בשוק תחרותי חוזי השכר הנים אופטימליים. הגבלת שכר בחוק תפגע בשווי המשקל התחרותי ולפיכך תביא לפגיעה בשווי החברה. טיעון זה מבוסס על הנחות בדבר שוק תחרותי, שבו בעלי המניות המיוצגים על-ידי הדירקטוריון קובעים הסכמי שכר באופן שהופך את עלויות ה"סוכן", קרי ההנהלה, לזניחות (עלויות סוכן נובעות מכך שהאינטרסים של מנהלים בחברה לא בהכרח זהים לאלו של בעלי המניות). עוד טענו מתנגדי החוק לאפליה מול ענפים אחרים, דבר שיביא לעזיבת המנהלים המוכשרים בענף הפיננסיים, ואלו יעברו לנהל חברות בענפים בהם אין הגבלת שכר. טיעונים אלה הגיוניים רק (א) אם הממשל התאגידי בגופים הפיננסיים חזק דיו כדי להגביל הענקת שכר מופרז למנהלים, וכן- (ב) אם למנהלים הבכירים בגופים הפיננסיים יש אכן את היכולת להשפיע באופן משמעותי על הביצועים של העסק. אך אם העסק פועל בסביבה ריכוזית ומפוקחת, סביבה שבה המדינה מספקת רשת ביטחון והבנק אינו יכול להפסיד, אולי מוטב

שהמנהלים הבכירים יעזבו ושבמקומם יבואו מנהלים אחרים ה"מוכנים" לעבוד בשכר מתון של 3 מיליון ש"ח בשנה.



למרבה ה"הפתעה", שוק ההון לא הסכים עם מתנגדי החוק. במאמרם של עבודי, עמירם, רוזנבאום, ושוסט, משנת 2020, הם מוצאים תגובת שוק חיובית בסמוך לחקיקת החוק, התנהגות המצביעה על כך שהשוק מפרש את החדשות כחיוביות וצופה רווחים גבוהים יותר בעתיד. במאמר הם גם מוצאים שבכירים רבים יותר פרשו מהמערכת הפיננסית בשלוש השנים **שלפני** החוק מאשר בשלוש השנים **שלאחר** החוק. מסקנתם היא שלעיתים מנהלים מוצלים את חולשת הדירקטוריון ומתקשרים עם מעסיקים בחו"זי שכר הממקסמים את תועלתם האישית ולא את שווי החברה, בדיוק כפי שפרופסור בבצ'וק מהרווארד טוען בתוקף כבר שנים רבות.

טיעון נוסף בעד החוק נוגע לקשר שבין תוחלת תשואה על השקעה לבין סיכון ההשקעה. אחת הדרכים לאמוד סיכון היא לשאול: מהי האפשרות להפסד של הגוף הפיננסי? מהו ה-**downside risk**? למשל, מה הסיכוי שדוח הרווח והפסד של בנק גדול בישראל יראה הפסד? הדעה הרווחת היא שבנק גדול בישראל לא כל כך מסוכן עקב הפיקוח ההדוק, והתחושה שממשלת ישראל לא תיתן לבנק גדול ליפול. אם כך, מהי ההצדקה לשלם למנהל בנק שכר כה גבוה, אם תשלום שכר קשור במישרין לרמת הסיכון בניהול העסק (הבנק)?

לפני ואחרי: מה השתנה מאז החקיקה?

מה אומר שוק ההון? בדקתי את התנהגות מדד תל אביב בנקים בחמש השנים שלפני חקיקת חוק שכר בכירים (מרץ 2011 עד מרץ 2016) ובחמש השנים שלאחר חקיקת החוק (מרץ 2016 עד מרץ 2021). בחמש השנים שלפני החוק ירד מדד הבנקים ב 6%, לעומת עליה של מדד תל אביב 35 ב 14%. בחמש השנים לאחר החוק הוא עלה ב 78% בעוד מדד תל אביב 35 עלה רק ב 11%. יש שתי אפשרויות: או שביצועי הבנקים אינם תלויים בניהול ואז ברור שצריך את חוק שכר בכירים. או שביצועי הבנקים כן תלויים בניהול ואז בטח שצריך את החוק כי חקיקת החוק הביאה לביצועי שוק עדיפים. בכל מקרה, לא נראה לי שבעלי המניות של הבנקים ניזוקו מחוק שכר בכירים.

בנוסף, בחנתי את הדוחות הכספיים של חמשת הבנקים הגדולים בששת השנים 2015-2020. להלן מספר ממצאים מעניינים: (א) כל הבנקים הציגו גידול נאה בסך הנכסים ובהון העצמי. באופן מצרפי, עד לשנת 2019, הבנקים הציגו גם גידול בהכנסות, וטו. (ב) למעט בנק הפועלים, כל ארבעת הבנקים האחרים הציגו עליה בתשואה על ההון עד שנת 2020, אך בשנת 2020, חלה ירידה ברווחיות עקב הקורונה. עם זאת, בבנק הפועלים חלה ירידה מונוטונית בתשואה על ההון משנת 2015 עד 2020. (ג) לפני חקיקת חוק שכר בכירים, שכר המנכ"ל בלאומי ופועלים היה גבוה מאד ביחס לשכר המנכ"ל בדיסקונט, מזרחי, ובינלאומי. יתכן שחוק שכר הבכירים לא היה בא לעולם אילו הדירקטוריונים של פועלים ולאומי היו מונעים עלייה כה גבוהה בשכר המנכ"ל.

2015	2016	2017	2018	2019	2020		
5.92%	6.61%	8.21%	8.77%	9.16%	5.1%	תשואה על ההון	דיסקונט
3,399	5,067	2,517	3,010	2,818	2,926	שכר מנכ"ל (אלפים)	
9.74%	8.92%	9.54%	9.19%	9.92%	5.6%	תשואה על ההון	לאומי
8,125	6,894	2,879	3,123	3,322	3,320	שכר מנכ"ל (אלפים)	
9.08%	7.63%	7.29%	6.80%	4.66%	5.1%	תשואה על ההון	פועלים
7,970	3,206	2,516	2,498	3,580	2,545	שכר מנכ"ל (אלפים)	
9.6%	9.8%	9.7%	8.3%	11.4%	8.6%	תשואה על ההון	מזרחי
5,559	4,415	3,325	3,496	3,831	2,949	שכר מנכ"ל (אלפים)	
6.5%	7.4%	9.0%	9.1%	10.1%	8.3%	תשואה על ההון	בינלאומי
4,301	4,592	2,497	3,045	3,051	2,968	שכר מנכ"ל (אלפים)	

רק מנכ"ל הפועלים עזב לאחר החקיקה

לאחר חקיקת החוק, מנכ"לי לאומי (רוסק-עמינוח), דיסקונט (אשר-טופילסקי), מזרחי (פרשר) ובינלאומי (ברבר-צדיק) נשארו בתפקידן/ם עוד מספר שנים ולא נטשו כפי שחזו מתנגדי החוק. מנכ"ל הפועלים (קינן), עזב את תפקידו במהלך 2016.

ברור שמדובר בניתוח פשוט וראשוני וברור שקיימים משתנים נוספים שלא פורטו כאן, כגון גיל המנכ"לים, תכניות הפנסיה שלהם וכמובן קיום גרעין שליטה אפקטיבי. אבל ברור גם שחוק שכר בכירים לא גרם למנכ"לי הבנקים, למעט מנכ"ל הפועלים, לעזוב את התפקיד מיד עם חקיקת החוק. ומצד שני, מנכ"ל הפועלים עזב את תפקידו סמוך לאחר חקיקת החוק, אך אין להוציא מכלל אפשרות שלחקירה נגד הבנק בארה"ב היה חלק בכך. בכל מקרה, המסקנה המתבקשת היא שחוק שכר בכירים לא גרם לנוק לבעלי המניות של חמשת הבנקים הגדולים, אך יתכן שגרם נזק משמעותי לכיסם של הבכירים בבנקים.

הקשר בין שכר לסיכון: האם הבנקים בישראל מסוכנים?

(אלי אמיר, פורסם 21.10.2021)

מנהל בחברה מסוכנת אמור להרוויח יותר ממנהל בחברה פחות מסוכנת. חוק שכר בכירים גרם לאובדן הקשר בין סיכון לשכר כי הבכירים בבנקים הישראליים מקבלים כולם שכר דומה ובמזומן.

שכרו הכולל של מייקל קורבט, מנכ"ל סיטיבנק, אחד הבנקים הגדולים בעולם, היה בשנת 2020 כ-23 מיליון דולר, מעט נמוך משכרו בשנת 2019, שהיה כ-25.5 מיליון דולר. כ-70% מהשכר מורכב מחבילת מניות בעוד השכר במזומן, כולל בונוס, היה 6.8 מיליון דולר "בלבד". המנכ"ל איננו לבד. כל חמשת הבכירים בסיטי הרוויחו מעל 9 מיליון דולר בשנת 2020. סיטי גם מדווחת ששכר המנכ"ל גבוה פי 420 משכר העובד החציוני, שהיה בשנת 2020 כ-55 אלפי דולר. בראיין מוניהן, יו"ר ומנכ"ל בנק אופ אמריקה, הרוויח בשנת 2020 25.3 מיליון דולר, כאשר 23.5 מיליון דולר מזה מהווים חבילת מניות. בנק אופ אמריקה מדווח שהמנכ"ל מרוויח פי 266 מהעובד החציוני, ששכרו השנתי 95 אלף דולר.

שכרם של הבכירים בסיטי ובבנק אופ אמריקה, המבוסס רובו על תגמול הוני, גבוה מאד ביחס לשכרם של בכירי המערכת הבנקאית בישראל. לשיא הגיע שכר המנכ"לים בבנקים הגדולים בישראל לסביבות ה-8 מיליון שח בשנת 2015. אך מאז קוצץ השכר באופן דרסטי על ידי חוק שכר הבכירים במערכת הפיננסית. בשנים 2019-2020 היה שכר המנכ"לים בבנקים הגדולים סביב 3-3.5 מיליון שח, שהם כמיליון דולר, כאשר כמעט 100% מהשכר הוא במזומן, הפרשות סוציאליות ומענקים. מדוע השכר בבנקים האמריקנים מבוסס ברובו במניות בעוד בישראל הוא מבוסס משכורת במזומן ומענקים? נתייחס בהמשך.

מבט על הדוחות הכספיים של סיטיבנק מגלה שסך הנכסים בסוף שנת 2020 היה 2,250 מיליארד דולר. סך הנכסים בבנק אופ אמריקה עמד על 2,800 מיליארד דולר. להשוואה, סך הנכסים בבנק הפועלים היה באותו מועד כ-540 מיליארד שח, שהם כ-167 מיליארד דולר (ללאומי היו נכסים בסך 556 מיליארד שח, כ-171 מיליארד דולר). כלומר סיטי גדול פי 14 מבנק הפועלים ואילו בנק אופ אמריקה גדול פי 17 מבנק הפועלים, במונחים של סך נכסים.

סביר להניח שניהול בנקים ענקיים, רב-לאומיים, כמו סיטי או בנק אופ אמריקה דורש מיומנות וכישורים אחרים מאשר ניהול בנק קטן באופן משמעותי, שמרבית פעילותו מקומית, דבר המצדיק שכר גבוה יותר. ברור גם שקיימים הבדלים אחרים בין סיטי ובנק אופ אמריקה לבנקים ישראלים, כגון המודל העסקי, הנוכחות במדינות רבות, והמעורבות של ראשי הבנק בכלכלה העולמית ובפוליטיקה. אך עדיין, שכר בסך 25 מיליון דולר לשנה נראה גבוה מידי.

בנוסף לסיטי ובנק אופ אמריקה, בחנתי את הדוחות הכספיים של Fifth Third Bank Corp או FTBC. לבנק זה נכסים בסך כ-205 מיליארד דולר, כלומר בסדר הגודל של הפועלים ולאומי. מנכ"ל בנק זה, גרג קרמייקל, הרוויח בשנת 2020 כ-9.8 מיליון דולר, רובם הגדול כתגמול במניות. שכר זה די נמוך ביחס למקובל בסיטי ובנק אופ אמריקה. כנראה שאחד הגורמים הקובעים את שכר מנהלי הבנקים בארה"ב

הוא גודל הבנק, מה שמפריך את הטענה הרווחת שהגודל לא קובע. וגם, מרבית השכר מבוסס על תגמול הוני.

בנקים גדולים - סיכון גבוה

האם יש גורמים נוספים היכולים להצדיק את הבדלי השכר? כדי לתת מענה חלקי לשאלה הזאת, אספתי את נתוני ההכנסות, הרווח הנקי וההון העצמי של סיטי, בנק אוף אמריקה, FTBC, בנק הפועלים, בנק לאומי ובנק דיסקונט לשנים 2009 ועד 2020 (12 שנים). לאחר מכן חישבתי את שיעור התשואה על ההון (רווח נקי חלקי הון ממוצע) ואת שיעור הרווחיות (רווח נקי חלקי סך ההכנסות). לאחר מכן חישבתי את ממוצע שיעור התשואה על ההון וממוצע שיעור הרווחיות ב-12 השנים ואת סטיית התקן שלהם. לבסוף חישבתי את מקדם ההשתנות (Coefficient of Variation) המוגדר כסטיית התקן חלקי הממוצע. ככל שמקדם ההשתנות גבוה יותר, כך גדלה השונות סביב הממוצע. מקדם ההשתנות הוא מדד בר-השוואה בין חברות כי סטיית התקן מנורמלת על ידי חלוקה בממוצע הרווחיות.

לשם מה כל זה? אם קיימת שונות רבה יותר בשיעור התשואה על ההון ושיעור הרווחיות, ניהול הבנק כרוך בקבלת החלטות משמעותיות יותר כי הרי הסיכון הכרוך בניהול הבנק גבוה יותר. סיכון גבוה יותר של הבנק מטיל אחריות רבה יותר על הנהלת הבנק. אך אם הבנק פועל בסביבה פחות מסוכנת, הנהלת הבנק חשופה פחות לסיכונים הכרוכים בקבלת החלטות, ולכן לשכר נמוך יותר. אם רמת הסיכון במערכת הבנקאות האמריקנית גבוהה יותר מרמת הסיכון במערכת הישראלית, סביר להניח ששונות התשואה על ההון ושונות הרווחיות בבנקים אמריקנים תהיה גבוהה יותר משונות הרווח בבנקים ישראליים. אל הנתונים.

תשואה על הון 2009-2020			שיעור הרווחיות 2009-2020			שם הבנק
מקדם ההשתנות	סטיית תקן	ממוצע	מקדם ההשתנות	סטיית תקן	ממוצע	
0.78	0.043	0.055	0.78	0.11	0.14	סיטי בנק
0.99	0.044	0.045	0.94	0.12	0.11	בנק אוף אמריקה
0.37	0.033	0.090	0.37	0.08	0.22	FTBC
0.26	0.021	0.082	0.17	0.03	0.18	בנק הפועלים
0.25	0.022	0.084	0.29	0.05	0.18	בנק לאומי
0.32	0.022	0.070	0.34	0.04	0.11	בנק דיסקונט

מהטבלה עולה ששיעורי התשואה על ההון ושיעור הרווחיות הממוצעים לשנים 2009-2020 בבנק הפועלים ובבנק לאומי גבוהים מאלה של סיטי ובנק אוף אמריקה. שיעור התשואה והרווחיות של בנק דיסקונט נמוך, ואילו שיעור התשואה והרווחיות של FTBC גבוה מכולם. מהטבלה גם עולה שסטיית התקן של התשואה והרווחיות בבנקים הישראלים נמוכה מסטיית התקן של הבנקים האמריקנים. ולכן, מקדם ההשתנות של התשואה והרווחיות גבוהים בבנקים האמריקנים ביחס לבנקים הישראליים.

בישראל מנותקים מהביצועים

הממצאים עקביים עם הטענה שמערכת הבנקאות האמריקנית פועלת בתחרות גבוהה יותר מזו הישראלית, דבר המתבטא בשונות תשואה ורווחיות גבוהים יותר. ולכן, סביר שהשכר בבנקים האמריקנים גבוה יותר,

מבוסס מניות, ותלוי בגודל הבנק. בישראל, שונות התשואה והרווח נמוכה יותר כי התחרות קטנה יותר ולכן השכר נמוך יותר. ובנוסף, מנכ"לי הבנקים מקבלים שכר דומה ובמזומן. כי אם יש פחות סיכון, אין מה לשתף את המנהל בסיכון ולכן משלמים לכולם אותו דבר במזומן. זה לא אומר לרגע שהשכר במערכת הבנקאית האמריקנית איננו מוגזם. אולי כדאי שגם הקונגרס האמריקני ייתן דעתו לכך.

חוק שכר בכירים במערכת הפיננסית קיצץ באופן משמעותי את שכר המנכ"לים ובכירים אחרים במערכת הפיננסית. אבל מכיוון ששונות הרווח והתשואה בבנקים יחסית נמוכה, אין כנראה טעם כלכלי לשלם לבכירים שכר מבוסס מניות. למעשה, חוק שכר בכירים תרם לניתוק הקשר בין ביצועים לתגמול. מנקודת מבט מקבלי השכר, אם השכר המקסימלי הוא 3.5 מיליון אז לפחות שיהיה במזומן. התוצאה היא שמבנה השכר בבנקים נהיה דומה יותר לזה שבמגזר הציבורי - אחד המאפיינים במערכות ציבוריות הוא הנתק בין שכר לביצועים.

תעשיית הביטוח בישראל: חדשנות עם פנים לחו"ל מול מערכות מידע מהמאה הקודמת

(דן וייס, פורסם 8.4.2021)

שווי השוק של שלוש חברות ביטוח צעירות כמעט כפול משווי השוק של שש חברות הביטוח הוותיקות

תעשיית הביטוח בעולם עוברת שינויים טכנולוגיים משמעותיים. מהפכת הדיגיטציה של תהליכי מכירה ושירות, בשילוב יכולות לבצע ניתוחים אנליטיים של בסיסי נתונים אדירים - BIG DATA, מאפשרות לחברות הביטוח לפנות באופן סלקטיבי וממוקד ללקוחות, להציע מוצרים חדשים מותאמי-לקוח, לתמחר מוצרים על פי רמת הסיכון וההעדפות של כל לקוח, לייצר מוצרים בעלי ריסק משתנה לאורך חיי הפוליסה, לטפל בתביעות ובפניות שירות אחרות באופן יעיל, מהיר וזול, ועוד.

כניסתן של חברות ביטוח צעירות וחדשניות משנה את כללי המשחק בענף הביטוח בשנים האחרונות. בישראל הוקמו בשנים האחרונות שלוש חברות ביטוח המבוססות על טכנולוגיות חדשניות ופועלות בנישות של שוק הביטוח בחו"ל: למונייד והיפו מציעות ביטוחי דירות ומבנים ונקסט אינשורנס מציעה ביטוחים לעסקים קטנים. שווי השוק של שלוש החברות הצעירות יחד הינו כ-48 מיליארד שקלים, כמעט כפול משווי השוק המצרפי של שש חברות הביטוח הגדולות הפועלות בישראל עשרות שנים העומד על כ-28 מיליארד שקלים.

חברות צעירות אלה מציעות למבוטחים גישה, נוחות וחויית לקוח משובחים. במקביל, מערכות מידע הפועלות בטכנולוגיות מידע מודרניות ומתקדמות מאפשרות תהליכים תפעוליים מהירים, גמישים ואפקטיביים הרבה יותר ממערכות ה-LEGACY שחלקן הותקנו בחברות הוותיקות לפני עשרות שנים. חברות הביטוח הצעירות שאימצו טכנולוגיות מידע חדשניות מחזיקות ביתרונות תחרותיים משמעותיים הנובעים מתפוקות כלי המידע הללו. כמו כן, רמת הוצאות תפעול מערכות מידע הפועלות בטכנולוגיות מודרניות נמוכה באופן ניכר מרמת הוצאות תפעול מערכות ה-LEGACY הוותיקות. כפי שקורה במהפכות טכנולוגיות רבות, כלי טכנולוגיית המידע המתקדמים מקנים יתרון תחרותי בולט הן בתפוקות גמישות ואפקטיביות יותר והן ברמת הוצאות נמוכה יותר. מאידך, שורת מגבלות טכנולוגיות ומבניות של מערכות המידע הקיימות בחברות הביטוח המסורתיות, יחד עם הכרח לציית להוראות חוק ורגולציה, מקשים על חברות ביטוח ברחבי העולם לעבור למערכות מידע הפועלות בטכנולוגיות מודרניות.

מחקר שנעשה על ידי פרופ' דן וייס (הח"מ) וגיא קרן ופורסם ב"חידושים בניהול", התבסס על הדוחות הכספיים של החברות והתמקד בהשוואה בין-לאומית של היקף ההוצאות לפיתוח ותחזוקת מערכות מידע בחברות הביטוח המסורתיות. המחקר התבסס על מדגם של 37 חברות ביטוח - 27 חברות זרות ו-10 ישראליות. הממצאים מראים כי ממוצע ההוצאות לפיתוח ותחזוקת מערכות מידע מתוך הפרמיות ברוטו בחברות הישראליות עומד בשנים האחרונות על 1.5%. לעומת זאת, היקף ההוצאות לפיתוח ותחזוקת מערכות מידע מתוך הפרמיות ברוטו בחברות הביטוח הפועלות באירופה (כגון RSA, Aegon, Ageas)

הוא בממוצע 0.7%, והיקף ההוצאות לפיתוח ותחזוקת מערכות מידע מתוך הפרמיות ברוטו בחברות הביטוח הפועלות באסיה ובאוקיינוס (כגון AIA, QBE, Kyobo Life) הוא בממוצע 0.6%. קל לראות כי היקף ההוצאות היחסי בישראל הוא יותר מכפול מהיקף ההוצאות בחברות הזרות. רמת ההוצאות הגבוהה לפיתוח ותחזוקה של מערכות מידע בחברות הביטוח הישראליות הוותיקות בולטת גם כאשר נבדק היקף ההוצאות ביחס להון העצמי או לשווי השוק של החברות הישראליות לחברות הזרות בעלות מבנה עסקים דומה (למשל חברות העוסקות בביטוח אלמנטרי בלבד). להמחשה, אם הוצאות פתוח ותחזוקת מערכות המידע המצרפית בשש החברות הישראליות הגדולות הייתה נמוכה ב-200 מיליון שקלים בשנה, אזי שווי השוק שלהן יחד היה גדל בכ-5 מיליארד שקלים (בהנחת שיעור היוון 4%) ביחס לשווי השוק הנוכחי של כ-28 מיליארד שקלים.

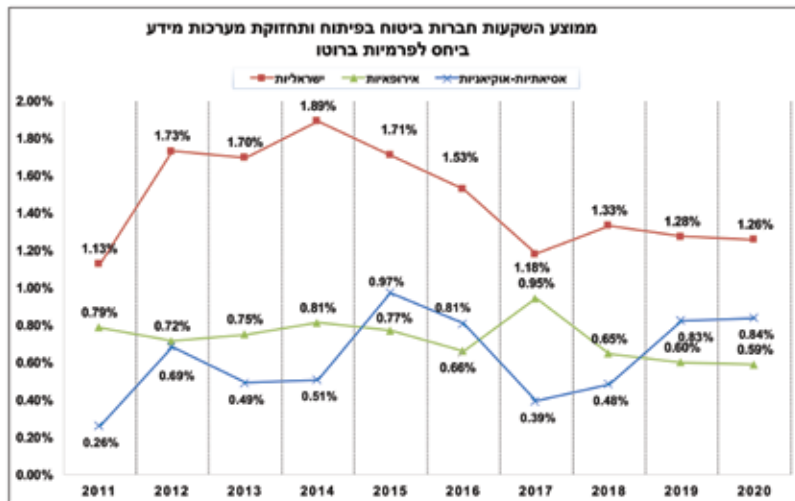
אחת הסיבות לרמת ההשקעה הגבוהה בחברות הישראליות היא חיסרון לגודל בהשוואה לחברות ענק זרות. התוצאות מצביעות על רכיב הוצאות קבועות גבוה, המקנה יתרון לגודל. הפעלה ותחזוקה של מערכות התשתית (כוח מחשוב מדור ישרן, בסיסי נתונים, מערכות הפעלה, ועוד) התומכות במערכות ה-LEGACY הישנות, כרוכות בהוצאות קבועות כבדות. כמו כן, ביצוע שינויים במערכות אלה כדי לענות לדרישות השוק או כדי לציית להנחיות רגולטוריות כרוך בעבודה רבה ויקרה, בחלקה בשפות תכנות ישנות שכבר קשה למצוא עובדים המכירים שפות אלה. לכן היכולת של מנהלי חברות הביטוח לצמצם הוצאות אלה היא מוגבלת.

אלא שרמת ההוצאות הגבוהה לפיתוח ותחזוקה של מערכות מידע בחברות הביטוח הישראליות בולטת גם כאשר ההשוואה בוצעה עם היקף ההוצאות בחברות ביטוח זרות בגודל דומה. חלק משמעותי מתוספת העלויות נובע מהכרח לתחזק מערכות מידע לניהול פוליסות ביטוחי המנהלים הישנות (בעקר פוליסות מבטיחות תשואה ופוליסות משתתפות ברווחים) המחייבות תחזוקת מערכות כבדות ויקרות הייחודיות למדינת ישראל. קשה מאוד לשנות ולחדש את המערכות הללו כי הן פועלות בטכנולוגיות של המאה הקודמת. שימוש מתמשך בטכנולוגיות ישנות אלה מאפיין את שוק ביטוח החיים הישראלי, ומעלה באופן משמעותי את היקף ההוצאות של חברות הביטוח הישראליות. לעומת זאת, חברת Diligenta האנגלית, שהיא חברה-בת של טאטא ההודית, מתפעלת תיקי ביטוח ישנים עבור 26 חברות ביטוח שונות. ברוח זו נחתם הסכם תפעול תיק ביטוח חיים של חברת הכשרה על ידי חברת הראל. סביר כי הסכם זה הוא סנונית ראשונה שתהיה קטליזטור לריכוז מערכות המידע של המוצרים הישנים בישראל.

בנוסף, השוואה בין חברות ביטוח ישראליות גדולות (בשווי שוק מעל 3 מיליארד שקל) לקטנות מראה כי היקף ההוצאות לפיתוח ותחזוקת מערכות מידע ביחס לפרמיות ברוטו של חברות הביטוח הישראליות הגדולות הוא בממוצע כ-2%, גבוה פי שניים מאשר היקף ההוצאות בחברות הביטוח הישראליות הקטנות, שהוא בממוצע כ-1%. כלומר, היקף ההוצאות היחסי של חברות הביטוח הישראליות הגדולות גבוה בצורה משמעותית מזה של חברות הביטוח הישראליות הקטנות. תוצאה זו הינה הפוכה מהמקובל בעולם. חלק מיתרון העלויות של חברות הביטוח הקטנות נובע מעיסוקן בביטוח אלמנטרי. לכן הן אינן מפעילות מערכות מידע יקרות לניהול פוליסות ביטוחי מנהלים וחסכון ארוך טווח. יתרון נוסף נובע משיטת העבודה שלהן. החברות הקטנות נוטות לפתח ולתחזק מערכות מידע באמצעות מיקור-חוץ וקבלני משנה וכך מעסיקות פחות עובדים. שיטה זו מאפשרת להן גמישות והיקף נמוך יותר של הוצאות קבועות.

התוצאות מצביעות על רמה גבוהה של הוצאות לפיתוח ותחזוקת מערכות המידע הישנות בחברות הביטוח בישראל לעומת חברות ביטוח זרות. חשוב לציין יתרון תחרותי של שתי חברות ביטוח צעירות הפועלות

בישראל, ליברה ו- ווישור, המשתמשות בטכנולוגיות מידע חדשניות ואינן כבולות לתחזוקת טכנולוגיות ישנות. עלויות תחזוקת טכנולוגיות המחשוב הישנות ויכולותיהן המוגבלות מעיבות על היתרון התחרותי של החברות הוותיקות, פוגעות ברווחיותן לאורך זמן, ומשפיעות באופן שלילי על שווי חברות הביטוח הישראליות.



מקור: מחקר של פרופ' דן וייס וגיא קרן

האם הלימונדה של LEMONADE מתוקה או חמוצה?

(דן וייס, פורסם 6.2.2022)

מניות למונייד הונפקו לראשונה לצבור בארה"ב ביוני 2020 ומנייתה נסחרה בשיאה במחיר מעל 180 דולר. השבוע נסחרה מניית למונייד במחיר של פחות מ-30 דולר, ירידה של למעלה מ-80% בשווי החברה. מה קורה בלמונייד?

בעוד שחברות הביטוח המסורתיות לא שינו את המודל העסקי ואת מתכונת הפעילות במשך עשרות שנים, מייסדי למונייד, דניאל שרייבר ושי וויניגר, יצאו לפני שש שנים לזעזע את שוק הביטוח באמצעות יישום אינטליגנציה מלאכותית ושימוש בביג דאטה לתמחור מדויק של סיכוני ביטוח וגם כדי לשפר את השרות באמצעות החלפת הפקידים והבירוקרטיה באפליקציה סימפטית וזריזה. החברה מתגאה בכך שהחליפה סוכנים וניירת בכוסים ואלגוריתמים וכך היא מוכרת פוליסות ביטוח מסביב לשעון ומשלמת תביעות תוך שניות. החברה צברה יותר ממיליון לקוחות בתוך כחמש שנים הודות למיקוד דיגיטלי ומחיר פוליסות נמוך שזוכה לתהודה בשוק. במקביל, המודל העסקי של למונייד שואף לשנות את מודל תעשיית הביטוח המסורתית שבו למבוסח יש תמריץ לרמות את חברת הביטוח. בקיצור, שילוב חדשנות ואתיקה.

חדשנות פוגשת מציאות

למונייד פועלת בארצות הברית, גרמניה, הולנד וצרפת ומראה צמיחה גבוהה וגידול משמעותי במספר הלקוחות, רובם צעירים מתחת גיל 35, ו-82% מהם חידשו השנה את פוליסות הביטוח בחברה. ללא ספק מדובר בהשג מכובד - ללמונייד קהל לקוחות איכותי ובעל פוטנציאל צמיחה עתידי בהקף הפרמיות. מצד שני, החברה מדווחת כי הוציאה \$1 בפעילויות שיווק ומכירה כדי לרכוש \$2 פוליסות. מדובר בעלויות מכירה גבוהות בהרבה מהמקובל בתעשייה. נתון זה מעלה שאלה אם הפצה באמצעים דיגיטליים זולה לחברת הביטוח מהפצה באמצעות סוכני ביטוח.

הפרמיות שהורווחו ברוטו בינואר-ספטמבר 2021 עומדות על 203 מיליון דולרים, סדר גודל דומה לחברת ביטוח ישראלית בינונית. הרווח של חברות ביטוח נובע מהפער בין סה"כ הפרמיות שנגבו לסה"כ התביעות ששולמו. היכולת למכור פוליסות ריווחיות ללקוחות בעלי סיכון נמוך לנזקים ולהמנע מלמכור פוליסות ללקוחות בעלי סיכון גבוה לנזקים תלוי באיכות החיתום. תהליך החיתום הינו הלב של נהול סיכוני ביטוח. המודל העסקי של למונייד טוען כי אינטליגנציה מלאכותית וביג דאטה מאפשרים תהליך חיתום אפקטיבי ויעיל. כמקובל בתעשייה, למונייד מדווחת על איכות החיתום באמצעות NET LOSS RATIO, המודד את יחס תשלומי החברה בגין תביעות לפרמיות נטו. החיתום אפקטיבי יותר ככל שהיחס נמוך יותר. בלמונייד, יחס זה עמד על 72% בשנת 2019, 71% בשנת 2020, ו-91% בתשעת החודשים הראשונים של 2021 - גבוה משמעותית מהמקובל בתעשיית הביטוח. נראה כי האפקטיביות של מודל החיתום החדשני טרם הוכיחה את עצמה. חדשנות זה חשוב, אבל בבסיס עסקי ביטוח עומד חיתום אפקטיבי. הכנסות למונייד מפרמיות ברוטו היתה במהלך תשעת החודשים הראשונים של 2021 כ-203 מיליון דולר, אך בשל הוצאות מכירה

והנהלה והוצאות פתוח עמד ההפסד הכולל על 171 מיליון דולר. ההפסד המצטבר של למונייד מתחילת פעילותה ועד לספטמבר 2021 עמד על 492 מיליון דולר.

המודל העסקי החדשני של למונייד תוכנן כדי להקטין את ניוגוד העניינים הפוטנציאלי בין חברת הביטוח ללקוח. כדי לעשות זאת, למונייד לוקחת עמלה קבועה, בדרך כלל 25% מהפרמיות, תוך שימוש בביטוח משנה כדי להגביל הפסדים מתביעות גבוהות. החברה מנסה לתמרץ את הלקוחות לתבוע בהגיונות באמצעות העברת רווחי חיתום עודפים לעמותות צדקה שהלקוחות בוחרים. למונייד מעבירה רווח שנשאר אחרי שגבתה את עמלתה לעמותות צדקה. בפועל, החברה העבירה לעמותות 0.6 מיליוני דולרים בשנת 2019 וכ-1.1 מיליון דולרים בשנת 2020. אלא, שלא ברור אם המנגנון האמור להשפיע על אתיקת ההתנהגות של המבוטחים אכן עושה את המצופה. ה-LOSS RATIO הגבוה של החברה עד עתה מעיד להפך - הקף התביעות גבוה מהמקובל בחברות אחרות.

מחיר מניית למונייד הראה בשנה האחרונה ביצועים גרועים משמעותית ביחס למניות חברות הביטוח המסורתיות והשוק בכלל. נראה כי בעוד למונייד סובלת מכאבי גדילה, היא חייבת צמיחה מהירה כדי להקטין את ההפסדים שלה. בנובמבר רכשה למונייד את חברת ביטוח הרכב הדיגיטלי MetroMile כדי להתרחב מהר לשוק ביטוחי הרכב, להשיג לקוחות והכנסות ולהשיק מוצרי ביטוח ביותר מדינות. לפני הרכישה, למונייד השיקה ביטוח רכב הכולל אפליקציה המשתמשת בטלמטיקה. MetroMile הוקמה ב-2011 והונפקה בפברואר 2021, אך סבלה אחרי ההנפקה מירידה במספר הפוליסות. בדומה לנפילת מחיר מניית למונייד, מחיר מניית MetroMile צנח מכ-20 דולר למניה בשיא לאחר ההנפקה לכ-2.50 דולר למניה השבוע. ההכרזה על רכישת MetroMile על ידי למונייד בחודש נובמבר האיצה את הירידה בשווי שתי החברות. ל-MetroMile רישיונות ב-49 מדינות בארצות הברית ופרמיות ביטוח רכב בהקף של יותר מ-100 מיליון דולר יחד עם קופה של יותר מ-250 מיליון דולר במזומן וגם לה הפסדים משמעותיים. ל-MetroMile ניסיון במכירת ביטוחי רכב בשיטת "שלם לפי ק"מ" יחד עם יכולת למדוד את איכות הנהיגה של מבוטחים. מצד שני, כמו בלמונייד, הפסדיה מעוררים פקפוק לגבי איכות מודל החיתום שלה.

למונייד מצפה להנות מהנסיון של MetroMile בפיתוח אלגוריתמים למכירת ביטוחי רכב ומקווה להפוך את עסקי ביטוח הרכב ליצרני רווח. שווי הרכישה של MetroMile היה בנובמבר כ-500 מיליון דולר, בערך חמישית משווייה בסמוך אחרי הנפקתה. בפועל, העלות ללמונייד תהיה רק קצת יותר מ-200 מיליון דולר בשל המזומנים שבקופת MetroMile. העסקה תתבצע באמצעות החלפת מניות, כך שלא תגרע מקופת המזומנים של למונייד. השלמת הרכישה צפויה במהלך הרבעון השני של 2022 לאחר שכל האישורים הרגולטוריים יושגו. למונייד מצפה כי רכישת MetroMile תפתח לה חלון צמיחה לשוק ביטוחי הרכב ותכניס אותה לליגה הראשונה של תעשיית הביטוח. הנסיון מראה כי הצלחה של עסקאות מסוג זה אינה ודאית. גודל הסיכוי כגודל הסיכון.

לאן הולכת למונייד?

האם רכישת מניית למונייד כיום הינה מציאה כי החברה צפויה לצמוח ולעבור לרווחיות בקרוב, או להפך, השוק נותן ללמונייד שווי ראוי שלא צפוי להשתנות בקרוב? הדעות בשוק חלוקות. מתוך 11 אנאליסטים שסיקרו את מניית למונייד בדצמבר, אחרי רכישת MetroMile, שלושה המליצו חיובית (BUY או STRONG BUY) וארבעה המליצו שלילית (SELL או UNDERPERFORM). דעות האנליסטים חלוקות. דבר אחד ברור - הצלחת למונייד מחייבת שיפור של מודל החיתום, הוזלה של הוצאות רכישת לקוחות והטמעה

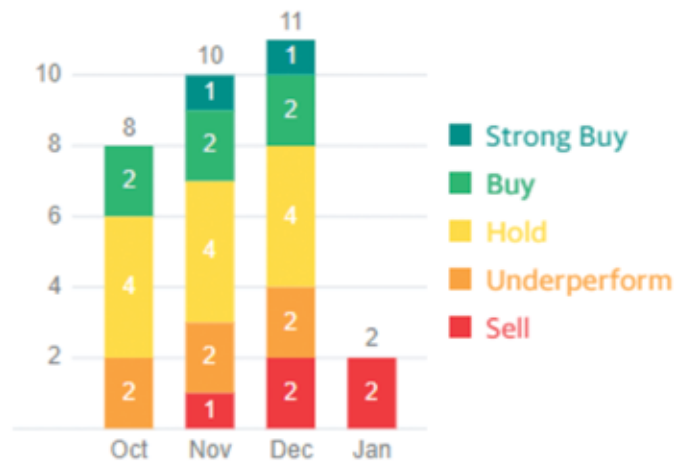
מוצלחת של MetroMile. שלוש משימות מאתגרות במיוחד. מי שחושב שלמוניד תצליח לעמוד בשלוש המשימות - שיקנה את המנייה.

למוניד - נתונים עיקריים (מיליוני \$)

1-9/2021	2020	2019	
1,367,754	1,000,802	643,118	לקוחות
254	213	177	פרמיה ללקוח
203	159	76	פרמיות שהורוחו ברוטו
*91%	71%	72%	Net loss ratio
(173)	(122)	(108)	הפסד כולל
(492)			הפסד מצטבר
(2.80)	(3.63)	(9.75)	הפסד למניה
1,048	541	(183)	הון עצמי

מקור: דוחות כספיים, * כולל נזקי סערות בטקסס.

המלצות אנליסטים למניית למוניד (מקור: Yahoo Finance)



מה חברות הביטוח יכולות ללמוד ממנכ"ל בלאקרוק לארי פינק?

(דן וייס, פורסם 10.6.2021)

מכתבו הפומבי של מנכ"ל בלאקרוק (Blackrock), לארי פינק, מאתגר את הרגולטורים ואת גופי ההשקעות הגדולים בעולם. מכתבו עוסק, בין השאר, בגילוי למשקיעים על מידע משמעותי בחברות ציבוריות. במקרים רבים חברות שמחות לפרסם חדשות טובות, כגון הודעות על עסקאות גדולות, רכישות או אירועים הצפויים להגדיל את שווי החברה ולהשפיע חיובית על מחיר המניה, אך מנסות להימנע מדיווח על חדשות רעות. מצד שני, חברות רבות מגלות רק את המידע המינימלי הנדרש על פי חוק, בעקב כדי להימנע מלחשוף סודות מסחריים. בתי המשפט מרבים לעסוק בחברות שנמנעו מדיווח על אירועים מהותיים שלגביהם החוק מחייב דיווח ועל דיווחים שקריים או מטעים. באופן לא מפתיע, כל הרגולטורים הפיננסיים משקיעים את מיטב זמנם ומרצם בשיפור רמת הגילוי והדיווח בשוקי הון.

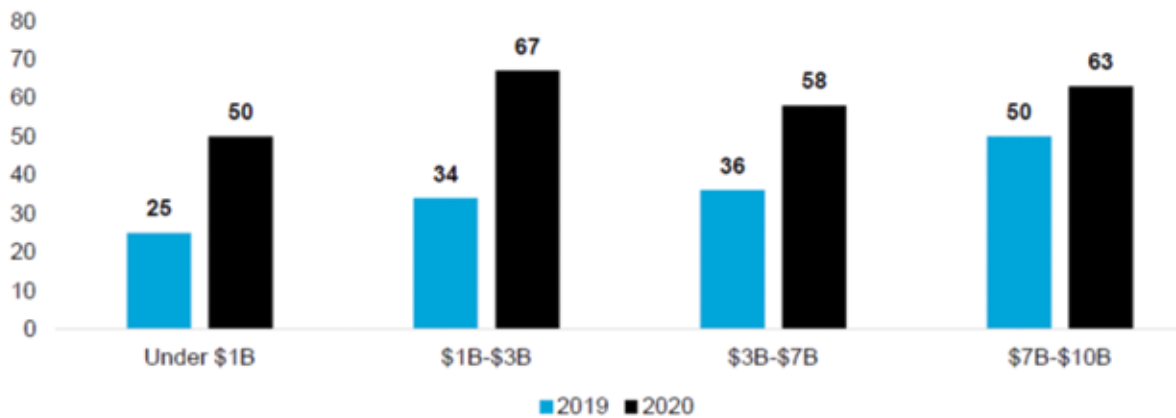
הרגולטורים בכל העולם קובעים כללי דווח ואת כללי החשבונאות העומדים בבסיס הדוחות הכספיים. במהלך שנים רבות, דוחות מידיים ודוחות כספיים הינם כלים מרכזיים להעברת מידע למשקיעים על מצב החברה. בחודשים האחרונים קיים עיסוק רגולטורי נרחב בדיווחים על פעילויות ESG של חברות ציבוריות. מנהלים רבים החלו לבצע פעילויות לקידום פעילויות Environmental, Social and Governance, ESG. פעילויות אלה מקדמות נושאי איכות סביבה, כולל התמודדות עם התחממות האקלים, אחריות חברתית וממשל תאגידי. פעילויות אלה מיטיבות עם בעלי עניין רבים, כולל עובדים, לקוחות, והקהילה בה פועלת החברה.

חלק מדיווחי החברות נערכים על פי תקני דיווח על פעילויות ESG שנקבעו על ידי גופים וולונטריים בארצות הברית. לדוגמה, תקן GRI מתיימר ליצור שפת דיווח משותפת עבור ארגונים כדי לאפשר דיאלוג מושכל וקבלת החלטות סביב ההשפעות ESG. התקן בנוי במתכונת שונה מתקני דיווח חשבונאיים, ללא ביקורת ר"ח חיצוני. כדי להתמודד עם המצב, הרגולטור החשבונאי הבינלאומי, IASB, שמושב בלונדון, הקים Task Force שמטרתו להציע תקן דיווח בראייה חשבונאית. יו"ר הרשות האמריקנית שנכנס לאחרונה לתפקידו, גרי ג'נסלר, טרח להדגיש במספר נאומים את החשיבות הרבה של פעילויות ESG והדיווח עליהן. נייר עמדה חדש של רשות ניירות ערך בארצות הברית מעודד חברות ציבוריות לדווח מרצון על פעילויות ESG, בלי לציין מתכונת דיווח מחייבת. רשות ניירות ערך בישראל פרסמה בחודש שעבר מתווה מוצע של גילוי מרצון על אחריות חברתית וסיכוני ESG. שתי הרשויות מעודדות את החברות הציבוריות לדווח למשקיעים על פעילויות ESG, ואף מדגישות את חשיבות השימוש בתקני דיווח. קיים מרוץ רגולטורי ברחבי העולם לעודד פעילויות ESG, אך בשלב זה הרגולטורים נמנעים מקביעת חובת דיווח על פעילויות ESG וטרם גובשו כללים מחייבים לגבי צורת ועיתוי הדיווח של חברות ציבוריות על פעילויות ESG.

החברות הציבוריות לא מחכות להנחיות הרגולטורים. כ-80% מהחברות הציבוריות הכלולות במדד 500 S&P מדווחות מרצון על פעילויות ESG. לגבי חברות ציבוריות קטנות יותר הקרובות בגודלן לחברות ציבוריות ישראליות הנסחרות בבורסה בתל אביב, סקר של חברת Case & White כלל בדיקה מעמיקה של דיווחי

ESG של 80 חברות ציבוריות אמריקניות קטנות ובינוניות, התוצאות מצביעות כי כ-51% מהחברות העלו לאתרי האינטרנט שלהן גילוי מרצון לגבי פעילויות ESG שביצעו. תוצאה זו מהווה גידול של 16% לעומת שנת 2019. הגילויים בנושא ESG נעים בין פסקה למספר דפי אתרים או דוח קיימות עצמאי שחברות מעלות לאתר שלהן. התרשים מראה עליה משמעותית במספר החברות הקטנות המדווחות. עלייה זו בהיקפי הדיווח מצביעה על כך שגם חברות קטנות מתמקדות בפעילות ESG, או לפחות נוסות יותר ויותר לספק גילויים למשקיעים בנושא זה. באופן דומה - כמה עשרות חברות ציבוריות בישראל מדווחות מרצון על פעילויות ESG.

אחוז החברות הציבוריות הקטנות בארה"ב המדווחות על פעילויות ESG (לפי קבוצות גודל)



אלא, שהדיווחים מרצון הללו שונים מאד מדיווחים מנדטוריים המחויבים על פי חקיקת ניירות ערך. חלק מהחברות מציינות לתקני דיווח וולונטריים, לעיתים באופן המעורר שאלות, וחלקן אינו מסתמך עליהם כלל. חלק מהדיווחים נערכים על ידי אנשי יחסי ציבור כדי להאדיר את החברה ללא ביקורת חיצונית, ולא על ידי אנשי כספים האמונים על דיווחים מקצועיים. כתוצאה, אין אחידות בפורמט הדיווח, ותכני הדיווחים על פעילויות ESG שונים בין חברות, כאשר פעילויות מסוימות מדווחות בחברות מסוימות, אך לא באחרות. חלק מהדיווחים איכותיים וחלק כוללים נתונים כמותיים, חלק מהדיווחים כוללים את המשמעות הכספית של הפעילויות ובחלקם אין מידע כספי. אף עיתוי הדיווח שונה מחברה לחברה. איש היישר בעיניו ידווח (או חברה היישר בעיניה תדווח).

ובכל זאת ניכר ציאות. לא לרגולציה. החברות מציינות ללארי פינק, מנכ"ל בלקרוק, שנוהג לכתוב מכתב שנתי פומבי למנכ"ל החברות שבלקרוק משקיעה במניותיהן. במכתביו, לארי פינק קרא לחברות הפורטפוליו של בלקרוק לפרט ולכמת את ההשפעה של סיכונים והזדמנויות סביבתיות וחברתיות באמצעות דיווח לציבור. בנוסף, הוא מעודד חברות לפרט בדיווחיהן על כל הפעולות ה-ESG שנוקטו או מתוכננות ומבקש מחברות הפורטפוליו לדון כיצד גורמי ESG משפיעים על ביצועי החברות.

מתוצאות מחקר חדש שערכו פולישק, סקינר וולמן השנה, עולה כי החברות הגיבו לבקשת פינק בדיווחים מידיים שפורסמו תוך 30 יום לאחר קבלת המכתב, הכוללים התייחסות לבקשות תוך שימוש בביטויים דומים לאלה שבמכתב. במקביל, ביטויים הנזכרים במכתבו של פינק לא נמצאו בחברות שבהן Vanguard או State Street היום בעלי מניות גדולים. התוצאות מצביעות על חברות שמדווחות בהתאם לדרישות במכתבו של לארי פינק. יותר מכך. המחקר אף בדק אם בלקרוק מעריכה את תגובת החברות לדרישות הגילוי במכתבו של לארי פינק באמצעות בדיקת אופן ההצבעה של בלקרוק באספות בעלי מניות של החברות. התוצאות מצביעות כי בלקרוק נוטה להתנגד באסיפת בעלי מניות להחלטות המוצעות על ידי

החברות ולמינויי דירקטורים המוצעים על ידן כאשר הן אינן מצייתות לדרישות הדיווח במכתבו של פינק. ביחד, התוצאות מדגישות כי משקיע מוסדי גדול בארצות הברית משפיע על דיווחי חברות הפורטפוליו באמצעות פנייה פומבית אליהן ומעורבות ציבורית רחבה.

באופן ברור, לארי פינק משפיע על דיווחי החברות לגבי סיכונים והביצועים הנובעים מפעילויות ESG. פינק מלמד את הרגולטורים וגם את הגופים המוסדיים שיעור מרתק על פעולה של גוף מוסדי בשוק ההון לקידום הסביבה, אחריות חברתית וממשל תאגידי לטובת כל בעלי העניין בחברות. אתגר משמעותי לרגולטורים ולגופים המוסדיים בישראל.

חלק ג' מי צריך משטר תאגידי?

בחלק זה נספר שמונה סיפורי מעשיות על משטר תאגידי. משטר תאגידי הוא מכלול הנהלים, המנהלים, התהליכים שלפיהם מנוהל התאגיד. משטר תאגידי הוא כלל החוקים והתקנות המכתיבים את פעולת התאגיד וכן המוסדות וגופי הבקרה שלפיהם מתנהל ומבוקר תאגיד. לתאגיד בעלי עניין רבים: בעלי מניות, מנהלים, דירקטוריון, מלווים, עובדים, ספקים, לקוחות, רגולטורים והקהילה הרחבה הסובבת אותו. משטר תאגידי יעיל יבטיח יחסים תקינים בין בעלי העניין ויאפשר לתאגיד להשיג את מטרותיו בצורה יעילה יותר. משטר תאגידי יעיל הוא אמצעי לשמירת חוסנו של התאגיד. ללא גופי ניהול ובקרה יעילים, הסיכוי שהתאגיד ייקח סיכונים מיותרים ואף יפשוט רגל גדל. המדינה, באמצעות הרגולטורים, החוקים והתקנות, חייבים לדאוג לכך שלתאגידים יהיה משטר תאגידי יעיל, דבר שיבטיח כלכלה יעילה יותר.

הסיפור הראשון עוסק מביא ממצאים מחקריים על כך שחברות, המונהגות על ידי אנשים בעלי הרשעות פליליות, נוהגות לקחת סיכונים יתר. הסיפור השני עוסק בתפקידם הכלכלי של חושפי שחיתויות בשיפור הבקרה הפנימית והדיווח הכספי. הסיפור השלישי מספר על תפקידו של יו"ר דירקטוריון בבנקים ועל אופן קביעת שכרף והרביעי מדבר על חוזק הדירקטוריון בשופרסל וברמי לוי. הסיפור החמישי מסב תשומת לב לתשואות עודפות במניות של חברות עם גרעין שליטה משפחתי, ואילו השישי מפנה תשומת לב למצבים בהם מנכ"לים משמשים כדירקטורים וחברים בוועדות תגמול בחברות אחרות. הסיפור השביעי עוסק בשיקולי השקעה של קרנות פנסיה, והשמיני והאחרון עוסק בדיווח על חולשות במערכת הבקרה הפנימית של הארגון, המהווה נדבך חשוב במשטר התאגידי.

האם כדאי להשקיע בחברות המונהגות על ידי אנשים בעלי הרשעות פליליות?

(אלי אמיר, פורסם 4.11.2021)

הרשעות פליליות קשורות לנטייה לקחת סיכונים - תכונה שהיא משמעותית במיוחד בעולם העסקי ובשוק ההון. שני מחקרים בדקו כיצד בכירים שהורשעו בפלילים משפיעים על התנהגות חברותיהם, ומצאו שההשפעה היא שלילית בעיקרה, ולכן מסוכנת יותר.

לאחרונה התפרסם כי הראל הרשטיק, האיש שרצח את לוכד הנחשים יעקב סלע ב-1996 וריצה 25 שנות מאסר, הוא המוח הטכנולוגי מאחורי סנט־טק - חברה שמפתחת מכשיר לזיהוי קורונה באמצעות נשיפה, ושעתידה להתמוזג עם השלד הבורסאי נקסט ג'ן. יעקב עמידור, יו"ר נקסט ג'ן, אף העיד לטובת הרשטיק בוועדת השחרורים, ועורכת הדין שייצגה אותו תמנה בה לדירקטורית. על המשקיעים בחברה נמנים גם שולם לפידות, ג'קי בן זקן ועמנואל רוזן.

מאד מפתה לדון בשאלות כגון האם יש להתיר לאנשים בעלי הרשעה פלילית (להלן לשם קיצור - מורשעים) לפעול בשוק ההון? האם היית משקיע בחברות המונהגות על ידי מורשעים? האם לאחר ששילמו את "חובם לחברה" יכולים המורשעים לעשות כאוות נפשם? אינו מתכוון לעסוק בשאלות אלה כלל. אני אתייחס למשמעות הכלכלית של השקעה בעסקים המונהגים על ידי מורשעים.

שני מחקרים שערכתי עם עמיתי הפרופסורים קלונקי (Oulu Business School, Finland) ונילסון (Stockholm School of Economics, Sweden) עשויים להיות רלוונטיים להבנת העסקה שתוארה לעיל. המחקר הראשון, שפורסם בכתב העת *Australian journal of Management*, ושכותרתו *Criminal Convictions and Risk Taking*, אסף נתונים על הרשעות פליליות של דירקטורים, מנכ"לים, מנהלי כספים ובעלי מניות עיקריים (בעלי החזקה של לפחות 10% בהון) בחברות הציבוריות בשוודיה. מדוע שוודיה? מכיוון ששוודיה היא אחת המדינות שבהן חוק חופש המידע באמת מופעל וניתן לקבל מידע לצורכי מחקר אקדמי עם התחייבות שלא לפרסם פרטים מזוהים על הנוחקרים. ובאילו הרשעות פליליות מדובר? מדובר בעבירות חמורות שהובילו לתאונות (לדוגמא, נהיגה בשכרות, גרימת חבלה מתוך רשלנות), עבירות מכס, רכוש, גניבה, רמאות, מסחר במידע פנים ועוד. המידע על הרשעות פליליות הוצלב עם מספרי זיהוי ורשימות דירקטורים, המנכ"לים, מנהלי כספים ובעלי מניות עיקריים בחברות הציבוריות בשוודיה.

התוצאות היו מפתיעות (ראו טבלה). לרבע מהדירקטורים ומנהלי הכספים היו הרשעות פליליות, כשליש מהמנכ"לים היו בעלי הרשעות פליליות, וכמעט לחצי מבעלי המניות בעלי החזקה של למעלה מ-10% היו הרשעות פליליות. אחוזים אלה גבוהים משמעותית מאחוז ההרשעות הפליליות באוכלוסייה. ממצא מעניין נוסף הוא שאחוז הדירקטורים ומנהלי הכספים המורשעים נמוך מזה של מנכ"לים ובעלי מניות משמעותיים. הסיבה לכך נעוצה ברגולציה המונעת לעיתים מדירקטורים מורשעים לשרת בדירקטוריונים של חברות ציבוריות ואילו מנהלי כספים הם ברובם רואי חשבון שתדירות ההרשעות הפליליות שלהם קטנה באופן משמעותי. אבל ברואי החשבון נעסוק עוד מעט.

ללא הרשעות פליליות	בעלי הרשעות פליליות	
74.7%	25.3%	דירקטורים
64.3%	35.7%	מנכ"לים
75.5%	24.5%	מנהלי כספים
55.8%	44.2%	בעלי מניות עם החזקה של 10%

נוטות להיכשל יותר

הצעד הבא היה לבדוק האם קיום הרשעות פליליות משפיע על מדיניות החברה. ומדוע שתהיה השפעה כזאת? המחקר בקרימינולוגיה מנסה לאפיין התנהגות פלילית, ואחת המסקנות החשובות היא שאנשים בעלי רקע פלילי נוטים יותר לקחת סיכונים. הנטייה לקחת סיכונים איננה נחלתם הבלעדית של בעלי ההרשעה הפלילית. כל אדם לוקח סיכונים. אך אנשים בעלי הרשעות פליליות נוטים לקחת סיכונים מוגזמים שאין בהם תועלת מפצה מתאימה. דומה הדבר לאדם ההולך על קצה המצוק. רובנו ניזהר ולא נתקרב לקצה המצוק, כי התועלת מהליכה על קצה המצוק נמוכה מהעלות הכרוכה בכך (ליפול למטה). אך חלק מהאנשים ילכו ויתקרבו לקצה המצוק מכיוון שאינם מעריכים נכונה את הסיכון, ומשם הסיכוי ליפול למטה גבוה יותר. כלומר, אנשים בעלי הרשעות פליליות מעריכים בחסר את ההסתברות שייפסו וגם את הנזק ואי הנוחות הנובעים מהרשעה פלילית.

כחשבונאים החלטנו להתמקד בנתונים חשבונאיים כגון: שונות הרווחים, עסקאות מיזוגים ורכישות, ותזמון של גילוי מידע שלילי. מצאנו ששונות הרווחים של חברות המונהגות על ידי מורשעים גבוהה יותר. כלומר, קיים סיכון רב יותר שהרווח יהיה נמוך מאד או שלילי והחברה תקרוס. כמו כן, חברות המונהגות על ידי מורשעים נוטות להיכשל יותר בעסקאות מיזוגים ורכישות, דבר המתבטא במחיקות מוניטין תכופות יותר ומשמעותיות יותר. ועוד, חברות המונהגות על ידי מורשעים נוטות לדחות גילוי מידע שלילי, כלומר הדיווח הכספי שלהם הוא אגרסיבי יותר. בקיצור, חברות המונהגות על ידי מורשעים נוטות לקחת יותר סיכונים ביחס לחברות שאינן מונהגות על ידי אנשים בעלי הרשעות פליליות. אדם המשקיע את כספו בחברה כזאת צריך להבין שקיים פה גורם סיכון נוסף שכנראה לא מתומחר על ידי השוק כי הרי לא מדובר פה בסיכון סיסטמתי אלא בסיכון ספציפי לחברה.

לבדוק היטב את המחיר

המחקר השני, שפורסם בכתב העת *Review of Accounting Studies*, עסק ברואי חשבון מבקרים של חברות ציבוריות בשוודיה. המחקר התמקד בשותפים בפירמה, החותמים על דוח המבקר, ושיש להם הרשעות פליליות. אגב, בשוודיה השותף האחראי על הביקורת חותם בשמו על הדוחות הכספיים. בישראל, החתימה על דוח המבקר נושאת את שם פירמת רואי החשבון. מצאנו של-12% מרואי החשבון המבקרים יש הרשעות פליליות. אחוז זה נמוך משמעותית מכל בעלי התפקידים שהוצגו לעיל, אך עדיין מדובר באחוז לא מבוטל. בשיחות שערכנו עם רואי חשבון עלתה טענה מעניינת: לאחר חתימת הדוחות הכספיים נהוג לחגוג את האירוע בהרמת כוסית (כנראה יותר מאחת) ואז יתכן שרואה החשבון חוזר לביתו כשהוא נוהג שיכור ומשם הדרך להרשעה קצרה יותר.

כיצד יתכן שלרואה חשבון יש הרשעה פלילית? ראשית, יתכן שהרשעה חלה לאחר שרואה החשבון קיבל את רישונו. והרי מעטים המקרים בהם רואה חשבון מאבד את רישונו כתוצאה מעבירה פלילית. שנית, יתכן שהעבירה איננה עבירה כלכלית ולא מונעה מהאדם לקבל רישיון רואה חשבון.

המחקר שלנו התמקד במאפיינים של הפירמות המבוקרות על ידי רואי החשבון. מצאנו שפירמות, המבוקרות על ידי רואי חשבון מורשעים, נוטות להיות מסוכנות יותר. הסיכון המוגבר של פירמות אלה מתבטא בסיכון פיננסי מוגבר. ניתוח של יחסי חוב/הון ויחסים פיננסיים אחרים הצביע בבירור על איתנות פיננסית נמוכה יותר. בנוסף, חברות אלה רווחיות פחות. כמו כן, חברות אלה נוטות יותר לבצע מחיקות חשבונאיות, דבר המעיד על כשלים עסקיים תכופים יותר. ממצא מעניין נוסף נוגע למשטר התאגידי של החברות המבוקרות: רואי חשבון מורשעים נוטים יותר לבקר חברות שבדירקטוריון או בהנהלה שלהן יושבים אנשים מורשעים. כדי לסגור את המעגל בדקנו את מבנה שכר הטרחה של רואי החשבון. מצאנו שרואי חשבון מורשעים נוטים לקבל שכר טרחה גבוה יותר, בממוצע, אך שכר הטרחה שלהם אינו מפצה אותם על עודף הסיכון בביקורת של חברות מסוכנות יותר. כלומר, שכר הטרחה ליחידת סיכון נמוך יותר.

המסקנה העולה ממחקרים אלה היא שחברות המונהגות או מבוקרות על ידי אנשים בעלי הרשעות פליליות, הן השקעות מסוכנות יותר. אין זה אומר שלא כדאי להשקיע בהם. אבל זה בהחלט אומר שיש לבדוק היטב את המחיר.

מדוע דיווחי בואינג מעוררים חושפי שחיתויות?

(דן וייס, פורסם 30.12.2021)

בואינג, יצרנית המטוסים, שילמה 2.5 מיליארד דולר בשל האשמות פליליות בדווח כוזב והסתרת מידע מה-FAA, רגולטור התעופה האמריקאי. לא מדובר בפעם הראשונה שבואינג מסתבכת בעברות דיווח. עובדים בבואינג דיווחו לעיתונות מספר פעמים על "קשיים" בדיווחי הרווח של החברה ממכירת מטוסים וחלקי חילוף. השאלה החשובה היא מדוע החברה מואשמת שוב ושוב בדווח מניפולטיבי? האם זו תרבות ארגונית או שסיבה אחרת עומדת בבסיס ריבוי המקרים.

מקרים רבים של בעיות דיווח

בבואינג היו מקרים רבים של התמודדות עם חקירות רגולטוריות והאשמות של חושפי שחיתויות על מניפולציה חשבונאית בדיווחים על רווחים ממכירת מטוסים וחלקי מטוסים. עוד בשנת 1994, בואינג שילמה 75 מיליון דולר כדי ליישב האשמות שהיא גבתה מהממשלה סכומים שלא הגיעו לה לגבי חוזים צבאיים לאספקת חלקי חילוף. בשנת 2002 התמודדה בואינג עם תביעת הונאה בניירות ערך בסך 92.7 מיליון דולר. ההאשמות כללו ליקויים בנהלי הדיווח של החברה. בואינג עמדה אז בפני בעיות ייצור בקנה מידה גדול, ונטען כי הדווח החשבונאי הסתיר מהמשקיעים את הפסדיה.

בשנת 2007, שני מבקרים פנימיים של חברת בואינג סיפרו לעיתונאי על "קשיים" בבקרה של בואינג על תהליך הדיווח הכספי שלה. חושפי השחיתויות הזהירו תחילה את בואינג כי ייתכן ש"קשיי הבקרה" מפרים את חוק Sarbanes-Oxley. לאחר שהבינו שהחברה מתעלמת מהם, שני המבקרים שוחחו עם עיתונאי. לאחר שהתפרסמה כתבה, בואינג פיטרה אותם בשל דיווח אסור לעיתונאים. השניים תבעו את החברה, תוך הסתמכות על הגנת חושפי שחיתויות בחוק Sarbanes-Oxley, והפסידו. הערעורים שלהם הגיעו עד לבית המשפט העליון של ארה"ב, אשר דחה את בקשתם להגנה. השופטים קבעו כי חוק Sarbanes-Oxley אינו מגן על חושפי שחיתויות המדברים עם העיתונות. בהמשך, בשנת 2009 בואינג שילמה 25 מיליון דולר כדי ליישב את האשמות של חושפי שחיתויות אחרים מתוך החברה.

בעיות דיווח עלו גם בקשר לדרימליינר, בואינג 787. פיתוח המטוס הוצג כידידותי לסביבה, חברו הטוב של הטייס והתשובה לתסכולי הטיסה של כל נוסע. בהשוואה למטוסים מסחריים סטנדרטיים, הדרימליינר תוכנן להיות חסכוני בדלק ועשוי מחומרים קלים יותר. כבר ב-2014 היו דיווחים שהחברה לא מיישמת בקרות איכות נאותות לאורך תהליך הייצור של הדרימליינר. דאגה מיוחדת עוררו טענות לפיהן בואינג הסתירה זאת בכוונה. עובדי בואינג אנונימיים הביעו את חששותיהם בסרטון תיעודי על תקלות בתהליך הפיתוח של המטוס, Broken Dreams: Boeing 787. כמו כן, תחזית ההנהלה למכור 1,300 מטוסי 787 בתוך מספר שנים לא התממשה, עוד לפני הקורונה, ועלויות הייצור גדלו. אמון הצרכנים והמשקיעים נחלש לאור בעיות שעלו בתהליך הייצור של הדרימליינר. אקלים זה שנוצר בבואינג הפך את ההאשמות על הפרות חשבונאיות לחלק בפאזל גדול יותר.

בתחילת שנת 2021, חברת בת של בואינג, Insitu, שילמה במסגרת הסכם פשרה 25 מיליון דולר כדי ליישב תביעה פדרלית המאשימה אותה במרמה באמצעות חיובי יתר של הממשלה על חלקים חדשים שרכשה מהחברה. משרד המשפטים האמריקאי האשים את החברה ב"הגשה ביוזעין של נתוני עלות ותמחור שקריים מהותית". התביעה באה בשל דיווח של עובד בואינג, שדיווח על המרמה לממשלה ואחר כך פוטר על ידי בואינג. עובד זה קיבל כ-5 מיליון דולר מסכום הפיצוי עבור חשיפת ההונאה ו-Insitu התחייבה לשלם גם את הוצאות המשפט שלו.

גישה חשבונאית בעייתית

בואינג מדווחת על רווחיה ממכירת מטוסים וחלקי חילוף על פי גישת PROGRAM ACCOUNTING. גישה זו מביאה בחשבון שמטוס חדש, למשל דרימליינר, כרוך בהוצאות רבות מראש לפני תחילת הייצור, חלקן עלויות התכנון וחלקן הוצאות הקמת קו ייצור. הגישה מאפשרת לבואינג לפרוש את עלויות הייצור העצומות שלה על פני שנים רבות - לכל אורך התקופה שבה צפוי להימכר המטוס. כך עלויות ששולמו מראש נדחות לתקופות עתידיות. הגישה מאפשרת הורדת עלויות הייצור המדווחות והגדלת הרווח ממטוס בשלבים המוקדמים של הכנסת מטוס חדש לשוק והחלקת שולי הרווח על פני אורך החיים הצפוי של ייצור המטוס. התיאוריה מאחורי גישה זו טוענת כי עלות הייצור ליחידה תרד לאורך זמן עקב יעילות הנובעת מיתרונות לגודל והשפעת תהליכי התייעלות ולמידה. הגישה גם מאפשרת לחברה לרשום מלאי בעלות שעלולה לעלות על הערך בר-השבה של המטוסים הנמצאים במלאי.

בואינג היא אחת החברות הבודדות המשתמשות בגישה זו, המאפשרת לחברה לכלול רווחים עתידיים שטרם מומשו בתוך רווח המדווח בדוחות כספיים. בפועל, מנהלי החברה נדרשים להפעיל שיקול הדעת בקביעת היקף מכירות והוצאות במשך שנים קדימה. ככל שתחזית כמות המכירות בעתיד גדולה יותר, פחות הוצאות ישוייכו לשנה הנוכחית ורווח החברה יגדל. בפרט, בואינג משתמשת בגישה זו בדווח על רווחי דגמי המטוסים העיקריים שלה, כולל הדרימליינר.

גישת PROGRAM ACCOUNTING מעודדת מנהלים לקבוע תחזיות אופטימיות. אנליסטים רבים מטילים ספק בתחזיות של בואינג לגבי מספר המטוסים שהיא צפויה למכור בשנים הבאות. עוד בשנת 2013, The Motley Fool, אנאליסט מוביל בשוק האמריקאי, כינה את השימוש שעושה בואינג בגישה PROGRAM ACCOUNTING כ"טריק חשבונאי" בגלל שבואינג הגדילה את הרווח שדווח בדוחות הכספיים באמצעות הגדלת תחזית מספר המטוסים שהיא תמכור, מ-1,100 ל-1,300. כיום, הערכות למספר המטוסים שיש למכור כדי להגיע לנקודת איזון נעות בין 1,300 ל-2,000, אך מספר המטוסים שנמכרו נמוך יותר. לכן חלק מהוצאות פתוח המטוס שבוצעו לפני למעלה מעשר שנים טרם הוכרו.

מי אחראי לבעיות הדיווח?

בואינג טענה שכל תקלות הדיווח הן בשל מורכבות ייצור המטוסים. המנכ"ל היוצא, דניס מילנבורג, הגן על מערכת הדיווח הכספית של בואינג. המנכ"ל החדש שנכנס לתפקידו לפני יותר משנה, דייוויד קלהון, שהינו רו"ח בהשכלתו, לא שינה את הגישה החשבונאית הבעייתית. לעומת זאת, משקיעים, כלי תקשורת וכמה מעובדי בואינג עלולים לפקפק ביושרה הפיננסית של החברה. טעויות חשבונאיות יכולות לקרות בכל חברה, אבל רבים סוברים כי הבעיה בבואינג קשורה לבחירה שלה בגישת הדיווח החשבונאי. חושפי השחיתויות בבואינג מעלים חשש ששיטות חשבונאיות של החברה הן חלק מהטעיית משקיעים ומצפים כי חברה גדולה תמצא מערכת דיווח כספית אמינה יותר.

מצד שני, רשות ניירות ערך האמריקאית מתירה דיווח על פי PROGRAM ACCOUNTING למרות שגישה זו יוצרת תמריצים כבדים למנהלים לבצע מניפולציות העלולות להטעות את המשקיעים ולהסתיר מהם מידע חשוב. השימוש בגישה זו מתמרץ מנהלים לנפח את תחזיותיהם כדי למנוע הפסדים ולהסתיר בעיות תפעוליות. כלומר, נראה כי אישור הגישה על ידי הרגולטור האמריקאי יוצר תמריצים בעייתיים ושורה של חקירות. להבדיל, הגישה אסורה על פי IFRS ואירבס האירופית, המתחרה של בואינג, מדווחת על מלאי לפי עלות או שוק, כנמוך שבהם (IAS 2). האם הרגולטור האמריקאי המאפשר זאת רואה את טובת המשקיעים?

**אספקות מטוס דרימליינר, בואינג 787
(מקור FlightGlobal)**

שנה	אספקות
2011	3
2012	46
2013	65
2014	114
2015	135
2016	137
2017	136
2018	145
2019	158
2020	53
2021 (עד יולי 2021)	14
סך הכל	1,006

מה קורה שהמנכ"ל מרוויח הרבה יותר מהיו"ר ומי באמת מוביל את החברה?

(אלי אמיר, פורסם 29.7.2021)

משטר תאגידי תקין כולל הפרדה בין המנכ"ל ליו"ר הדירקטוריון. המנכ"ל מנהל את העסק, ויו"ר הדירקטוריון אמור לפקח עליו. כך גם טוען המפקח על הבנקים, בעיקר שמדובר בבנקים ללא גרעין שליטה, שבהם פערי השכר בין היו"ר למנכ"ל נמוכים לעומת חברות אחרות.

לאחרונה פרסם המפקח על הבנקים טיוטת הוראות המתייחסות לאפקטיביות הדירקטוריון של הבנקים ותוך התייחסות מיוחדת ליו"ר הדירקטוריון בבנקים ללא גרעין שליטה. המטרה המוצהרת מאחורי פרסום ההוראות החדשות היא לחזק את מעמדו של הדירקטוריון כגוף המכוון ומפקח על פעולות ההנהלה, להגדיר ולתחם את תפקיד הדירקטוריון תוך יצירת הפרדה בין ההנהלה לבין הדירקטוריון. ההוראות החדשות הן בנות משמעות מיוחדת כאשר מדובר בבנקים ללא גרעין שליטה (פועלים, לאומי, דיסקונט).

בכל עסק גדול קיים קונפליקט בין הבעלים (השולח) לבין ההנהלה (השליח). תפקיד ההנהלה (השליח) הוא לקבל החלטות הממקסמות את תועלתו של השולח. אבל, השליח (קרי, ההנהלה) מעוניין למקסם גם את תועלתו שלו ולא בהכרח רק את תועלתו של השולח. קונפליקט זה נקרא בכלכלה "בעיית הנציג". האם לא ניתן לבטל את בעיית הנציג באמצעות הטבות כלכליות? התשובה היא שניתן לעשות זאת רק על ידי מתן החברה במתנה לנציג. ניתן לנסות להקטין את בעיית הנציג על ידי שיתופו כבעלים בחברה (אופציות, מניות) אך גם כאן מתברר שמנגנוני שיתוף כאלה לא כל כך יעילים ומשמשים בעיקר לשאיבת כספים מהחברה (דוגמאות: תופעת תיארוך לאחר של אופציות למנהלים והעובדה שאיננו חוזים לעיתים קרובות במנהלים המחזירים בשנים קשות בונסים שקיבלו בשנים טובות).

לא בכל חברה ציבורית קיים גרעין שליטה. לדוגמא, בבנקים הפועלים, לאומי ודיסקונט לא קיימים כיום גרעיני שליטה. בבנק מזרחי ובינלאומי יש גרעיני שליטה. אז אם אין גרעין שליטה, מי הבעלים של הבנק? התשובה ברורה: ציבור בעלי המניות, שהם בערך כל תושבי מדינת ישראל שיש להם קרן פנסיה, תגמולים, או השקעה בקרנות נאמנות. וכי אמור לייצג את ציבור בעלי המניות, קרי את אזרחיה הטובים של מדינת ישראל, מול הנהלת הבנק? הדירקטוריון ובראשו יו"ר הדירקטוריון. וכיצד ניתן להגדיל את ההסתברות שיו"ר הדירקטוריון אכן ימלא את תפקידו וייצג את הציבור? יוצרים הפרדה בינו לבין ההנהלה. מנסים לכוון אותו להתנהג כמו דירקטור חיצוני ולא כדירקטור מטעם ההנהלה. וכאן נכנסות לתמונה ההוראות החדשות של המפקח על הבנקים. לזכות המפקח יש לומר שהוא מנסה לשנות את המצב כך שיו"ר הדירקטוריון בבנק ללא גרעין שליטה ייצג את הציבור בפני ההנהלה ולא את ההנהלה בפני יתר הדירקטוריון.

עיון בטיוטת ההוראות מצביע על ניסיון לחזק את מעמדו של יו"ר הדירקטוריון בשני אופנים. הראשון הוא ניסיון להגדיר בצורה טובה יותר את תפקידיו ואת תחומי אחריותו של הדירקטוריון והעומד בראשו, תוך הפרדה ביניהם להנהלה. השני הוא מתן אפשרות לתגמל את יו"ר הדירקטוריון באופן הולם את תפקידיו ושאינו פוגע בעצמאותו.

כיצד יכולה מערכת תגמול לפגום בעצמאות יו"ר הדירקטוריון? אם התגמול קשור לתוצאות הבנק, הרי שקיימת תלות בין הבנק לבין יו"ר הדירקטוריון. אם לעומת זאת, מערכת התגמול קשורה אך ורק למספר הישיבות בתוספת סכום קבוע, כנהוג לגבי דירקטורים חיצוניים, הרי שיש פחות תלות בין יו"ר הדירקטוריון לבנק עצמו. ואם לא קיים גרעין שליטה, יש לקבוע מערכת תגמול ליו"ר הדירקטוריון שאיננה קשורה לתוצאות הבנק ושדומה במהותה ובגודלה לתגמול של דירקטורים חיצוניים. ניתן כמובן לנקוט בעוד אמצעים. לדוגמא, יו"ר הדירקטוריון יבחר על ידי הדירקטורים החיצוניים לתקופה של שלוש שנים. אבל לא הכל ורוד. יש גם חסרונות. כדי לפקח ביעילות על המנכ"ל, על יו"ר הדירקטוריון להכיר היטב את פעילות הבנק וזה אומר להיות מעורב בתהליכי קבלת ההחלטות. אבל בהחלט יתכן שההוראות החדשות דווקא יגבילו את יו"ר הדירקטוריון בביצוע פיקוח יעיל על המנכ"ל.

היו"ר מקבל מעט פחות ממנכ"ל הבנק

ניגש למספרים. בשנת 2014, היה שכרו של יו"ר דירקטוריון בנק הפועלים 7,887 אלפי ש"ח. המנכ"ל באותה שנה קיבל 8,524 אלפי ש"ח (8% יותר). תגמול שניהם כלל מרכיב מבוסס מניות. כלומר הייתה קיימת תלות בין ביצועי הבנק לתגמול יו"ר הדירקטוריון. בשנת 2013, יו"ר הדירקטוריון של לאומי קיבל 5,241 אלפי ש"ח והמנכ"לית קיבלה 6,285 אלפי ש"ח, כלומר 20% יותר. בשנת 2014, עם חתימת ההסדר עם משרד המשפטים האמריקני, וממש לפני כניסת חוק שכר בכירים לתוקף, ירד התגמול ליו"ר הדירקטוריון ל-3,078 אלפי ש"ח, ולמנכ"לית ל-4,130 אלפי ש"ח (34% יותר) - וגם היה שם תגמול מבוסס מניות.

בשנת 2020, היה תגמול יו"ר הדירקטוריון והמנכ"ל בחמשת הבנקים:

בנק	יו"ר דירקטוריון אלפי ש"ח	מנכ"ל אלפי ש"ח	הפרש באחוזים
לאומי	3,312	3,320	0.2%
פועלים	2,800	2,961	5.7%
דיסקונט	2,884	3,331	15.5%
ממוצע בנקים ללא גרעין שליטה	2,999	3,204	6.8%
מזרחי	3,603	3,956	9.8%
בינלאומי	2,702	3,410	26.2%
ממוצע בנקים עם גרעין שליטה	3,153	3,683	16.8%

בממוצע על פני בנקים ללא שליטה לשנת 2020, יו"ר הדירקטוריון מקבל כ-7% פחות ממנכ"ל הבנק. נתון זה נראה מוזר. האם יו"ר הדירקטוריון עובד קשה כמו מנכ"ל הבנק? הרי על יו"ר הדירקטוריון לנהל את ישיבות הדירקטוריון ולפקח על פעילות המנכ"ל, בעוד המנכ"ל עושה ימים כלילות בניהול הבנק. מצד שני, אם יו"ר הדירקטוריון מעורב בקבלת ההחלטות וממלא תפקיד הדומה למנכ"ל ולא תפקיד הדומה לזה של יו"ר דירקטוריון, הרי שהוא זכאי לשכר הדומה לזה של מנכ"ל. כנראה שנקודה זו היא זו שטרדה את מנוחתו של המפקח על הבנקים.

ומה קורה בחברות שאינן בנקים? בחרתי 10 חברות מתוך מדד תל אביב 35. להלן תגמול יו"ר הדירקטוריון והמנכ"ל.

חברה	יו"ר דירקטוריון אלפי ש"ח	מנכ"ל אלפי ש"ח
קבוצת עזריאלי	3,168	6,802
אלוני חץ	1,154	5,856
בזק	1,951	5,209
מליסרון	1,563	4,762
שופרסל	1,005	8,706
הפניקס	2,239	3,469
שטראוס	4,830	6,806
הראל השקעות	2,592	3,499
אלקטרה	1,300	15,432
אשטרם	5,509	5,660
ממוצע	2,531	6,620

שכר יו"ר הדירקטוריון בבנקים ללא גרעין שליטה גבוה ב-19% ממקבילו בחברה שאינה בנק. לעומת זאת, כתוצאה מחוק שכר בכירים במערכת הפיננסית, שכר המנכ"ל בבנק נמוך בכ-50% בממוצע משכר מנכ"ל בחברה שאינה בנק (גם אם נוציא את אלקטרה, עדיין מדובר בהבדל גדול). הנתון המעניין ביותר נוגע להפרש בין שכר היו"ר לשכר המנכ"ל. בעוד בבנקים ללא גרעין שליטה ההפרש הוא זניח, בחברות שאינן בנק, ההפרש בממוצע הוא 60%.

כעת ברור לי מדוע בחר המפקח על הבנקים להוציא את טיוטת ההנחיות החדשה. יתכן שלדעת המפקח (ואני אומר כאן את דעתי בלבד), יו"ר הדירקטוריון בבנק מתוגמל ביתר ביחס למקבילו בחברות לא-בנקאיות אך בעיקר ביחס למנכ"ל איתו הוא עובד. האם נקודה זו לכשעצמה כה חשובה? כנראה שהבעיה איננה נעוצה בסכומים עצמם, כי הרי גם יו"ר הדירקטוריון וגם המנכ"ל כפופים לחוק שכר בכירים. הבעיה כנראה נעוצה בחלוקת התפקידים בין יו"ר הדירקטוריון למנכ"ל ואולי אפילו בשאלה מי מוביל את הבנק. המפקח כנראה מעוניין להתמקד יותר בשאלה מי מייצג את הציבור ופחות בשאלה מי מספר 1.

שופרסל מול רמי לוי: בסוף הכל תלוי בגרעין השליטה ובחוזק הדירקטוריון (אלי אמיר, פורסם 6.5.2021)

היעדר גרעין שליטה ודירקטוריון חלש עלול להביא לתשלום שכר גבוה מידי להנהלה הבכירה, בעוד גרעין שליטה חזק מידי עושה בחברה כבתוך שלו. מה יותר יקר? השוואה בין שתי ענקיות מרכולים עשויה לשפוך קצת אור על השאלה הכבדה.

בחודש מרץ 2021 פורסם תזכיר חוק לתיקון חוק החברות העוסק בחברות ללא גרעין שליטה. ההצעה החדשה קובעת, בין היתר, שאחזקה של 25% בחברה יכולה להיחשב כשליטה, במידה ואין גורם המחזיק ביותר מ-50% ממוניות החברה. בהתאם להצעה, מרבית חברי הדירקטוריון בחברות ללא גרעין שליטה יהיו בלתי תלויים והליך בחירתם יהיה באמצעות וועדת מינויים בלתי תלויה, וזאת במקום שני הדירקטורים החיצוניים לפי המצב כיום. ההצעה גם תורמת לגיוון מגדרי על ידי הדרשה שלפחות שליש מהדירקטורים יהיו מכל מגדר, וזאת בשונה מהמצב כיום שבו נדרש ייצוג של לפחות דירקטור אחד מכל מגדר. ההצעה כוללת סעיפים נוספים שלא כאן המקום לדון בהם.

הניסיון לשנות את חוק החברות כך שיתאים יותר למצב בו לא קיים גרעין שליטה מעיד על כך שגם רשות ניירות ערך וגם משרד המשפטים מודאגים מריבוי החברות הציבוריות ללא גרעין שליטה, ובעיקר מחולשת המשטר התאגידי בחברות אלה. היעדר גרעין שליטה לכשעצמו אינו כנראה הפרט המדאיג. סביר להניח שחולשת הדירקטוריונים מצד אחד ושליטה דה-פקטו של הנהלת החברה בתאגיד מצד שני, הם הגורמים המדאיגים את הרגולטורים.

כאשר לתאגיד ציבורי אין גרעין שליטה, קבלת ההחלטות בארגון מבוקרת בעיקר על ידי הדירקטוריון. ומי ממנה את הדירקטוריון בחברות ללא גרעין שליטה? בדרך כלל, משקיעים מוסדיים אקטיביים או הציבור. מתברר שמשקיעים מוסדיים רבים אינם מעוניינים להתערב בצורה משמעותית בהחלטות ההנהלה. ולגבי הציבור, מי מייצג אותו בתהליך המינוי? ההנהלה הבכירה. ומכאן נובעת הבעיה. יחסים חמימים מידי בין ההנהלה לדירקטוריון, יביאו מוקדם או מאוחר לשליטה דה-פקטו של ההנהלה בקבלת ההחלטות ולבקרה חלשה על פעולות הארגון.

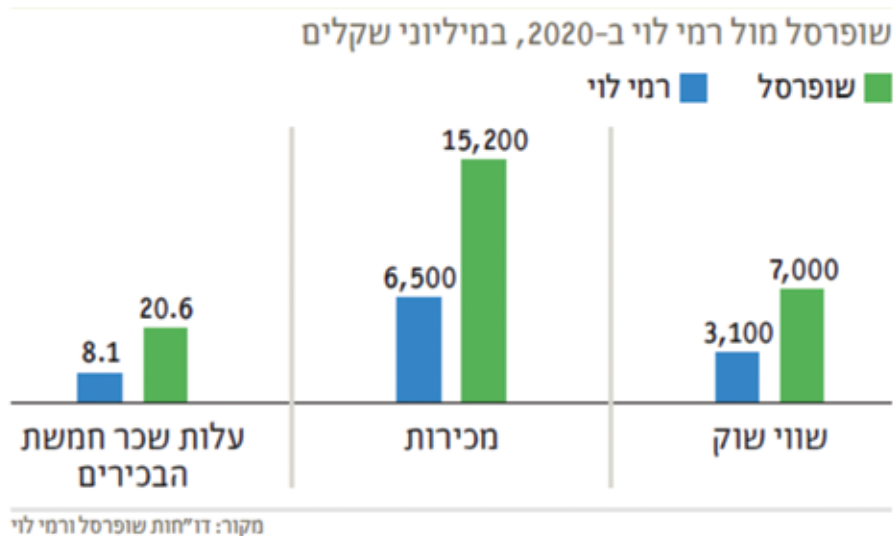
ברקע הדברים נמצאת בעיה כלכלית הנקראת בעיית הנוציג (באנגלית The Principal-Agent Problem). הנוציג הוא המנהל המייצג את בעלי המניות ואמור לפעול לטובתם. כאשר קיים גרעין שליטה או משקיעים מוסדיים אקטיביים, או אפילו גוף רגולטורי כגון הפיקוח על הבנקים, קיימת בקרה סבירה על תפקידו של הנוציג. בהיעדר גרעין שליטה, וכאשר המשקיעים המוסדיים אינם מעורבים בתהליך הבקרה על פעולות ההנהלה, הנוציג חופשי למקסם את תועלתו שלו במקום למקסם את תועלתם של בעלי המניות. גם כאשר קיימים משקיעים מוסדיים המנהלים את כספם של אחרים (קופות גמל, קרנות נאמנות), הם לא יכולים או משום מה נמנעים מלקיים בקרה אפקטיבית על פעולות הנוציג (קרי, המנכ"ל).

עם גרעין שליטה

בניח שקיים בעל מניות המחזיק 50% ממניות התאגיד הציבורי. האם העובדה שקיים בעל מניות כזה טובה לתאגיד? לבעלי המניות מהציבור? לא בהכרח. בעל מניות כזה עלול לראות בתאגיד עסק פרטי שלו ולקבל החלטות לטובתו שלו ולא בהכרח לטובת בעלי המניות מהציבור. לדוגמא, בעל המניות, המשמש גם כמנכ"ל החברה ו/או יושב ראש הדירקטוריון שלה יכול לבחור סמנכ"לים ומנהלים זוטרים שלא לפי כישוריהם אלא לפי קירבתם המשפחתית, למשל אותו בעל/ת עניין יכולים להיכנס לעסקאות בשווי שאינו כלכלי, כמו למשל להשכיר נכסים לחברה ולגבות שכר דירה מופרז, או למכור לחברה נכסים במחיר לא כלכלי. עסקאות בעלי עניין מגובות בדרך כלל בהערכות שמאים ומומחים אחרים, וגם נדרשת הסכמה של דירקטורים בלתי תלויים. אך מי לידינו יתקע שלחברה דירקטוריון חזק המקבל החלטות לטובת בעלי המניות? בסופו של יום חוזק המשטר התאגידי הוא שיקבע האם בעל השליטה פועל לטובת בעלי המניות באופן כללי או לטובתו שלו/ה.

ניקח לדוגמא את הרשתות הקמעונאיות שופרסל ורמי לוי שיווק השקמה בע"מ. שופרסל היא רשת קמעונאית ללא גרעין שליטה. שווי ההון העצמי של החברה הוא כ-7 מיליארד ש"ח, והמכירות הן כ-15 מיליארד ש"ח בשנת 2020. לחברה אין גרעין שליטה. כ-54% מהמניות מוחזקות על ידי קופות גמל, קרנות פנסיה וקרנות נאמנות והשאר בידי הציבור הרחב. לחברת רמי לוי שווי שוק של כ-3 מיליארד ש"ח ומכירות בסך של כ-6.5 מיליארד ש"ח. כ-40% מהמניות מוחזקות על ידי רמי לוי עצמו, 14% מוחזקות בידי קרנות נאמנות וקופות גמל והשאר בידי הציבור. כלומר, לרמי לוי יש גרעין שליטה ולשופרסל אין.

שופרסל	רמי לוי	
6,962 מיליוני ש"ח	3,090 מיליוני ש"ח	שווי שוק
15,233 מיליוני ש"ח	6,465 מיליוני ש"ח	מכירות
איציק אברכהן	רמי לוי	מנכ"ל



בלי גרעין שליטה

כשאין גרעין שליטה ושיש דירקטוריון אוהד וחמים, מנהלים נוטים להגדיל את שכרם. כך למשל חמשת הבכירים בשופרסל קיבלו שכר בסך 20.6 מיליון ש"ח, כאשר המנכ"ל לבדו קיבל שכר בגובה של 8.7 מיליון ש"ח (בשנת 2019, רק 7 מיליון ש"ח). לשם השוואה, מנכ"לי לאומי ופועלים קיבלו שכר בגובה של כ-3.5 מיליון ש"ח, כמובן עקב מגבלת שכר בכירים במערכת הפיננסית. אם נניח שקופאית/ת ממוצע/ת מקבל שכר שנתי בעלות של 80,000 ש"ח, הרי ששכרו של מנכ"ל שופרסל גבוה פי 100 משכר העובד ה"זול" ביותר. אך אילו חוק הגבלת שכר בכירים היה תקף גם בחברות ללא גרעין שליטה, הרי שהמנכ"ל היה זכאי לשכר בשיעור של כ-2.8 מיליון ש"ח בשנה.

ואצל רמי לוי? יש גרעין שליטה. חמשת הבכירים ברמי לוי קיבלו שכר בסך 8.1 מיליון ש"ח בלבד, כאשר המנכ"ל, רמי לוי עצמו, מקבל שכר בסך 3.6 מיליון ש"ח. אך זה לא הכל. בחברת רמי לוי מועסקים בני משפחה נוספים החל מבת זוגו של רמי לוי, ביתו, אחיו וגיסינו, 14 במספר. וכולם ביחד קיבלו שכר בסך כ-3 מיליון ש"ח בשנת 2020. כך שגם אם נצרף את משפחתו של רמי לוי הרי שביחד כולם קיבלו שכר בסך 11 מיליון ש"ח, כמעט מחצית מחמשת הבכירים של שופרסל. אבל יש עוד. הדוחות הכספיים של רמי לוי לשנת 2020 מפרטים רשימה של 15 חברות קשורות שחלקן הגדול משכיר נכסים לחברת רמי לוי הציבורית או מוכר להם מוצרים. ביאור 25 לדוחות הכספיים לשנת 2020 מפרט על פני 12 עמודים את העסקאות עם בעלי העניין. למשל, במהלך שנת 2020, שילמה חברת רמי לוי 71.5 מיליון ש"ח דמי שכירות לחברות קשורות, 5 מיליון ש"ח שכר ונלוות לצדדים קשורים, ועוד מיליון ש"ח כשכר דירקטורים לצדדים קשורים. נניח לצורך הדגמה בלבד שדמי השכירות והשכר לבעלי העניין מוגזמים ב-10% בלבד, סכום זניח במונחים של שמאי מקרקעין, אזי בקלות נגיע לסביבות ה-20 מיליון ש"ח. אז אם שואלים מה עולה יותר: קיום גרעין שליטה או היעדר גרעין שליטה, אזי התשובה איננה ברורה כלל.

חברות עם גרעין שליטה מציגות תשואה עודפת מדד ת"א - פמילי מראה תשואה עודפת של חברות עם גרעין שליטה משפחתי

(דן וייס, פורסם 18.5.2021)

במשך שנים שלטה הדעה כי בעלי שליטה בחברות ציבוריות עושקים את בעלי מניות המיעוט, בעיקר באמצעות משיכת שכר גבוה ועסקאות בעלי ענין, ולכן חשוב להגן על בעלי מניות המיעוט. לכן, רבים חושבים כי עדיף למשקיעים להשקיע בחברות ללא שליטה. לאחרונה גדל משמעותית בבורסה מספרן והקף פעילותן של חברות ציבוריות ללא גרעין שליטה. עד לפני מספר שנים היה מספר קטן של חברות ציבוריות ללא גרעין שליטה, כגון טבע, בנק לאומי ובנק דיסקונט. כיום, גדל מאד מספרן של החברות הציבוריות ללא גרעין שליטה ושווי החברות הללו יחד עולה על כשליש מהשווי המצרפי של החברות בבורסה. שיעור החברות ללא גרעין שליטה גדול במיוחד בענף ההיי-טק.

מצד אחד, בחברות עם גרעין שליטה קיים חשש לקונפליקט בין גרעין השליטה לבעלי מניות המיעוט. בעיקר, בעלי השליטה עלולים לבצע עסקאות בעלי ענין תוך ניצול משאבי החברה לטובתם האישית או לקבל שכר מופרז. החשש נובע מכך שלבעלי השליטה קיים הידע, הניסיון וההיכרות העמוקה עם עסקי החברה והשליטה בנושאי המשרה בה ולכן יש ביכולתם להשפיע ולקדם תהליכים שבהם מבוצע תיעול משאבים ורווחים מהחברה אל בעלי השליטה. קונפליקט זה בין בעלי השליטה לבעלי מניות המיעוט היוו פן אחד של בעיית הסוכן המפורסמת - ניצול המיעוט על ידי בעלי השליטה.

ההגנה על בעלי מניות המיעוט העסיקה רבות את הרגולטורים במשך שנים רבות, כאשר היה קיים גרעין שליטה ברב גדול של החברות הציבוריות. תיקון 20 לחוק החברות מחייב אישור עסקאות בעלי ענין באמצעות הליך אישור הכולל אישור של ועדת הביקורת של הדירקטוריון, של הדירקטוריון עצמו ושל אסיפת בעלי המניות ברוב מיוחד של בעלי המניות שאינם קשורים לבעל השליטה. תיקון זה הביא את ההגנה על המיעוט לקיצוניות שאינה קיימת במדינות אחרות. רבים רואים סיכון משמעותי של בעלי מניות המיעוט להיות מנוצלים על ידי בעלי השליטה. קונפליקטים בין גרעין שליטה ל בעלי מניות המיעוט עלולים להיות משמעותיים בחברות עם גרעין שליטה, אך לא רלבנטיים בחברות ללא שליטה, פשוט כי אין בהם גרעין שליטה.

מצד שני, קונפליקט זה אינו יחיד בניהול חברות ציבוריות. בחברות ללא גרעין שליטה קיים חשש לשלטון מנהלים, שבו הנהלת החברה דומיננטית וחזקה ומתנהלת ללא פיקוח נאות של הדירקטוריון. כל בעלי המניות עלולים להיפגע מכוח יתר של מנהלים בחברה ציבורית העלולים, לדוגמה, לדרוש ולקבל תנאי שכר מופרזים על חשבון בעלי המניות. ראינו בארץ מספר דוגמאות למקרים כאלה. קונפליקט זה נובע מפן אחר של בעיית הסוכן - חשש כי מנהלים יפעלו לטובת עצמם במקום לטובת החברה וכל בעלי מניותיה. כלומר, צבירת כוח יתר של מנהלים עלול לסכן את טובת בעלי המניות. בחברות עם גרעין שליטה, דירקטורים מטעם בעלי שליטה נוהגים להנחות ולבקר את פעולות המנהלים ולוודא כי החלטות מתקבלות לטובת החברה ובעלי מניותיה. לעומת זאת, בחברות ללא שליטה, כוחם של מנהלים נוטה להיות גדול יותר וידועים מקרים בהם

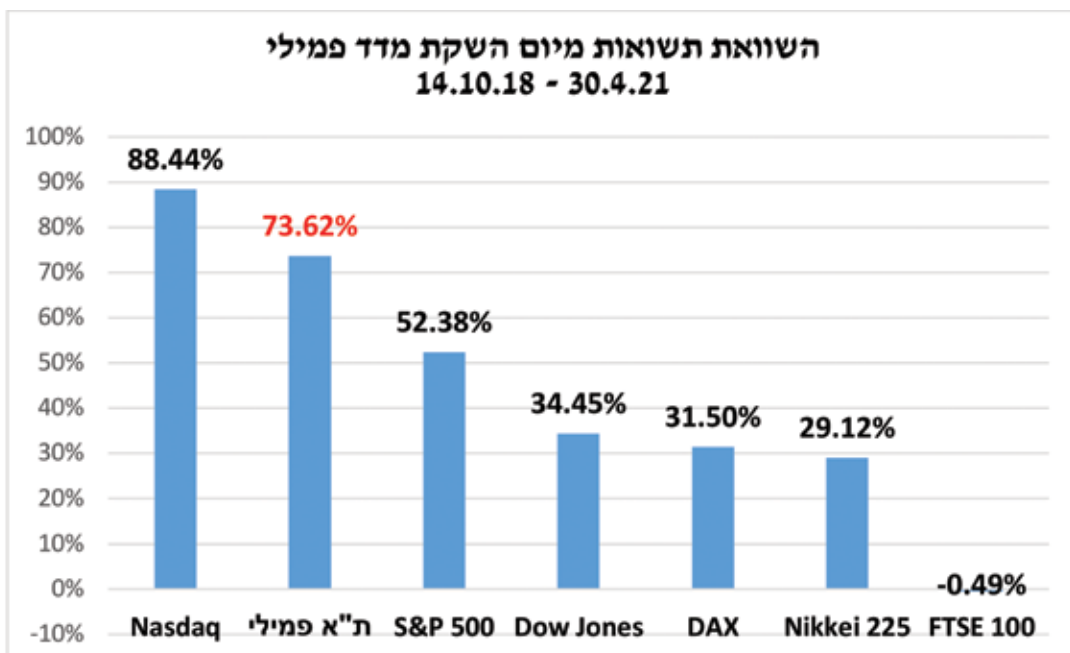
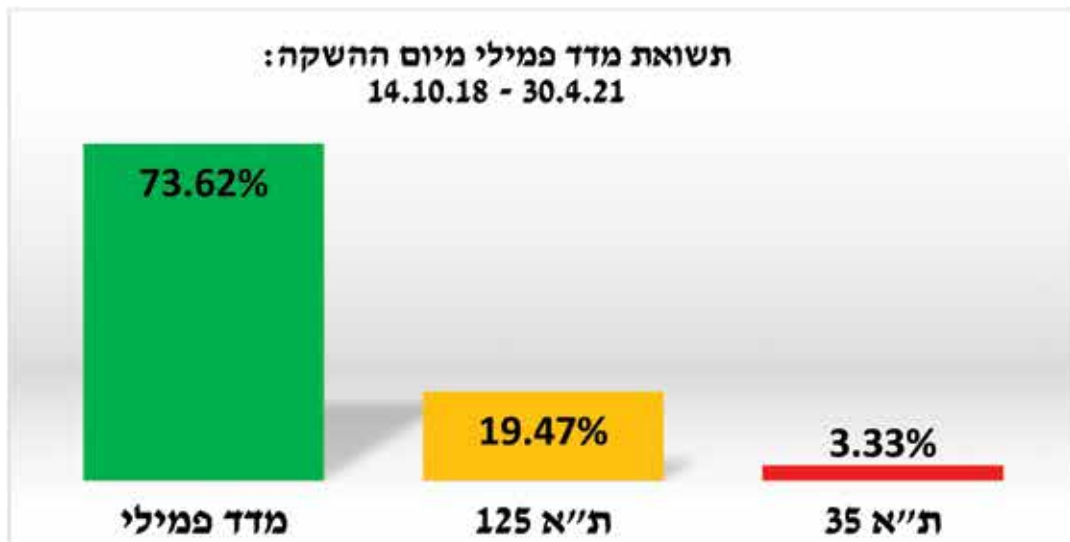
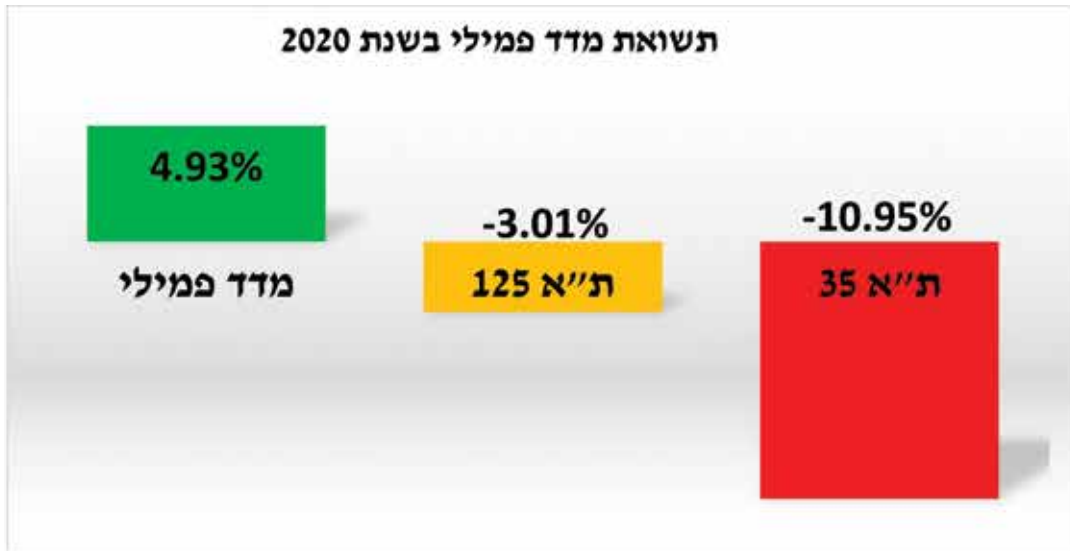
מנכ"לים אף התערבו במינוי דירקטורים. לאחרונה התערבו רשות ניירות ערך ומשרד המשפטים והפיצו תזכיר לתיקון חוק החברות בנושא ממשל תאגידי בחברות ללא גרעין שליטה, שכולל גם הגדרת שליטה. התזכיר עוסק בדרך לאישור עסקאות בעלי עניין ובטיפול מיוחד במינוי דירקטורים, כגון הקמת ועדת מינויים בלתי תלויה למינוי דירקטורים וחיזוק מעמד הדירקטור הבלתי תלוי. ביחד, קיים חשש משמעותי כי שלטון מנהלים יפעל לטובת המנהלים בחברות ללא גרעין שליטה, אך חשש זה קטן בחברות עם גרעין שליטה.

מה עדיף למשקיעים?

בהשוואה לחברות ללא גרעין שליטה, לחברות עם גרעין שליטה יש יתרון במניעת שלטון מנהלים וגם חסרון הנובע מפוטנציאל תיעול רווחים לבעלי שליטה. לכן, חשוב לבדוק אם עדיף למשקיעים להשקיע בחברות עם או בלי גרעין שליטה. דרך מעניינת להשוות תשואות בין חברות עם ובלי גרעין שליטה הינה באמצעות מדד חברות המשפחתיות שהושק בבורסה באוקטובר 2018. המדד כולל חברות בשליטה משפחתית. גרעין שליטה משפחתי הינו בעל ראייה ארוכת טווח. מחויבות משפחתית יוצרת מחויבות ונאמנות גדולות יותר בהשוואה לעובדים במקום עבודה שאינו עסק משפחתי (או בעסק ללא שליטה). המדד כולל חברות שבהן משפחה מחזיקה לפחות 40% מהון המניות ולפחות שלושה בני משפחה מכהנים כנושאי משרה בה. המדד מחושב על ידי הבורסה על בסיס מתודולוגיה שפותחה ע"י מרכז רעיה שטראוס לחקר עסקים משפחתיים בפקולטה לניהול ע"ש קולר באוניברסיטת תל אביב בראשות הח"מ. המדד הינו כלי פיננסי המייצג חברות משפחתיות ומאפשר להשקיע באופן פסיבי במניות של חברות שיש בהן גרעין שליטה משפחתי. בפרט, המדד מאפשר לבדוק אם בחברות עם גרעין שליטה משפחתי יש תשואה עודפת על חברות ללא גרעין שליטה משפחתי.

התרשים המצורף מראה כי במהלך מעל שנתיים וחצי מיום הקמת מדד ת"א - פמיילי באוקטובר 2018 ועד 30 לאפריל השנה, תשואת מדד ת"א-פמיילי הייתה גבוהה משמעותית מתשואת מדדי הבורסה המובילים: מדד ת"א 35 ומדד ת"א 125. בתקופה זו, מדד פמיילי השיג תשואה של כ-74% והכה את מדד ת"א 35 בכ-70% ואת מדד ת"א 125 בכ-55%. תשואת מדד פמיילי הייתה גבוהה בתקופה זו מתשואת S&P 500, תשואת ה-DAX בבורסת פרנקפורט בגרמניה ותשואת הניקיי ביפן ונמוכה מתשואת מדד מניות הטכנולוגיה נאסדאק (ראה תרשים). מדד ת"א-פמיילי הציג ביצועי תשואה עודפים על שני מדדי הבורסה המובילים בישראל בעת עליות בשוק המניות וגם בעת ששוק המניות ירד, כולל במהלך משבר מגפת הקורונה. בשנת 2020, מדד ת"א-פמיילי השיג תשואה של כ-5% והכה את מדד ת"א 35 בכמעט 16% ואת מדד ת"א 125 בכמעט 8% (לשני מדדי ת"א המובילים הייתה תשואה שלילית בשנת 2020 - ראה תרשים). באופן דומה, מדדי חברות משפחתיות בשווייץ ובקנדה הראו תשואות עודפות לאורך שנים.

המסקנה ברורה. מאז השקת מדד ת"א-פמיילי, השקעה בחברות בעלות גרעין שליטה משפחתי הניבה תשואה גבוהה משמעותית מהשקעה בחברות ללא גרעין שליטה משפחתי הכלולות בשני מדדי הבורסה המובילים. התשואה העודפת נוצרה בתקופות של עליות בשוק המניות וגם במהלך משבר הקורונה בשנת 2020. לקוראים החושבים כי חברות ללא גרעין שליטה עדיפות למשקיעים על פני חברות עם גרעין שליטה - כדאי לחשוב שוב.



נותנים כדי לקבל – מה התמריצים של דירקטורים בוועדות תגמול?

(דן וייס, פורסם 12.1.2022)

ברוב החברות הציבוריות, שכר המנכ"ל נקבע בוועדת התגמול על בסיס השוואה לשכר של מנכ"לים עמיתים בקבוצה רלבנטית של חברות. כלומר, חברי ועדות התגמול מסתמכים על נתוני התגמול של מנכ"לים בחברות דומות כדי לקבוע את חבילת התגמול של המנכ"ל. לכן, השפעת זהותם של הדירקטורים המכהנים כחברי ועדות התגמול על הקף תגמול שהם מאשרים למנכ"לים מעוררת עניין רב. מחקר חדש של שלושה חוקרים הולנדים, הפרופסורים אדי קרדינאלס, אליזבט ברונסיל ושרלוט אנטון, שהוצג השבוע בכנס החשבונאות הניהולית האמריקאי השנתי שופך אור על זוית חשובה של תופעה משמעותית זו.

אתחיל בדוגמה. כאשר ועדת התגמול באפל מתכנסת לצורך קביעת שכר מנכ"ל אפל, טים קוק, היא משתמשת בסקר שכר של מנכ"לים עמיתים בחברות דומות לצורך קבלת החלטה על שכרו של טים קוק. קבוצת השוואה זו כוללת את שכרו של מנכ"ל נייקי. כלומר, ועדת התגמול של אפל משתמשת ברמת השכר של מנכ"ל נייקי כדי לקבוע את חבילת התגמול של מנכ"ל אפל, טים קוק. במקביל, טים קוק משמש כיו"ר ועדת התגמול של נייקי. במסגרת תפקידו הוא משתתף בקבלת החלטה על הסכם התגמול של מנכ"ל נייקי. כך, אפל לוקחת בחשבון את רמת השכר של מנכ"ל נייקי בקביעת שכרו של טים קוק, כשטים קוק עצמו מכהן כראש ועדת התגמול הקובעת את שכרו של מנכ"ל נייקי. ניגוד העניינים הנוצר כאן בולט לעין. במצב זה, קיים ניגוד עניינים מובנה בפרקטיקה של קביעת שכר מנכ"ל באמצעות השוואה לשכר מנכ"ל בחברה דומה, כי העלאת שכר מנכ"ל בחברה אחת צפויה לגרור עליית שכר מנכ"ל בחברה השנייה ולהפך. במילים אחרות, החלטות התגמול המתקבלות בוועדת תגמול של חברה עלולות "לנדוד" לחברה האחרת וחוזר חלילה.

מה הבעיה?

אם דירקטורים בוועדות תגמול הינם מנכ"לים בחברות אחרות, אזי לחבילת התגמול שהם קובעים עלולה להיות השפעה עקיפה על התגמול שלהם עצמם. כלומר, החלטת חברי ועדת תגמול לגבי שכר המנכ"ל באותה חברה עלולה להשפיע על הקף השכר של חברי ועדת התגמול כי הם עצמם מנכ"לים בחברות דומות. והכל בשל הפרקטיקה הנוהגת בוועדות התגמול לקבוע תגמול בכירים על סמך השוואה לשכר מנכ"לים עמיתים. האם אכן קורה כך?

החוקרים בדקו את שכר מנכ"לים בחברות ציבוריות הכלולות במדד S&P 500 כאלה, שבועדת התגמול שלהן מכהן לפחות מנכ"ל אחד. מחקרים קודמים דיווחו כי חברי ועדת תגמול שהם עצמם מנכ"לים בחברה אחרת מגלים סימפטיה בבואם לקבוע את שכר המנכ"ל. כלומר, הם נוטים להעלות שכר למנכ"לים בעלי שכר נמוך יחסית כפי שעולה מהשוואה למנכ"לים עמיתים. מדובר בסוג של סולידריות עם מצבם הלא נעים של מנכ"לים המקבלים שכר נמוך ביחס למנכ"לים אחרים. ממש אחוות מנהלים.

החוקרים לא הסכימו עם גישה זו והציעו סיבה אחרת להתנהגות חברי ועדת התגמול. הם בדקו אם חברי ועדת תגמול שהם מונכ"לים, ששכרם בחברה שלהם נקבע באמצעות השוואה לשכר עמיתים, נוהגים בצורה אופורטוניסטית כאשר הם מחליטים על תגמול למונכ"ל עמית, כאשר ההחלטה צפויה להשפיע, ולו בעקיפין, על התגמול שלהם עצמם בחברה שלהם. הפרופסורים סברו כי התמריץ של חברי ועדת תגמול שהם מונכ"לים בחברות אחרות להגדיל את תגמול המונכ"ל יהיה חזק יותר במקרים שגם שכרם הם נקבע על סמך השוואה לשכר מונכ"לים עמיתים. ההגיון ברור - למונכ"ל אפל, טים קוק, יש תמריץ להעלות את שכר מונכ"ל נייקי כי שכר מונכ"ל נייקי כלול בקבוצת השוואה המשמשת את ועדת התגמול באפל לקביעת שכרו של טים קוק.

החוקרים השתמשו במערך נתונים גדול של חברות ציבוריות בארצות הברית כדי לבחון את הקשר הזה. בוועדות התגמול בכ-37.5% מחברות S&P 500 מכהן לפחות דירקטור אחד שהוא מונכ"ל בחברה ציבורית אחרת. בפועל, כמעט 10% מהדירקטורים המכהנים בוועדות התגמול בחברות S&P 500 הינם מונכ"לים פעילים בחברות אחרות, ורובם מכהנים כיושבי ראש ועדות התגמול. החוקרים תעדו את רשת הדירקטורים ואת החברות הכלולות בקבוצת השוואה המשמשת את ועדת התגמול בכל חברה, והכל כדי לבדוק אם החלטת ועדת התגמול לגבי שכר מונכ"ל בחברה אחת משפיעה על שכרו של מונכ"ל בחברה אחרת המכהן כחבר באותה ועדת תגמול.

התוצאות חד-משמעיות. שכר מונכ"לים בחברות ציבוריות בארצות הברית גבוה יותר בחברות שבהן מכהן מכהן מונכ"ל בחברה אחרת כחבר ועדת התגמול. המימצאים תומכים באופן ברור בכך שחברי ועדת תגמול שהם מונכ"לים בחברות אחרות דוחפים את תגמול המונכ"ל כלפי מעלה בחברות שבהן מכהנים בוועדת התגמול בשל תמריץ להעלות את שכרם שלהם. התוצאות מצביעות על כך שהתנהגות זו עלולה להשפיע על תהליכי קבלת החלטות ועל רמת הבקרה בוועדות תגמול שבה מכהנים מונכ"לים בחברות אחרות, בפרט כאשר עולה הסבירות כי נתוני שכר של מונכ"ל בחברה אחת ישמשו לקביעת שכרו של המונכ"ל השני ולהפך.

מי אשם?

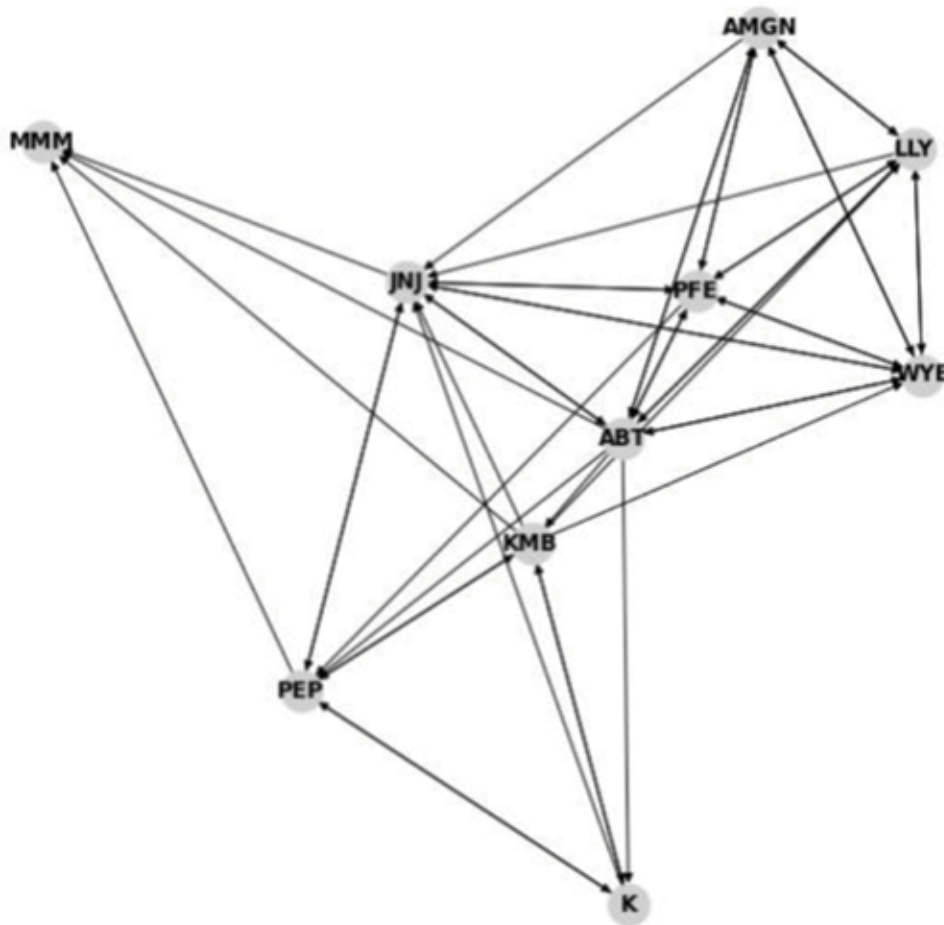
למרות התוצאות, הביקורת העולה מתוצאות המחקר אינה מופנית כלפי המונכ"לים המכהנים כדירקטורים. ידוע כי דירקטורים שהם מונכ"לים בחברות אחרות מביאים נסיון ומומחיות רלוונטית לדירקטוריון ותרומתם לתהליכי קבלת החלטות טבעית. אלא, שכאשר הם מכהנים כחברי ועדת התגמול עלול להיווצר ניגוד עניינים כבד בשל הפרקטיקה המקובלת של קביעת שכר מונכ"לים על סמך קבוצת השוואה לשכר מונכ"לים בחברות אחרות. אם למונכ"לים המכהנים בוועדות התגמול יש תמריצים ואינטרס חד להעניק למונכ"לים אחרים חבילות תגמול נדיבות, הדבר עשוי להשפיע על רמת התגמול במספר רב של חברות ציבוריות אחרות בשל השימוש בקבוצת השוואה להצדקת עליית שכר מונכ"לים. לכן הבעיה נגרמת קודם כל בשל פרקטיקת השוואה המשמשת את ועדות התגמול. פרקטיקה זו יוצרת את התמריצים והאינטרסים הבעייתיים. בין שהתופעה נובעת מסימפטיה ואחוות מונכ"לים ובין שהיא נגרמת על ידי תמריצים.

מה בישראל?

ומה קורה בישראל? גם בישראל דירקטורים חברי ועדות התגמול מסתמכים על נתוני תגמול השוואתיים של מונכ"לים בחברות דומות כדי לקבוע את חבילת התגמול של המונכ"ל. שיטה זו יוצרת תמריצים בעייתיים גם אצלנו. בוועדות תגמול של חברות ציבוריות רבות, כגון אמות, מיטרוניקס, ביג ומליסרון מכהנים מונכ"לים

בפועל או לשעבר, חלקם דח"צים. הרגולציה מחייבת רב של דח"צים בועדות התגמול בחברות הציבוריות ותיקון 20 לחוק החברות הכתיב הליך אישור מדיניות התגמול והליך אישור שכר מנכ"לים המחייב אישור באספת בעלי מניות של רב בעלי מניות המיעוט בחברה. אמנם הרגולטור הישראלי היה ער לניגוד העניינים הטבעי הקיים בין חברי ועדת תגמול למנכ"לים, אך נראה שלא נתן דעתו לגבי תמריצים הנובעים מאישור שכרם של מנכ"לים על ידי מנכ"לים עמיתים. מסקנה זו חשובה לבעלי מניות המצביעים באספות, לרשות נירות ערך, למחוקקים ולבעלי עניין אחרים החייבים להיות ערים לכך.

רשת הקשרים של מנכ"לים המכהנים בועדות תגמול



AMG - אמג'ן, LLY - אלי לילי, PFE - פיזור, MMM - M3, JNJ - ג'ונסון אנד ג'ונסון, PEP - פפסיקו, K - קלוג, ABT - אבוס, KMB - קימברלי קלארק.

37.5%	אחוז חברות ב-S&P 500 שבהן דירקטור שהוא מנכ"ל בחברה אחרת מכהן בועדת תגמול (Equilar)
	ועדות תגמול שבהן דירקטור שהוא מנכ"ל בחברה אחרת מכהן בועדת תגמול:
85%	% עם דירקטור מנכ"ל יחיד מכהן בועדה
14%	% עם 3 דירקטורים מנכ"לים מכהנים בועדה

האם קרנות הפנסיה יכולות להשקיע במטבעות קריפטו?

(דן וייס, פורסם 18.11.2021)

אריק אדמס, ראש עיריית ניו יורק הנכנס, מבקש לקבל את שלוש המשכורות הראשונות שלו בביטקוין, כדי להפוך את ניו יורק למרכז תעשיית קריפטו. מיד עולה שאלה אם קרנות הפנסיה יסכימו לקבל את ההפרשות הפנסיוניות של אדמס במטבעות קריפטו. נכון להיום התשובה היא שלילית, אבל זה רק צד אחד של הסיפור. הצד השני של הסיפור יותר חשוב ומעניין. במשך זמן רב, ביטקוין היה באותה קטגוריה כמו סוסי מרוץ ואמנות יפה - נושא מרתק לשיחה, אך לא הזדמנות השקעה לגוף מוסדי השואף לשמור על אמינותו. לאחרונה, שקרנות פנסיה בעולם החלו לגלות עניין בחשיפה למטבעות קריפטו ולתעשיית הבלוקצ'יין.

קרנות פנסיה נמועו במשך זמן רב מאחזקה של מטבעות ביטקוין בעקב בגלל שאין למנהלי השקעות (או למומחים אחרים) יכולת לנתח את השווי הכלכלי של ביטקוין. מעט מנהלי השקעות מבינים לעומק את הטכנולוגיה העומדת בבסיס שרשרת בלוקצ'יין. תזרים המזומנים שביטקוין צפוי להניב אינו ברור, אם בכלל, ומנהלי השקעות מתקשים להשקיע בנכס שבסיסו הכלכלי עמום. כמו כן, רמת התנודתיות במחירי מטבעות קריפטו גבוהה מאד, לעיתים ללא כל סיבה כלכלית נראית לעין. ועדות השקעה בגופים מוסדיים נמועו מהשקעה בנכס שלא ניתן להצדקה כלכלית ברורה.

יש לכך סיבות נוספות. סיבה אחת הינה העדר בקרה. אחזקת ביטקוין נעשית באמצעות ארנק דיגיטלי וסיסמה. מי שיודע את הסיסמה יכול למכור את תכולת הארנק ולקחת את התמורה לעצמו ללא כל זיהוי ולמעשה ללא עקבות. בניגוד לאחזקת נייר ערך בחשבון בנק, לאחזקת ביטקוין אין תעוד בעלות מחייב. אבדן או גנבה של סיסמא כרוך באיבוד הנכס. לכן, אחזקת ביטקוין בארנק דיגיטלי אינה תואמת את נהלי הבקרה של הגופים המוסדיים. בפרט, נכסים פיננסיים המנוהלים על ידי גופים מוסדיים נמצאים בנאמנות בחשבונות על שם גוף מוסדי ופעולות בנכסים אלה נעשות בדרך כלל באישור שני בעלי זכויות חתימה. גוף מוסדי מתקשה לבצע עסקה באחזקת ביטקוין העלולה להתבצע ללא תיעוד על ידי עובד בודד היודע סיסמה ומבצע ללא רשות פעולות בנכסי עמיתי קרן הפנסיה. בפרט כאשר רשות ניירות ערך האמריקאית מכנה את המסחר במטבעות קריפטו כ"מערב פרוע". סיבה שנייה הינה העדר נהלי השקעה, כללי דיווח ורגולציה רלבנטית לניהול השקעות במטבעות קריפטו. בשנה האחרונה גדל מסחר במטבעות קריפטו "ציבים", כגון TETHER, הטוענים לקיום גיבוי בדולרים. מטבעות אלא נסחרים ברמת שקיפות נמוכה, ללא אסדרה רגולטורית, ולמעשה לא מתמודדים כלל עם קשיי הבקרה.

לאחרונה יש ניצני שינוי בגישת קרנות פנסיה לאחזקת מטבעות קריפטו. מערכת הפנסיה של משטרת מחוז פירפקס, שבסיסה בוורג'יניה הינה אחת מקרנות הפנסיה הראשונות בארצות הברית שנחשפה לתעשיית הבלוקצ'יין. היא השקיעה 0.5% מנכסיה בקרן שהשקיעה בחברות העוסקות בבלוקצ'יין עוד ב-2018. כמו כן, CalPERS, קרן הפנסיה של עובדי המדינה בקליפורניה, השקיעה בחברת כריית הביטקוין Riot Blockchain ששוויה בראשית אוקטובר היה כ-3 מיליון דולר. לכל הדעות, מדובר בהשקעה סמלית של אחת הקרנות הגדולות בעולם.

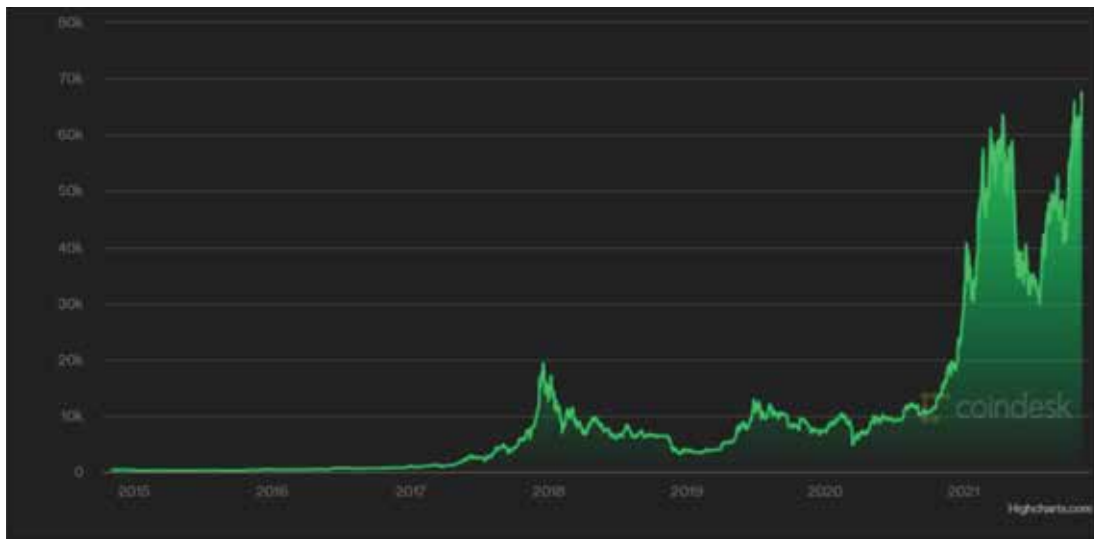
מתחילת שנת 2021, חוסכים לפנסיה באמצעות ענקית הביטוח AVIVA, שמרכזת בלונדון, יכולים לחשוף את הפנסיה שלהם למטבעות קריפטו. AVIVA חברה יחד עם מומחה למטבעות קריפטו, שחזן פיצג'רלד, כדי להציע חלופה להשקעה ישירה במטבע דיגיטלי - ההשקעה נעשית באמצעות קרן סל הנוסחת בבורסה (ETF) הרשומה בבורסה הגרמנית ועוקבת אחר מחיר הביטקוין. שיטה זו מונעת את הצורך בארנק מטבע קריפטוגרפי לאחסון הביטקוין. החודש, גם קרן הפנסיה של הכבאים ביוסטון החלה להשקיע במטבעות קריפטו. בישראל פורסם כי אלטשולר שחם השקיעה בתחילת השנה 100 מיליון דולר בקרן ביטקוין גדולה, GBTC, ומאז נמכר חלק מהאחזקה. גופים מוסדיים וקרנות פנסיה מצאו דרכם עקיפות להיחשף למטבעות קריפטו - באמצעות צד שלישי, קרנות סל (ETF), קרנות נכסים אלטרנטיביים או חברות המנהלות את מטבעות הקריפטו.

מה הקף ההשקעה בנכסי קריפטו המתאימה לקרן פנסיה כיום? האם יש להתייחס להשקעה בקריפטו כמו להשקעה במטבעות או בסחורות? ג'ים קיונג-סו ליאו, פרופסור בבית הספר לעסקים של אוניברסיטת ג'ונס הופקינס, היה שותף לכתיבת אחת המאמרים האקדמיים הראשונים בנושא קריפטו וקרנות פנסיה עוד בשנת 2017. מאמר זה מצא שהקצאת ביטקוין של 1.3% מנכסי קרן פנסיה תהיה "אופטימלית" כדי להנות מיתרון הגיוון של מטבע הקריפטו. אכן, קרנות פנסיה משקיעות במטבעות קריפטו בעקב כדי להשיג פיזור סיכונים באמצעות השקעה חסרת קורלציה לשוקי הון. אלא, שמידת הקורלציה בין מטבעות הקריפטו לשוקי הון אינה יציבה לאורך זמן, בעקב כי אין כל רציונל כלכלי לקיום או אי-קיום קורלציה כזו.

השגת חשיפה למטבעות קריפטו באמצעות קרן סל (ETF) נעשית באמצעות רכישת חוזים עתידיים על ביטקוין, ברובם בבורסת החוזים העתידיים בשיקגו. מחיר קרן הסל שווה לערך כל החוזים העתידיים שיש לה. כמו בכל קרן סל, שימוש בחוזים עתידיים כרוך בעלות. ההשקעה העקיפה עולה כסף - כסף אמיתי, לא ביטקוין. בקרנות הסל יש עמלה שנתית של כאחוז, אבל העלות העיקרית מגיעה מזה שהחוזים העתידיים יקרים יותר מהביטקוין וקיימת חשיפה לסיכון תפעולי של שימוש בניגזרים. קרן הסל קונה אותם מראש, אבל נושאת גם בעלות הגלגול של החוזים. גישה זו פוגעת בתשואה בהשוואה להשקעה ישירה בביטקוין. לחליפין, קרנות נכסים אלטרנטיביים גובות דמי ניהול, בדרך כלל 1%-2% בשנה, בתוספת דמי הצלחה העלולים להגיע ל-20% מהתשואה. כמו כן, השקעות בחברות פרטיות המנהלות כרוכה בתקורות ניהוליות העלולות להיות משמעותיות. ברור כי עלות בצוע השקעות עקיפות במטבעות קריפטו פוגעת משמעותית בתשואה.

נושא הבקרה קריטי כאן. חשוב לראות כי העברת בעיות הבקרה לגוף אחר המנהל את ההשקעות במטבעות קריפטו עבור קרן פנסיה פוגע בתשואה, אך לא פותר את בעיות הבקרה השורשיות הקיימות בהשקעה זו. ההגנה על כספי החוסכים אינה גוברת במידה משמעותית בשל העברת הסיכון מקרן הפנסיה אל גוף אחר, גם כי כל עובד היודע סיסמה יכול למעול באחזקות הביטקוין ולפגוע בנכסי החוסכים וגם כי לא נמנעים בפועל מנשיאה בסיכון תפעולי של פעילות בניגזרים. בימים אלה, קרנות פנסיה רבות בעולם, הזהירות ביותר מבין המשקיעים המוסדיים, בודקות מקרוב את מגזר הקריפטו בהכנת אסטרטגיית השקעות לשנת 2022. בשלב זה, נראה כי הקשיים הנובעים מהעדר מודל כלכלי ברור ובעיות בקרה כבדות משקל ימשיכו להקשות על קרנות הפנסיה מלהשקיע במטבעות קריפטו.

מחיר ביטקוין 2015-2021



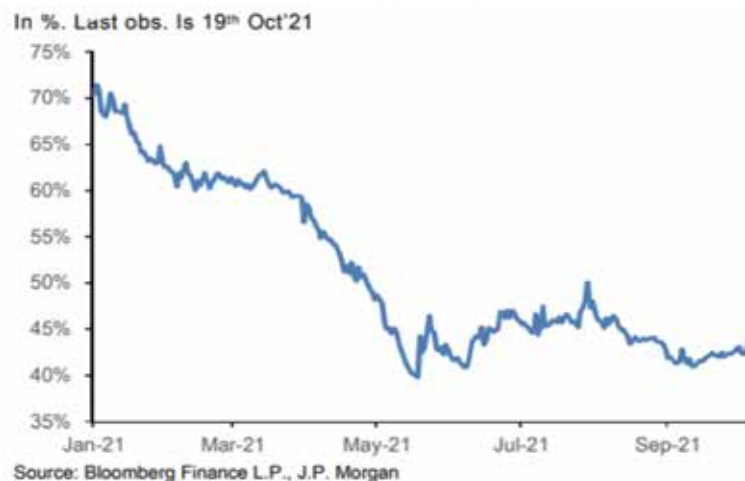
<https://www.coinbase.com/price/bitcoin>

השער אינו מעודכן בגרף. רמות שיא היום. שינויים בשער ביטקוין מתחילת 2021



מקור: CoinMarketCap , Yahoo Finance

חלקו של ביטקוין בשוק מטבעות הקריפטו



מי צריך דווח על חולשות בבקרה הפנימית בחברות?

(דן וייס, פורסם 17.12.2020)

במסגרת הדוחות הכספיים לרבעון השלישי 2020 הפתיעה בזק את המשקיעים בדיווח כי במהלך 15 שנה חלה טעות הנאמדת בעשרות מיליוני שקלים בערך נכסי חברת הבת בזק בינלאומי. בזק דיווחה לבורסה כי בזק בינלאומי גילתה כי קיימות בספריה יתרות נכסים נטו בלתי מוסברות (חייבים בניכוי זכאים) בערך של עשרות מיליוני שקלים. בזק לא דיווחה לארונה על חולשה בבקרה הפנימית וטרם הובהר מדוע מערכת הבקרה בבזק לא זיהתה את הטעות. מאחר והמשקיעים הופתעו מגילוי התקלה, ירדה מניית בזק בכ-4%, בעוד ששוק המניות עלה בחדות לאור הידיעות החיוביות על פיתוח חיסון לקורונה. תביעה נגזרת שהוגשה לבית המשפט המחוזי דורשת פיצויים בסכומים העלולים להגיע למאות מיליוני שקלים.

בניגוד לבזק, אול-יר הפועלת בשוק הנדל"ן למגורים באזור ניו יורק דיווחה לפני כשנתיים על חולשה מהותית בבקרה הפנימית. אול-יר דיווחה כי עורך הדין של החברה שגה בעת שהכין מסמכי מימון מחדש על נכסים של החברה וגם נכסים של יואל גולדמן (הבעלים) עצמו. עורך הדין טעה והעביר 3.7 מיליוני דולרים לגולדמן ולא לאול-יר. הטעות נעשתה ביוני 2018 ונתגלתה באוקטובר 2018, ארבעה חודשים אחרי האירוע עצמו. לאור תוצאות בדיקות שנערכו לאחר האירוע דיווחה אול-יר על טעות מהותית בדוחותיה הכספיים הרבעוניים וכן על חולשה מהותית בבקרה הפנימית שלה. לאחר מכן, רשות ניירות ערך דרשה מהחברה לפרסם מחדש (Restatement) את הדוחות הכספיים שלה לרבעונים השני והשלישי של 2018. הרשות דרשה כי בדוחות המעודכנים יוצגו היתרות המעודכנות וינתן פרוט על ליקויים שנתגלו בבקרה הפנימית, שלדעת החברה הינם ליקויי בקרה שמגיעים לכדי חולשה מהותית לאור הניתוח שבוצע בדבר חולשות בזרימת המידע החשבונאי ובדיווחים הכספיים של החברה. למשקיעים ניתן סימן אזהרה על חולשה בבקרה הפנימית.

ב-אול-יר זה נגמר רע והחברה פתחה לאחורונה בהליכים להסדר חוב ענק. חברת הנדל"ן האמריקנית שבשליטת יואל גולדמן הייתה אחת המגייסות הגדולות בתל אביב. אול-יר גייסה 2.3 מיליארד שקל באמצעות הנפקות תקופות בשנים האחרונות של מספר סדרות אג"ח. ניתן לומר כי חולשה מהותית בבקרה הפנימית בחברה נגמרה בהליכי חדלות פירעון והסדר חוב.

דווחים מפתיעים על כשלי דווח אינם נחלתן הבלעדית של חברות ישראליות. בדוחות השנתיים האחרונים של ענקית הטלקומוניקציה הבריטית BT, דווח למשקיעים כי החברה לא קיימה בקרה פנימית אפקטיבית על הדיווח הכספי בגלל חולשות מהותיות של בקרות IT והערכות סיכונים כלליות. העדר בקרה הביא לניפוח רווחים בעסקיה של BT באיטליה לאורך מספר שנים בסדר גודל של פי ארבעה. גם קמעונאית המזון Costco דיווחה השבוע על גילוי חולשה מהותית בבקרות הפנימיות על הדיווח הכספי שלה. החולשות שזוהו קשורות לבקרות טכנולוגיות בתחומי גישה למשתמש וניהול שינויים בתכניות ובקוד של מערכות מחשב ומידע התומכות בתהליכי הדיווח הכספי של החברה. בשני המקרים ההודעות גררו ירידות במחירי המניות של החברות ונזק למשקיעים.

חברות ענק עסקיות פשטו רגל במפתיע אחרי שנתגלו בהם כשלי דווח ואי סדרים כספיים עוד בשנות ה-90 של המאה הקודמת (Tyco, WorldCom). הדוגמה הבולטת לכך היא אנרון, חברת אנרגיה השביעית

בגודלה בארצות הברית, שקרסה בדצמבר 2001, שבועיים אחרי פרסום דוחות כספיים רבעוניים ללא כל סימן לבעיית נזילות. באנרון התגלה כי החברה דיווחה דוחות כספיים שקריים באופן שיטתי לאורך שנים, ויצרה תרמית חשבונאית מתוכננת ומתוחכמת תוך דווח מצג שווא של חברה בעלת איתנות פיננסית גבוהה. אנרון הפכה לשם נרדף למחדלי דוחות כספיים. חברי הנהלה בכירים באנרון נמצאו אשמים בתרמית דווח. רואי החשבון שביקרו את החברה מטעם חברת רואי החשבון ארתור אנדרסן נמצאו כי רואי החשבון התרשלו בתפקידם. כתוצאה מכך נגרם נזק בלתי הפיך למוניטין של חברת רואי החשבון שהייתה חלק מחמשת המשרדים הגדולים בעולם לראיית חשבון דבר שהביא לקריסתה ולכך שחטיבת פעילות הייעוץ שלה התמוזגה עם רשת ארנסט יאנג העולמית. מאז המיזוג נהוג להשתמש בביטוי ביג 4 כביטוי לארבעת משרדי ראיית החשבון הגדולים.

שערוריות דווח אלה, גרמו הפסדים של עשרות מיליארדי דולרים לגופים מוסדיים ולמשקיעים מן הצבור. הן סוקרו בהרחבה בתקשורת ופגעו באמון הציבור לאמינות ונכונות הנתונים המדווחים בדוחות כספיים על ידי חברות ציבוריות שמוניתינה נסחרות בבורסות. בתגובה, המחוקקים בארצות הברית חוקקו חוק שנועד להגביר את הפיקוח והבקרה הפנימית על תהליכי הדיווח בחברות. יוזמי החוק היו הסנטור פול סרבנס ונציג בית הנבחרים מייק אוקסלי והוא עבר ברוב עצום בסנאט ובבית הנבחרים (Sarbanes-Oxley Act). כינוי החוק השתרש תחת קיצור שמות יוזמי החוק SOX. החוק הטיל אחריות פלילית אישית על המנהלים בחברות הציבוריות וחייב אותם, בין השאר, לבדוק את אפקטיביות תהליכי הבקרה הפנימית ולדווח על חולשות בבקרה הפנימית. החוק נכנס לתוקף בשנת 2005 וגרר השקעות גדולות של החברות בניתוח ותייעוד תהליכי הבקרה הפנימית.

בישראל, המפקח על הבנקים היה הראשון שחייב את הבנקים לכלול יישום של SOX החל משנת 2005. לאחר מכן המפקח על הביטוח ושוק ההון חייב את הגופים המוסדיים ליישם את הוראות SOX החל משנת 2006. בעקבות המלצות ועדת גושן לבחינת הממשל התאידי בישראל, שבראשה עמד פרופ' זוהר גושן, החליטה הרשות לניירות ערך בישראל להחיל גרסה מצומצמת של SOX, שנקראה ISOX, על כלל החברות הציבוריות הישראליות הנסחרות בבורסה בישראל החל משנת 2010. חברות ישראליות הנסחרות בבורסה בארצות הברית מחויבות גם הן ליישם את החוק, כחלק מכפיפותן להוראות רשות ניירות ערך האמריקנית. עשרות חברות דיווחו על חולשות מהותיות בבקרה הפנימית בשנים הראשונות ליישום ISOX. כאשר דו"ח של BDO מצא כי הסיבות לדיווח על חולשה מהותית נבעו מתהליכי דווח רחביים (53%), הצגה מחדש (27%), לא הושלמה במועד בחינת האפקטיביות של מלוא הבקורות על רכיבי הבקרה הפנימית (12%) וסיבות אחרות (8%).

לאחר שעברו עשר שנים, נראה כי היישום בישראל הוא טכני בעיקרו ומביא תועלת נמוכה. הדיווח מראש על חולשות בבקרה הפנימית ב-אול-יר, שקדמה להליכי הסדר חוב היוו דוגמה חריגה במיוחד. הניסיון הנצבר מראה כי חברות מדווחות על חולשות מהותיות כאשר כבר התגלתה טעות מהותית בדוחות הכספיים והנזק למשקיעים כבר נגרם. בפועל, דיווח על חולשות מהותיות בבקרה הפנימית בישראל מתרחש בדרך כלל בעקבות תיקון טעויות מהותיות בדיעבד ולא מראש. חולשות מהותיות המדווחות בבקרה הפנימית הן בבחינת מעט מדי ומאוחר מדי.

הכשל נובע, בין היתר, מכך שאופן בחינת האפקטיביות על ידי החברות עצמן לא הוסדר במפורש בחקיקת ה-SOX בארה"ב וגם לא בתקנות ISOX, וגם לא נקבע בהן מהי מסגרת הבקרה הקובעת את הקריטריונים שלפיהם צריך להתנהל מערך הבקרה הפנימית. לאור ריבוי כשלי דיווח, נראה לי כי הגיע הזמן לעיון מחדש

באפקטיביות של תהליכי הבקרה הפנימית בחברות מצד אחד, ובדרישות הרגולטוריות לדווח על חולשות מהותיות בבקרה הפנימית מצד שני.

חלק ד' על תפקידו ואחריותו של רואה החשבון

רואה החשבון הוא גורם משמעותי במשטר התאגידי. בהתאם לחוק החברות, כל תאגיד בישראל חייב להציג דוחות כספיים מבוקרים על ידי רואה חשבון. תאגידיים ציבוריים, הכפופים לחוק ניירות ערך, חייבים להציג דוחות כספיים שנתיים מבוקרים וגם דוחות כספיים רבעוניים או חצי שנתיים סקורים, בהתאם לתקנות ניירות ערך. תאגידיים פרטיים יכולים להסתפק בדוחות כספיים שנתיים פחות מפורטים. הדוחות הכספיים של הבנקים כפופים, בנוסף, להוראות בנק ישראל, המפקח על הבנקים. כל תאגיד, באישור אספת בעלי המניות שלו, חייב למנות רואה חשבון בלתי תלוי במבוקר, שיחווה את דעתו על נאותות הדוחות הכספיים. על רואה החשבון ליישם תקני ביקורת מקובלים במהלך הביקורת ולאסוף ראיות ביקורת כדי שיוכל לחוות את דעתו האם הדוחות הכספיים אכן משקפים את המצב הכספי (מאזן), תוצאות הפעולות (רווח) ותזרימי המזומנים של התאגיד במהלך התקופה.

בחלק זה שבעה סיפורי מעשיות על תפקידו של רואה החשבון, עבודת הביקורת שלו ועל האחריות המקצועית החלה עליו. הסיפור הראשון עוסק בכלי הביקורת העומדים לרשותו של רואה החשבון בעת עבודת הביקורת. הסיפור השני, השלישי והרביעי עוסקים באחריות רואה החשבון במקרה של כישלונות ביקורת. רבים רואים, בטעות, ברואה החשבון אחראי לכישלונות עסקיים. סיפורים אלה מעמידים דברים על דיוקם. הסיפור החמישי והשישי עוסקים בשכר הטרחה של רואה החשבון, ובמיוחד בשאלה מדוע הוא כה נמוך. הסיפור האחרון עוסק בתפקידה של לשכת רואי החשבון בשיפור מעמד המקצוע.

האם כלי ביקורת טכנולוגיים יחליפו את רואה החשבון?

(דן וייס, פורסם 5.8.2021)

מרבית בוגרי החוגים לחשבונאות המצטרפים למקצוע ראיית החשבון אינם מתלהבים מביצוע ביקורת דוחות כספיים, ושואפים להיות מונכ"לים או סמוכ"לי כספים, לעסוק במימון חברות או במיסים. ביקורת דוחות כספיים ומתן חוות דעת עליהם, הם העיסוקים היחידים שרק רואה חשבון יכול לעסוק בהם בהתאם לחוק רואי חשבון. זה לב ליבו של מקצוע החשבונאות, אך קרנו ירד במהלך השנים בעקב בגלל שיטות ביקורת מיושנות שלא התעדכנו עם הזמן ועבודה ידנית וסיזיפית הכרוכה ביישום תקני ביקורת.

אלא, שבזמן האחרון החל שינוי משמעותי במצב, הן בשל כלי טכנולוגיה חדשניים והן בשל לחצים העומדים בפני מקצוע ראיית החשבון לשפר את איכות הביקורת ולהפחית את עלותה. כמו שעסקים רבים אימצו טכנולוגיות חדשניות, רואי החשבון החלו לאמץ טכנולוגיות ייעודיות כדי ליישם תקני ביקורת, ובפרט כדי לזהות ולמדוד סיכוני ביקורת.

לאחרונה החל שימוש בבינה מלאכותית במספר תחומי הביקורת. בינה מלאכותית משמשת בדרך כלל בצורה הטובה ביותר לאוטומציה של משימות הדורשות מהמבקר לאסוף ראיות ולהסיק מסקנה על סמך ראיות שנאספו. לדוגמה, פעילות כזו תכלול ספירת מספר פריטי מלאי המופיעים בתמונה. שתי פירמות ראיית חשבון מובילות מדווחות על הפעלת כלי טייס בלתי מאוישים (כטב"מים). המבקרים משתמשים בכטב"מים בביצוע ביקורת בחברת שיווק ומכירת כלי רכב, שיש לה מאות כלי רכב במלאי במקומות שונים. הכטב"מ מרחף לו מעל כלי הרכב ומצלם בערך 300 תמונות מפורטות, המעובדות באמצעות בינה מלאכותית ומאפשרות למבקרים לבצע ספירת מלאי של 100 אחוזים מהמלאי. כך ניתנה מהימנות גבוהה לקיומם של כלי רכב אלה.

דוגמה נוספת לשימוש בבינה מלאכותית הינה ביקורת חוזים. כלי למידת מכונה מאפשרים ניתוח מספר גדול של חוזים, כגון חוזי שכירות, בטווח זמן קצר. בפילוט שנערך לאחרונה בפירמת רואי חשבון גדולה, כלי בינה מלאכותית הצליחו לשלוף מידע מדויק מחוזי שכירות תוך שימוש בקריטריונים שנבחרו מראש ברוב מכריע של המקרים. רמת דיוק שהושגה הייתה גבוהה יותר ממה שהמבקר האנושי מסוגל לבצע. מספר סטארט-אפים מציעים לרואי חשבון כלים חדשניים לניתוח טקסטים משפטיים.

רואה החשבון המבקר יכול להשתמש בכלי מחשוב מתקדמים לאיסוף מידע המגיע מגורמים חיצוניים (כגון עיתונים, מיילים, פלטפורמות מדיה חברתית וכו') וממקורות שאינם רשומות חשבונאיות. איסוף זה מאפשר למבקר להרחיב באופן משמעותי את הקף ראיות הביקורת, העשויות לשמש את המבקר לזיהוי אינדיקטורים לסיכונים או טעויות והטעויות, שבעבר לא היו מתגלים בעת בחינת נתונים פיננסיים הנלקחים מרשומות חשבונאיות בלבד. לאחר אסוף וניתוח הראיות הממוחשב, המבקר יכול לבדוק את התוצאות ולבצע את ההתאמות הנדרשות. בינה מלאכותית היא כלי אפקטיבי כדי לספק למבקר את המידע הדרוש כבסיס להפעלת שיקול דעת או קבלת החלטה. הפרשנות הסופית והסקת המסקנה נשארת בידי המבקר. בינה מלאכותית היא, אפוא, כלי שימושי לשיפור יישום שיקול הדעת המקצועי של מבקרים, ולא באה

להחליף את שיקול דעת המבקר. שימוש בבינה מלאכותית בשילוב עם סקירה של המבקר מביאים לרמת מהימנות גבוהה מזו של תהליכי ביקורת ידניים. שותפים ב-4 Big מצפים כי המבקרים יזילו את עלויות תהליכי הביקורת על ידי שימוש במערכי ניתוח נתונים חדשניים וישפרו את היעילות הכוללת של הביקורת.

כמו כן, הסיכוי לאיתור תרמיות או הונאות במהלך הביקורת (שאינו מהווה מטרה ישירה של הביקורת) גדל בשל ניתוח בסיסי נתונים גדולים מכיוון שניתן לנתח מידע לא פיננסי מעל ומעבר לניתוח רשומות חשבונאיות ומידע פיננסי. לדוגמה, ניתוח שיחות טלפון, מיילים ותכני פגישות של מנהלים ודירקטורים באופן יסודי תוך איתור דפוסי התנהגות חשודים מאפשר לזהות מקרים של הונאה. פירמות ראיית החשבון הגדולות אימצו שיטות ניתוח נתוני Big Data מסוגים שונים כדי לזהות אזורי סיכון גבוה שבהם מתמקדים רואי החשבון המבקרים.

אתגרים חדשים

היתרונות העומדים בפני פירמות ראיית החשבון מיישום טכנולוגיות מתפתחות בתהליך הביקורת הן נרחבות. השימוש בבינה מלאכותית וב-Big data צפוי לגרום לביקורת להיות יעילה יותר, הן מבחינת איכות הביקורת והן מבחינת העלות. הטכנולוגיה מאפשרת למבקרים להשקיע חלק גדול יותר מזמנם בהפעלת שיקול דעת בחלקים מורכבים וסובייקטיביים יותר של תהליך הביקורת, כי ניתן לבצע אוטומציה של משימות שגרתיות וחוזרות על עצמן ולפנות את זמן המבקר שהיה מוקצה בעבר לביצוע של משימות שגרתיות. כמו כן, כלי מחשוב מתקדמים מאפשרים למבקרים לבצע את עבודת הביקורת שלהם באופן ממוקד יותר וליישם שיקולים נכונים באופן עקבי. הפעלת בינה מלאכותית מורידה את הסיכוי למסקנות שונות לגבי אירועים זהים הנובעות מהפעלת שיקול דעת בצורה שונה על ידי מבקרים שונים.

תקן הביקורת הבינלאומי ISA 200 מכיר במגבלות אילוצי זמן, עלות ומשאבים בביצוע ביקורת על דוחות כספיים. לדוגמה, תקני ביקורת קובעים כי מבקרים ישתמשו בטכניקות דגימה לצורך ביצוע ביקורת. במצב זה, התרחשו כשלי ביקורת שבהם פריטים שלא נבחרו כחלק מהמדגם הכילו טעויות מהותיות ולכן הדוחות הכספיים לא היו מוצגים באופן נאות. כל זאת למרות שהמבקר ביצע את תהליך הביקורת לפי תקני ביקורת. שימוש בכלי מחשוב מתקדמים ובטכניקות בינה מלאכותית מייתר, במידה רבה, את הצורך בדגימה ומאפשר לבדוק את כל הרשומות. כך מבקר יכול ליישם את תקני הביקורת באופן מקיף ושלם יותר מצד אחד ומעמיק יותר מצד שני. למרות שהשימוש בכלים אלה עדיין בחיתוליו, הוא משפר דרמטית את אפקטיביות תהליכי הביקורת כבר היום.

תדמית רואה החשבון משתנה

נראה כי התדמית הישנונית של ביצוע ביקורת על דוחות כספיים משתנה. ביזמת לשכת רואי חשבון, מועצת רואי החשבון עדכנה לאחרונה את תכנית הלימודים בחשבונאות והכניסה את הטכנולוגיה המודרנית ללימודי הביקורת. בפרט, לימוד ביקורת כולל כעת הקניית יכולת שימוש בכלי מחשוב מתקדמים לביצוע ביקורת של דוחות כספיים, כולל הערכת סיכונים, בקורות מסוגים שונים, מערכות ERP, אבטחת מידע והגנה בפני התקפות סייבר. כמו כן, סטודנטים לחשבונאות לומדים להשתמש במאגרי מידע גדולים לצורך ביצוע תהליכי ביקורת ולבצע DATA ANALYTICS, להעריך סיכונים באחסון מידע וסיכונים בשימוש בתקשורת נתונים. ביצוע ביקורת על דוחות כספיים הופך מתהליך ידני וסיזיפי למתוחכם ומתקדם, תוך הצבת אתגרים חדשים לרואי החשבון. יישום כלי מחשוב מתקדמים לא יחליפו את רואה החשבון. האתגר הצפוי לרואי החשבון מגדיל את מספר הסטודנטים בלימודי ראיית חשבון כבר היום.

רואה חשבון אינו מנכ"ל-על ואינו אחראי לכישלונות עסקיים של החברה

(אלי אמיר, פורסם 23.6.2021)

לעיתים קרובות, במקרים של כישלונות עסקיים משמעותיים, נשאלת השאלה היכן היו רואי החשבון. תהיה זו עשויה להסביר את ריבוי התביעות נגדם בשנים האחרונות. ואולם, אף שיש להם השכלה פיננסית וכלכלית רחבה, הם אינם יודעי כל ומונעים מלייעץ לחברות. אז מדוע מאשימים אותם בכישלונות עסקיים שאינם בתחום אחריותם?

עיון בתביעות נגד רואי חשבון עלול להוביל למסקנה שרואה החשבון הוא ה"אשם תמיד". דומה כי ניתן תמיד לקשור לרואי החשבון את הכישלונות העסקיים של החברה, כאילו מדובר במנכ"ל על היודע כל.

אנו עדים בשנים האחרונות לתביעות כנגד רואי החשבון מצד החברות והעסקים אותם הם אמורים לבקר. קורה גם שרואי החשבון הם הנתבעים היחידים מבלי ששמותיהם של מנהלים ודירקטורים מצורפים לתביעה. הטענות כנגד רואי החשבון רבות ומגוונות. לדוגמא, נטען כנגד רואי חשבון, אשר גילו אי סדרים משמעותיים בחברה, שהיו צריכים לגלות אותה קודם. במקרה אחר נטען שרואי החשבון לא הזהירו את החברה מפני חוב לקוח שהלך וצמח והפך לבלתי ניתן לגביה. במקרה אחר נטען שרואי החשבון היה אמור להזהיר את החברה מפני קריסת לקוח שקיבל אשראי בנקאי. והייתי יכול להביא דוגמאות רבות נוספות.

מספר התביעות כנגד רואי חשבון הולך וגדל כאשר המצב הכלכלי הולך ונעשה רע יותר. קריסה של חברות עקב מצב כלכלי רעוע מגדיל את הסיכוי לתביעות כנגד רואי החשבון. קריסת עסקים משמעותיים (לדוגמא, הבנק למסחר) מביא כמעט אוטומטית לתביעה כנגד רואי החשבון. אחת הסיבות לתביעות אלה היא היותם של רואי החשבון "כיס עמוק", כלומר יש להם ביטוח. ההנחה היא שרואי החשבון, ביחד עם חברות הביטוח שלהם, ירצו להתפשר כדי לשמור על המוניטין המקצועי שלהם ולהקטין את ההוצאה על דיונים משפטיים. אבל, כשמדובר במשרדים הגדולים לראיית חשבון, המגמה כיום היא פחות להתפשר.

במקרים מסוימים דומה שרואה החשבון של החברה נתפס כאחראי הבלעדי לנזק הכלכלי שנגרם לחברה. קורה שהחברה איננה תובעת את מנהליה ו/או עובדיה (לרבות דירקטורים) בהווה או בעבר. הרי ברור לכולם שרואי החשבון של החברה אינם נמנים על ההנהלה והדירקטוריון. לא ניתן להאשים את רואי החשבון בכישלונות עסקיים של המבוקר. אין זה בתחום אחריותו של רואה החשבון לנהל את החברה או ליעץ לה בעניינים עסקיים, ולמעשה הוא מנוע מכך, בעיקר כשמדובר בחברות ציבוריות. תפקידו של רואה החשבון לוודא שהדוחות הכספיים משקפים באופן נאות בהתאם לכללי החשבונאות המקובלים, את המצב הכספי, תוצאות הפעולות, השינויים בהון העצמי, ותזרימי המזומנים של החברה. רואה החשבון איננו כלב השמירה של החברה. הוא כלב השמירה של הדוחות הכספיים. וכיצד עליו לבצע את עבודתו? בהתאם לתקני הביקורת המקובלים, שנקבעו על ידי לשכת רו"ח בליווי הרשות לניירות ערך. לדוגמא, אם קיים תקן ביקורת שאומר שעל רו"ח לספור את המלאי, אז עליו לספור את המלאי. ואם קיים תקן ביקורת שאומר שעליו להקריא לדירקטוריון את שמותיהם של הלקוחות החייבים ואת החוב שלהם לחברה, אזי עליו לעשות זאת. רק שאין תקן כזה. למעשה, בהקשר

ללקוחות העסק, התקינה קובעת שבדוחות הכספיים יש להציג באופן נאות את יתרת הלקוחות בניכוי ההפרשה לחובות מסופקים ויש תקני ביקורת רלוונטיים לאמידת ערך המימוש של חובות הלקוחות. השאלה המרכזית שבה יש לדון היא האם רואי החשבון בצעו את המוטל עליהם בהתאם לתקני הביקורת.

על רואי החשבון גם לבדוק את מערכת הבקרה הפנימית של הדוחות הכספיים ולחוות את דעתם. אדגיש שמדובר בבקורות הקשורות לדוחות הכספיים ולא לתפעול החברה באופן כללי. לעיתים, רואי החשבון מציינים בחוות דעתם על מערכת הבקרה הפנימית, שנתגלתה חולשה במערכת הבקרה הפנימית. באופן אירוני, יתכן גם שהתביעה כנגד רואה החשבון קשורה לחולשה של הבקרה הפנימית שאותה רואה החשבון עצמו גילה.

הבעיה המרכזית בהקשר של הבקרה הפנימית היא שחברות רבות לא מייחסות חשיבות רבה למערכת הבקרה הפנימית של הדוחות הכספיים. חוסר החשיבות מתבטא במספר שעות הביקורת המצומצם המאושר לרואי החשבון בבדיקה זאת. ראיתי מקרים בהם חברה עם מכירות של מעל מיליארד ש"ח מקצה 200-250 שעות לבקרה פנימית של הדוחות הכספיים. די ברור שמדובר בהקצאה נמוכה.

עניין נוסף הוא שכר הטרחה הנמוך אותו גובים רואי החשבון עבור ביקורת ועובר בדיקת מערכת הבקרה הפנימית. אומנם מדובר בשוק חופשי בו הלקוח ורואה החשבון מסכימים על הקצאת השעות והתעריף לשעה, אך ברור שאיכות הביקורת עלולה להיפגע. למה הדבר דומה? למצב בו מחיר המוצר נשאר קבוע אך כמות המוצר הולכת וקטנה.

מדוע קיים פער משמעותי בציפיות?

כישלונות עסקיים מתרחשים. זהו טבעו של עולם העסקים. האחראים על ניהול החברה הם ההנהלה והדירקטוריון. כמו כן, האחריות הראשונית לנוכחות המידע, הכלול בדוחות הכספיים, היא של ההנהלה. הצהרה ברוח זו של המנכ"ל וסמנכ"ל הכספים כלולה בדוח התקופתי. רואי החשבון אחראים לביצוע הביקורת, בהתאם לתקני הביקורת המקובלים, ולמתן חוות הדעת על הדוחות הכספיים.

משום מה כשמדובר ברואי החשבון, קיים פער משמעותי בין תפקידו של רואה החשבון, כפי שנקבע בחוק, בתקנות, וההוראות המקצועיות, ובפסיקה, לבין מה שמצופה ממנו מהציבור. לעיתים קרובות, במקרים של כישלונות עסקיים נשאלת השאלה היכן היו רואי החשבון? כאילו רואה החשבון הוא סופרמן היודע כל, מנכ"ל על, ה"אשם תמיד". מהי הסיבה לפער הציפיות הזה? לרואי החשבון השכלה פיננסית וכלכלית רחבה, ידע במיסוי, חוק מסחרי, ביקורת, הערכת שווי ועוד. רוב הציבור אינו מודע להבדל המהותי בין רואה חשבון הממלא תפקיד של מנכ"ל חברה ציבורית (ויש לא מעט כאלה) לבין רואה חשבון המבצע ביקורת על הדוחות הכספיים בהתאם לתקני הביקורת החלים עליו. לדידם, כולם פשוט רואי חשבון.

תחומי האחריות של רואה חשבון מבקר בחברות ציבוריות

לא כלול בתחום האחריות	כלול בתחום האחריות
אינו אחראי על כישלונות עסקיים של המבוקר	מתן חוות דעת על הדוחות הכספיים
אינו יכול לקיים קשר עסקי עם המבוקר, לקבל החלטות עבורו או להחזיק במניותיו	מחויב לאי-תלות במבוקר ולאובייקטיביות

לא כלול בתחום האחריות	כלול בתחום האחריות
מנוע מלתת ייעוץ עסקי לחברות מבוקרות במסגרת תפקידו כמבקר	לפעול במיומנות סבירה ובזהירות ראויה בעת עריכת הביקורת כדי למנוע הצגה מוטעית מהותית בדוחות הכספיים
רו"ח מבקר אינו יכול לנהל את החשבונות של המבוקר	לתכנן את הביקורת על הדוחות הכספיים ולבצע אותה בהתאם לתקני הביקורת המקובלים
אינו אחראי על גילוי תרמיות, מעילות והונאות, אך אם היגיע לידי מידע עליו לבצע בדיקות משלימות ואסור לו להתעלם	לשקול את האפשרות לקיום תרמיות ומעילות במבוקר ולבצע בדיקות בהתאם לתקינה הרלוונטית
אינו יכול לתת ייעוץ משפטי למבוקר	גילוי ספקנות מקצועית (כבדהו וחשדהו כלפי המבוקר) וגילוי גישה אקטיבית בעת הביקורת
אינו אחראי לכשירות ההנהלה, הדירקטוריון והעובדים לביצוע תפקידם	להעריך את סיכוני הדיווח של החברה ולתת חוות דעת על מערכת הבקרה הפנימית של הדוחות הכספיים של המבוקר
אינו אחראי ומנוע ממנו להשתתף בתהליך מינוי ההנהלה, או הדירקטוריון של המבוקר	אחריות פלילית בגין פעולה בניגוד לחוק, לדוגמא, סיוע ברישום כוזב במסמכי תאגיד או סילוף חוות דעת
	אחריות חוזית ונזיקית בגין נזק שנגרם ללקוח או לצד ג' עקב רשלנות, או פעילות בניגוד לחוק ולכללי המקצוע.

מה האחריות של רואי חשבון?

(דן וייס, פורסם 28.10.2021)

לפני עשרים שנה, נפילת אנון הביאה להתמוטטות פירמת רואי החשבון הגדולה ארתור אנדרסן. כולם זוכרים זאת בחיל ורעדה. כיום, פירמות רואי החשבון העוסקות בביקורת ומשמשות שומר סף בשוק ההון חוששות כי ההיסטוריה תחזור על עצמה. תביעה גדולה אחת עלולה, כפי שראינו, להפיל משרד רואי חשבון גדול. כתוצאה, גדלה הריכוזיות בתחום ביקורת חברות ציבוריות ופירמות רואי חשבון רבות נמנעות מכך.

מספר התביעות נגד פירמות רואי חשבון והיקפן עלה במהלך השנים. התביעות מגיעות בדרך כלל אחרי קריסת חברות או חשיפה של הונאות חשבונאיות ומצגים מטעים בדו"חות כספיים. כשומרי סף, משקיעים מצפים מהם לזהות ולמנוע תקלות כאלה. בדרך כלל תביעות נגד רואי חשבון מוגשות על ידי נפגעים: בעלי המניות של חברות שמחיר מניותיהן קרס ובעלי אג"ח הטוענים כי טעויות או רמאויות בדו"חות הכספיים גרמו לכשל פרעון. לדוגמה, פורסם כי לפני כשנתיים משרד רואי חשבון שטיינמץ-עמינח הגיע להסדר פשרה עם המפרק בעניין ענבל אור והתחייב לשלם לקופת הפירוק 11.5 מיליון שקלים.

לרואי החשבון יש סיכון גבוה לתביעות במקרי קריסה כלכלית. סיבה מרכזית היא היותם "כיס עמוק", שניתן לגבות ממנו פיצויים בניגוד למצב חברה קורסת שקופתה ריקה. נוסף לאיתנותם הפיננסית, קיים הגיבוי הביטוחי שנותנות פוליסות ביטוח האחריות המקצועית של המשרדים. רואי החשבון טוענים כי המבקר אינו מעורב בהחלטות הניהוליות שהביאו את החברה לקשיים ואף אינו מכין את הדו"חות הכספיים. לטענתם, קיימים קשיים אובייקטיביים המגבילים את עבודת הביקורת ומקשים על גילוי מצגים מטעים ותרמיות בדו"חות כספיים. כמו כן, מעמדו הסטטוטורי של רואה החשבון מציב אותו בעמדה בעייתית: מצד אחד, בעלי השליטה בחברות ונושאי משרה בהן קובעים את שכר-טרחתו. מצד שני, על רואה החשבון לבקר את פעולות ההנהלה ולא לחתום על דו"ח מבקר חלק כאשר הדוחות הכספיים אינם מייצגים באופן נאות את מצב החברה בשל השמטות, טעויות או הסתרה של מידע.

אחריות רואי בעולם

היקף אחריותם של רואי חשבון מבקרים כלפי צדדים שלישיים שונה במדינות שונות. בחלק מהמדינות, כגון גרמניה, מאפשרת הגבלה לתקרת סכום הפיצויים שעלולים לשלם רואי החשבון. במדינות אחרות, כגון שווייץ, הפיצויים מוגבלים לחלק יחסי בנזק. קיימות גם הגבלות אחריות מסוג אחר. בבריטניה ניתן להגביל את אחריותם של רואי חשבון רק כלפי החברה שאותה הם מבקרים, ואז המשקיעים אינם יכולים לתבוע אותם על רשלנות. בצרפת רואי החשבון רשאים לפעול כתאגיד עם אחריות מוגבלת ואז לא ניתן לרדת לנוכסים האישיים של השותפים. כלומר, נכסיו האישיים של רואה החשבון מוגנים מפני הליכי הוצאה לפועל במקרה שבו אחד העובדים או שותף אחר בפירמה התרשל. בדנמרק ובבריטניה ניתן להגביל את חבות הפיצויים בהסכם שבין רואה החשבון לחברה המבוקרת. במדינות רבות חלות על אחריות רואי החשבון הגבלות מסוגים שונים ולכן היא מוגבלת. במהלך עשרות שנים ניכרת מגמה בינלאומית להגבלת היקף החבות של רואי חשבון מבקרים בניזקין. כבר ב-2008 המליץ האיחוד האירופי למדינות החברות להגביל את אחריותו

של רואה חשבון מבקר באחת משלוש דרכים: חיוב רואה החשבון המבקר בחלק יחסי של נזקים, קביעת תקרה לסכום הפיצויים שישלם רואה חשבון שנמצא רשולן או קביעת אחריות מוגבלת של רואה החשבון במסגרת החוזה ההתקשרות עם המבוקר. עשרות מדינות בחרו להגביל את אחריות רואי החשבון.

אחריות רואי ישראל

לעומת זאת, רואי חשבון מבקרים בישראל חבים באחריות רחבת היקף שאינה מוגבלת כלל. בישראל אין לרואי החשבון המבקרים אפשרות לפעול במסגרת תאגיד בעל אחריות מוגבלת וכל שותף במשרד רואי חשבון נושא באחריות אישית לכל חבות המוטלת על השותפות. מקצוע ראיית החשבון קיבל על עצמו אמות מידה בינלאומיות לעריכת ביקורת, אך השוואת מעמדם של רואי חשבון ישראלים לא השווה למעמדם במדינות זרות מבחינת הקף האחריות. במדינות רבות רואי חשבון נהנים מהסדרים של אחריות מוגבלת, אך בישראל המצב אינו כך. ד"ר נילי קרקו-אייל מהמכללה למנהל המליצה על הסדר משפטי להגבלת החבות של רואה חשבון מבקר בניזקין כלפי צדדים שלישיים. רואי איריס שטרק, הנשיאה היוצאת של לשכת רואי חשבון, הובילה מהלך להגבלת אחריות בסכום העומד ביחס לשכר הטרחה אך ורק לרואי חשבון שיעמדו בהצלחה בהשתלמות מקצועית תקופתית. ההצעה נמצאת בשלבי גיבוש הצעת תיקון לחוק. בינתיים, המצב בשטח טרם השתנה.

אלא, שחבות רואה החשבון בניזקין היא רק חלק מהנטל. בשנים האחרונות עלה משקלה של האכיפה המנהלית על ידי רשות ניירות ערך. בשנת 2014 ועדת האכיפה המנהלית הטילה על רואה חשבון עיצום כספי בסך 100 אלפי שקלים ועיצום כספי על תנאי באותו סכום במסגרת הסדר אכיפה. במקרה זה, הועדה קבעה כי רשלנותו של רואה החשבון מצויה בלב ליבה של החובה המוטלת על רואה החשבון המבקר להקפיד על הדיוק בדיווח ועל גילוי מלא של כל מידע הנדרש למשקיע הסביר. תפקידו של רואה החשבון בחברה הוא לשמש בה שומר סף ומצופה ממנו שלא לחתום על חוות דעת חלקה בנוגע לדוחות כספיים אשר נפל בהם פרט מטעה. ועדת האכיפה המנהלית דחתה את הטענה כי אחריותו של רואה החשבון המבקר פחותה ממידת האחריות המוטלת על החברה ונושאי המשרה בה בכל הנוגע לפרטים מטעים.

לפני כשנתיים, ועדת האכיפה המנהלית דנה באשמת פרסום פרטים מטעים בדוחות כספיים של חברה ציבורית והטילה על רואה החשבון וגם על סמוכ"ל הכספים עיצום כספי בסך 150 אלפי שקלים כל אחד. כמו כן, רואה חשבון נוסף נמצא לפני כשנה אחראי לפרטים מטעים בדוח של חברה ציבורית וועדת האכיפה המנהלית אישרה הסדר אכיפה מנהלי הכולל עיצום כספי בסך 70 אלפי שקלים. מדובר בפרטים מטעים שנמצאו בדוח סקירה שצורף לדוחות הכספיים הרבעוניים אודות משיכות כספים שביצע בעל השליטה.

אחריות פלילית

כמו תמיד, ההשוואה למצב בארצות הברית מהווה נקודת ציון. מצד אחד, אחריות רואה החשבון בניזקין בארצות הברית אינה בלתי מוגבלת. מצד שני, בארצות הברית קיימת הרתעה פלילית מרחיקת לכת. לדוגמה, סקוט לונדון, שותף בפירמת ראיית חשבון גדולה בקליפורניה נשלח ל-14 חודשים בכלא בגין מסירת מידע על חברה מבוקרת לחבר תמורת שעונים וכרטיסים למופעים. כמו כן, חקיקת SOX מאפשרת להעניש מבקרים בעד 20 שנות מאסר בגין הטעייה בדוחות כספיים. בולט כי המגמה הכללית הינה הקטנת האחריות האישית בניזקין יחד עם הגברת ההרתעה הפלילית. ימים יגידו אם מגמה זו תסייע לשפר את איכות הביקורת החשבונאית ואת איכות המידע בשוקי ההון.

הקף אחריות רואי חשבון בישראל הוא מהגבוהים בעולם (דן וייס, פורסם 17.2.2022)

מספר התביעות נגד רואי חשבון והיקפן עלה בישראל בשנים האחרונות. התביעות מגיעות בדרך כלל כנגד משרדים גדולים כאשר בעלי מניות או נושים מחפשים כיס עמוק להפרע ממנו אחרי קריסת חברות או בשל הונאות חשבונאיות ומצגים מטעים בדו"חות כספיים. משקיעים בחברות ציבוריות מצפים מרואי החשבון לזהות מראש ולמנוע תקלות כאלה. גם משרדים קטנים נתבעים, בעקר בקשר להערכות שווי ושירותים מקצועיים אחרים.

עד שנות השמונים של המאה הקודמת תביעות משפטיות נגד רואי חשבון ונושאי משרה בחברות היו נדירות יחסית בעולם וגם בישראל. מאז, שינויים שחלו בשוקי ההון, בחקיקה ובמגוון עיסוקי רואי החשבון שינו את המצב. חשיפת החבות של רואי החשבון התרחבה יחד עם מגוון השירותים שלהם. לקוחות וצדדים שלישיים שאינם לקוחות הפכו נחשבים יותר לפתור מחלוקות עם רואי חשבון באמצעות ליטוגציה, במיוחד כאשר עולות טענות לרשלנות בביקורת דוחות כספיים או בהקשר לחדלות פירעון.

הגבלת אחריות רואה חשבון

אחריות רואה החשבון בישראל הינה אישית והקפה אינו מוגבל. בישראל אין לרואי החשבון המבקרים אפשרות לפעול במסגרת תאגיד בעל אחריות מוגבלת וכל שותף במשרד רואי חשבון נושא באחריות אישית לכל חבות המוטלת על השותפות. כלומר, כל נכסיהם האישיים של כל השותפים חשופים לתביעות בגין רשלנות של כל שותפה או שותף. במדינות אחרות המצב שונה. במדינות רבות חלה הגבלה על סכום האחריות. אחריות רואה החשבון באנגליה ובגרמניה ניתנת להגבלה והקפה נקבע בהתקשרות עם הלקוח. בשוודיה החוק מגביל את הקף אחריות רואה החשבון עד כ-1 מיליון יורו בחברות פרטיות וכ-4 מיליון יורו בחברות ציבוריות. בקנדה ניתן להגביל את הקף האחריות לכפל שכר הטרחה. לצמצום האחריות האישית יש גם אספקטים נוספים. בצרפת לא ניתן לתבוע אישית שותף בשותפות אלא רק את השותפות. בגרמניה, באנגליה ובקנדה חלות הגבלות על אחריות רואה החשבון כלפי צדדים שלישיים (כגון משקיעים), וגם באוסטרליה ובסינגפור קיימות הגבלות על חובת הזהירות של רואה החשבון כלפי צדדים שלישיים. עולה כי הקף אחריות המוטלת על רואי החשבון בישראל הינו מהגבוהים בעולם.

בארצות הברית, מעוז הליטוגציה, הגביל המחוקק את הקף האחריות של רואי חשבון בדרך אחרת. כבר בשנת 1995 העלה המחוקק האמריקאי את הרף הדרוש לתביעת רואי חשבון וקבע ב- *Private Securities Litigation Reform Act* אמות מידה מוגברות הדרושות לאשור תביעות נזיקין בגין רשלנות רואי חשבון. בפשטות, תובעים נדרשים להוכיח כי רואה החשבון היה ב- *STATE OF MIND* להטעות, להונות או לבצע מניפולציה. בתי המשפט בארצות הברית פרשו אמות מידה אלה בצורות שונות, אך פסק דין מפורסם, טאלאבס נגד מקור משנת 2007, קבע כי נדרשות עובדות המביאות ל"מסקנה חזקה" כי רואה החשבון היה ב- *STATE OF MIND* לביצוע הטעייה או הונאה. מחקר של הווינגסבר, רג'ופל וסריניוואן מאוניברסיטת

הרוורד מצא כי בעקבות פסק הדין חלה ירידה גדולה בהקף התביעות נגד רואי חשבון. יותר מכך, החוקרים מדווחים כי כ-70% מהתביעות הללו המוגשות נגד רואי חשבון בארצות הברית נדחות על הסף בשלב מוקדם של ההליך. קל לראות כי הסף הדרוש להוכחת תביעה כנגד רואי חשבון בארצות הברית גבוה מאשר בישראל.

ביטוח אחריות מקצועית

כדי להגן על עצמם ועל משפחתם נאלצים רואי חשבון, בעקב במשרדים קטנים ובינוניים, לרכוש פוליסות ביטוח אחריות מקצועית. מחיר פוליסות אלה גבוה ואף עלה בשנים האחרונות. ביטוח אחריות מקצועית הינו אמצעי קריטי להגן על רואי חשבון מפני תביעות הכרוכות בעלויות ליטיגציה גבוהות, אף שחלקן בלתי מוצדקות ונדחות על ידי בתי משפט. הקף תביעות גדול בארצות הברית בשנות ה-80 גרם לעלייה משמעותית בפרמיות עבור כיסוי ביטוחי, סכומי כיסוי נמוכים יותר, ומבטחים שהפסיקו למכור פוליסות אחריות מקצועית. עלות פרמיית הביטוח של משרדי רואי החשבון האמירו והגיעו להיות ההוצאה השלישית בגודלה, אחרי שכר עובדים ועלות משרדים ותקורה.

בתגובה, אגודת רואי החשבון בקליפורניה הקימה חברת ביטוח הדדי, Camico, בבעלות חברי האגודה, העוסקת בביטוח אחריות מקצועית של חברי האגודה. Camico נוצרה על ידי רואי חשבון עבור רואי חשבון. כל הכספים שנותרו לאחר תשלום התביעות ועלויות התפעול שייכים למבוטחים. הפעילות החלה בקליפורניה ולאחר מכן התרחבה לפריסה ארצית. לאחר 36 שנות פעילות, השנה החברה מבטחת כ-8,000 משרדי רואי חשבון קטנים ובינוניים, כאשר כ-94% מהמבוטחים מחדשים את הביטוח מדי שנה. הפרמיות השנתיות של החברה מראות מגמת צמיחה ועמדו בשנת 2020 על כ-59 מיליון דולר, כלומר מדובר בחברה קטנה אפלו במונחים ישראלים. כדי לתת בטחון למבוטחים, החברה רוכשת ביטוח משנה המכסה תביעות מעל LOSS RATIO של 68%. כלומר, Camico נוטלת סיכונים מוגבלים על עצמה ולמעשה פועלת בעקב כסוכן ביטוח מטעם אגודת רואי החשבון במטרה להוזיל את עלויות ביטוח האחריות המקצועית לחברי האגודה. החברה שמרה במהלך שנות פעילותה על רמת הוצאות תפעוליות נמוכה וצברה עתודות לתשלום תביעות בסך 35 מיליון דולר והון עצמי בסך כ-45 מיליון דולר. לכל הדעות מדובר במבנה הון שמרני המעיד על חברה יציבה ובעלת איתנות פיננסית ודרוג גבוה.

יותר מכך. Camico מסייעת לרואי החשבון בהערכת חשיפות לסיכון וכיצד לנהל אותן. בפרט, Camico מספקת ייעוץ מקצועי כיצד להשתמש ביעילות במכתבי התקשרות ובמכתבים אחרים, בניסוחי תשובות לבקשות של לקוחות, בקשות רגולטוריות למידע ובקשות מלווים וצד שלישי. החברה אף מנחה את רואי החשבון בגישות ניהול סיכונים אפקטיביות ואף בהגנה מפני ליטיגציה. נתוני Camico מצביעים כי הקף התביעות כנגד המשרדים הקטנים המבוטחים בחברה ירד בשנים האחרונות. התרשים מצביע, בין השאר, כי הקף תביעה ממוצע בגין רשלנות בביצוע ביקורת עמד בשלוש השנים 2017-2019 על כ-193 אלף דולר, נמוך משמעותית מאשר בעבר. הירידה נובעת משינוי החקיקה ואולי גם מסיוע מקצועי שנתנה Camico.

מי מרוויח מהמצב בישראל?

ברור כי נטל האחריות על רואי החשבון בישראל גבוה מאשר במדינות רבות בעולם. הנטל נובע מהעדר הגבלות על הקף האחריות, מאצבע קלה על הדק התביעה וגם מעלות ביטוח אחריות מקצועית גבוהה. מחקרים שנעשו לא מצאו עדויות כי הגדלת הקף האחריות של רואי החשבון המבקר משפרת את איכות

הביקורת. אין סיבה לחשוב כי הקף אחריות גבוה בישראל יוצר איכות ביקורת גבוהה מזו שבאנגליה, צרפת או גרמניה. בסופו של יום, קשה לראות מי מרוויח מהמצב בישראל (למעט עורכי הדין העוסקים בליטיגציה). עד שישתנה המצב, העלויות הכבדות של פוליסות הביטוח מתגלגלות אל בעלי המניות והמשקיעים.

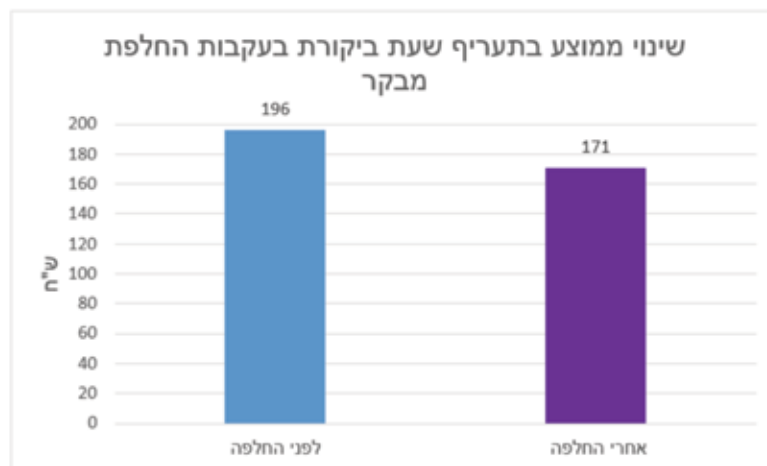
גודל התביעה נגד משרדי רואי חשבון קטנים בארה"ב (מקור: CAMICO)		
ממוצע בדולרים (ארה"ב)		
1986-2019	2017-2019	סוג תביעה
317,000	193,000	ביקורת
101,000	3,000	הערכות שווי
47,000	61,000	מיסים
153,000	40,000	ייעוץ ניהולי
142,000	13,000	חוות דעת מקצועיות
88,000	66,000	כל התביעות

האם שכר הטרחה יורד בעקבות החלפת משרד רואי החשבון?

(דן וייס, פורסם 9.9.2021)

רואה החשבון המבקר הוא שומר סף הבודק ומאשר את נאותות הדוחות הכספיים, ובכך מוגן על בעלי מניות ומאפשר פעילות תקינה של שוק ההון. מחקר חדש שערכתי עם אביב בצלאל, אלזה מויסה, שהם ניסטל ואסף פרידמן בדק שינויים בשכר טרחת רואי חשבון בעקבות החלפת המבקר על ידי אספת בעלי המניות בחברות ציבוריות. בפרט, אנו בודקים את השינוי בתעריפי שכר הטרחה וכן את השינוי בהיקף שעות הביקורת ב-110 מקרים של החלפת משרד רואה החשבון המבקר בחברות שמוותיהן נסחרות בבורסה לניירות ערך בתל אביב (לא דואליות).

במדינות רבות בעולם חברות ציבוריות נדרשות לגלות את שכר טרחת המבקר בדוחות הכספיים השנתיים, אך רק בישראל, ביוון ובדרום קוריאה חלה חובת גילוי של שכר טרחת עבודת הביקורת יחד עם היקף השעות שהושקעו בעבודת הביקורת. הגילוי המקיף הזה מאפשר ללקוחות להשוות את התעריף לשעת ביקורת ואת היקף שעות הביקורת מול חברות דומות כאשר הם מנהלים משא ומתן לגבי שכר טרחה ושוקלים את החיסכון בשכר הטרחה שעשוי לבוע מהחלפת המבקר. המחקר התבסס על תעריפי ביקורת ושעות ביקורת על פי דיווחי החברות הציבוריות, המאפשר השוואה של תעריפי הביקורת והיקף השעות שהושקעו לפני החלפת המבקר ואחריו.



תרשים מספר 1

תוצאות המחקר מצביעות על ירידה בתעריפי שעות ביקורת המלווה בעלייה בהיקף שעות הביקורת בעקבות החלפת המבקר בחברות ציבוריות. תעריף שעות ביקורת ירד בממוצע בעקבות החלפת משרד רואי חשבון בכ-13%, מ-196 שקלים לשעה ששולמו בממוצע למבקר היוצא, ל-171 שקלים לשעה ששולמו בממוצע למבקר הנכנס - ראה תרשים 1. לעומת זאת, היקף שעות הביקורת הממוצע עלה בעקבות החלפת משרד רואי חשבון המבקר בכ-6%, מ-2,793 שעות בממוצע אצל המבקר היוצא, ל-2,961 שעות בממוצע אצל המבקר הנכנס. מדובר בשתי השפעות מנוגדות, ובשורה התחתונה שכר טרחת המבקר הנכנס ירד בכ-8%

בעקבות החלפת המבקר היוצא. שכר טרחת המבקר היוצא עמד על כ-549 אלפי שקלים בממוצע, ושכר טרחת המבקר הנוכס עמד על כ-507 אלפי שקלים בממוצע.

מספר החברות הציבוריות שבהן מחליפים רואי חשבון מבקרים עמד בממוצע על כ-18 בשנה. כלומר, רואי חשבון מבקרים הוחלפו בכ-3% עד 4% מהחברות הציבוריות שמוניתיהן נסחרות בבורסה (מספר החברות משתנה משנה לשנה). החלפת המבקר נפוצה יותר בקרב חברות בענף ההיי-טק ונפוצה פחות בחברות ביטוח ובבנקים - ראה תרשים 2. המספר המצומצם של החלפות אינו מעיד על רמת תחרותיות נמוכה. המידע המדווח על פי התקנות מאפשר לחברות להשוות תעריפי שעת עבודה ביקורת לחברות דומות בשוק. תופעה זו גורמת לשכר הטרחה "להתיישר כלפי מטה". מספר החילופים נמוך כי המידע הקיים בשוק לגבי תעריפי שעת ביקורת מאפשר לחברות לנהל משא ומתן עם המבקרים, ובמקרים רבים לקבל הנחה בשכר הטרחה ללא צורך בהחלפת משרד רואי החשבון המבקר. בולט כי רמת תחרותיות גבוהה בשוק הביקורת אפשרה לחברות ציבוריות לקבל שירותי ביקורת במחירים תחרותיים לטובת בעלי המניות.



תרשים מספר 2

השוואה של תעריפי שעת ביקורת בין מדינות שונות בעולם מתאפשרת על פי דיווחי חברות ציבוריות בעלות פעילות בינלאומית משמעותית. חברות ציבוריות בישראל משלמות תמורת שעת עבודה של רואי חשבון בהולנד ובבריטניה כמעט פי שלושה מאשר בישראל, בארה"ב ובצרפת כמעט פי חמישה מאשר בישראל, ובשווייץ בערך פי עשרה מאשר בישראל. רמת תעריפי שכר הטרחה בישראל מהווה כרבע מרמת תעריפי שכר הטרחה הממוצע בקרב מדינות ה-OECD. הרמה הנמוכה של שכר הטרחה בישראל מעידה על תחרות מחירים משמעותית בין משרדי ראיית החשבון. בניגוד לשחיקת תעריפי שכר הטרחה המשולם לרואי החשבון בישראל במהלך תקופה ארוכה, בעולם קיימת עלייה בשכר טרחת רואי החשבון. תוצאות אלה מעידות על רמת תחרותיות גבוהה בשוק הביקורת בישראל.

מצד שני, מצאנו כי ב-57 מתוך 110 מקרים (52%), דוח המבקר בשנה שקדמה לשנת החלפת משרד רואי החשבון לא היה על פי הנוסח האחיד וכלל הערות. ב-49 מקרים (45%) כלל דוח המבקר הערת עסק חי, ובשמונה חברות (7%) דוח המבקר כלל הערות אחרות (כגון הפניית תשומת לב). התוצאות מראות כי רב מקרי החלפת המבקרים באו אחרי דוחות ביקורת לא חלקים. כלומר, לרמת תחרותיות גבוהה בשוק הביקורת עלולות להיות תופעות לוואי שאינן רצויות למשקיעים. בעיקר, חוות דעת לא חלקה מעידה על

עלייה בסיכוני ביקורת. למרות זאת, מצאנו ירידת שכר טרחה בחברות שבהן סיכוני הביקורת עלו עקב חוות דעת לא חלקה. שכר טרחה נמוך, בפרט כאשר הוא נובע מהחלפת משרד רואי החשבון המבקר, עלול לפגום באי-תלותו של המבקר. השאלה אם אי-תלות המבקר הנכנס נפגעת כתוצאה מהחלפת משרד רואי החשבון המלווה בירידת שכר טרחה חייבת להטריד משקיעים בשוק ההון. עם זאת, אין ספק כי האפשרות של הלקוח להחליף את המבקר כדי להשיג ירידה בשכר טרחה עלולה לפגוע בטווח הארוך באיכות עבודת הביקורת ובעצמאות המבקרים בכל החברות הציבוריות. יתרה מזאת, עצם האיום בהחלפת משרד רואי החשבון כדי להשיג ירידה בשכר הטרחה עלול לפגום באיכות תהליך ביקורת הדוחות הכספיים.

רשות ניירות ערך הגישה לפני מספר שנים הצעת חקיקה שמטרתה שינוי המצב הקיים. על פי ההצעה, החברות הציבוריות יידרשו לדווח רק את שכר טרחת עבודת הביקורת ללא גילוי מספר שעות העבודה שהשקיע המבקר, וכך תמנע היכולת להשוות תעריפי שעת עבודת ביקורת עם חברות דומות. השינוי המוצע יתאים את דרישות הגילוי בישראל למצב הקיים ברוב מדינות המערב ואסיה. המסקנות העולות ממחקר זה תומכות בשינוי המוצע על ידי רשות ניירות ערך, בעיקר בשל החשש לפגיעה באיכות הביקורת של הדוחות הכספיים ולפגיעה הפוטנציאלית לאורך זמן בעצמאותו ובאי-תלותו של המבקר. השלמת החקיקה צפויה בקרוב בעקבות הממשלה החדשה.

בינתיים, מנהלי המשרדים הגדולים מכירים בתחרותיות העזה השוררת בשוק ביקורת החברות הציבוריות, אך טוענים כי מגמת ירידת שכר הטרחה משתנה. מנהלי המשרדים מציינים כי התקשרויות חדשות עם חברות ציבוריות מצביעות על עלייה בשכר הטרחה. לטענתם, העלייה בשכר הטרחה נובעת מעליית שכר של רואי חשבון שכירים ומתמחים העובדים במשרדים וגם ממחסור בסטודנטים בוגרי הכשרה בחשבונאות. שתי מגמות אלה צפויות להמשיך לדחוף את שכר הטרחה כלפי מעלה.

מדוע שעת ביקורת כה זולה? תעלומת שכר הטרחה של רואי החשבון

(אלי אמיר, פורסם 7.10.2021)

השכר עבור שעת ביקורת הוא נמוך אבסולוטית אבל גם נמוך משמעותית מהשכר עבור שעה של שירותים אחרים. אבל גם שעת ביקורת בישראל זולה מאשר בארה"ב ויקרה מאשר ברוסיה. השכר יעלה רק אם תהיה אכיפה מוגברת בשוק ההון בישראל ושקיפות גבוהה יותר.

קראתי בעיון את מאמרו של עמיתי פרופסור דן וייס (פורסם 9.9.2021) בנושא שכר הטרחה הנמוך של רואי החשבון בגין שירותי הביקורת. מעבר לסכום הנמוך לשעת ביקורת, התעניינתי בהצעה של רשות ניירות ערך לבטל את חובת הגילוי של מספר השעות המוקדשות לביקורת ושירותים אחרים ולהתמקד בעלות הכספית הכוללת בלבד. ההצעה מוזרה מכיוון, שבדרך כלל, הרשות מעוניינת להגדיל את רמת הגילוי ולא להקטין אותה. ובכלל, קשה לטעון שפרסום מידע גורם לנזק למשקיעים. הרי המשקיע רשאי להתעלם מהמידע ולא להשתמש בו. פרסום מידע נוסף אינו יכול להרע את מצב המשקיעים ואולי להיטיב את מצבו של משקיע אחד לפחות.

אולי הסיבה להצעת הרשות היא להקטין את רמת התחרות בשוק הביקורת מתוך כוונה להגדיל את שכר הטרחה ואולי אף את רמת הביקורת. אבל האם יתכן שפחות מידע אכן יקטין תחרות? סביר יותר שפחות מידע יקטין את רמת הביקורת כי פחות תחרות משמעותה פחות תמריצים להתייעלות, להשקעה בטכנולוגיה חדשה, ובקיצור, פחות ביקורת.

במאמרו, וייס טוען שביטול חובת הגילוי למספר שעות הביקורת ישווה את דרישות הגילוי לאלה הנהוגות במדינות המערב. אבל כמות המידע הזורם לשוקי ההון בארה"ב ובריטניה גבוהה עשרות מונים מהכמות בישראל, וכאן הרשות מתמקדת במקרה אחד ספציפי שבו בישראל יש יותר מידע. ויש הבדלים מהותיים נוספים בין הנעשה בישראל לנעשה במדינות המערב, קרי ארה"ב, בכל מה שקשור לשוק הביקורת. ראשית רמת ההכשרה של רואי החשבון, בעיקר ההכשרה הנמשכת, עדיפה בארה"ב על פני זו שבישראל. רמת האכיפה בארה"ב על ידי רשות ניירות ערך, רשויות המס ובתי המשפט עדיפה על זו שבישראל. יעילות שוק ההון האמריקני גם היא גבוהה מזו שבשוק ההון הישראלי. כך שהתמקדות בפרט אחד, כגון מספר שעות הביקורת נראית מוזרה, לטעמי.

מחיר הביקורת בישראל נמוך

הנתון המפתיע השני הוא המחיר הנמוך בממוצע של שעת ביקורת. באופן רנדומלי בחרתי בחברות אשטרומ, שטראוס ואלוני חץ, לצורך ניתוח הגילוי בדבר עלויות הביקורת. אשטרומ מבוקרת על ידי משרד קוסט פורר גבאי את קסירר (להלן, EY). הגילוי כולל תשלומים למשרד EY וכן תשלומים לרואי חשבון אחרים לא מזהים (יתכן שהם רואי חשבון זרים). עבור שירותי הביקורת, השכר הממוצע לשעה בשנת 2020 היה 242 ש"ח, נמוך ב-7% מהשכר לשעה בשנת 2019. לעומת זאת, השכר עבור שירותים אחרים, לרבות ייעוץ מס, כמעט כפול,

445 שח לשעה בממוצע בשנת 2020, נמוך ב-14% מהשכר הממוצע לשעה בשנת 2019 (ראה טבלה).
דוגמא זו עקבית עם ממצאיו של וייס - השכר לשעת ביקורת נמוך והוא אף ירד בשנת 2020.

סוג השירות	מבקר	שנת 2019			שנת 2020			שינוי (%)
		שעות	שכר אלפי שח	שכר לשעה	שעות	שכר אלפי שח	שכר לשעה	
אשטרום								
ביקורת	EY Israel	23,740	5,748	242	22,849	5,937	260	-7%
אחרים	EY Israel	587	261	445	1,425	740	519	-14%
שטראוס								
ביקורת ומס	KPMG Israel	17,291	3,727	216	18,593	3,758	202	7%
ביקורת ומס	KPMG USA	1,029	998	970	1,020	998	978	-1%
ביקורת ומס	KPMG Germany	5,328	2,340	439	5,540	2,553	461	-5%
ביקורת ומס	KPMG Russia	4,242	547	129	4,034	559	139	-7%
ביקורת ומס	KPMG Brazil	3,778	367	97	2,220	415	187	-48%
אחרים	KPMG Israel	2,248	577	257	80	105	1,313	-80%
אחרים	KPMG Brazil	342	57	167	213	68	319	-48%
אלוני-חץ								
ביקורת ומס	Deloitte Israel	9,724	1,796	185	10,070	1,735	172	7%
ביקורת ומס	BDO	1,780	331	186	1,700	297	175	6%
ביקורת ומס	Deloitte USA	325	234	720	240	225	938	-23%
ביקורת ומס	Deloitte UK	1,451	686	473	1,232	660	536	-12%
ביקורת ומס	Deloitte Poland	910	137	151	920	180	196	-23%
אחרים	Deloitte Israel	1,663	673	405	219	147	671	-40%
אחרים	Deloitte UK	270	407	1,507	639	1,030	1,612	-6%

נעבור לשטראוס. המבקר החיצוני בישראל ובעולם הוא משרד KPMG. כאן הגילוי מפורט יותר וכולל קבלת שירותי ביקורת מרואי חשבון במספר מדינות. בנוסף, שטראוס מדווחת על שירותי ביקורת ומס ביחד, כלומר, השירותים האחרים אינם כוללים ייעוץ בנושא מס. השכר לשעה בשטראוס עבור ביקורת בישראל נמוך מזה שבאשטרום, אך לעומת אשטרום, המחיר עלה בשנת 2020 ב-7%. עבור שעת ביקורת בארה"ב, משלמת שטראוס 970 שח, כלומר פי 4.5 מאשר בישראל. בגרמניה, המחיר לשעה הוא 439 שח, כפול מאשר בישראל, אך ברוסיה הוא 129 שח ובברזיל הוא רק 97 שח בממוצע. כצפוי, המחיר לשעה עבור שירותים אחרים גבוה יותר, אך לא באופן משמעותי. הדוגמא האחרונה היא אלוני חץ. ראי החשבון בישראל הם ברייטמן-אלמגור-זוהר (להלן, Deloitte), כאשר חברת בת מסוימת מבוקרת על ידי זיו האפט (BDO). חברות הבנות בחו"ל מבוקרות על ידי משרדי Deloitte המקומיים. השכר לשעת ביקורת בישראל נמוך

ועומד על 185 שח ל-Deloitte ו-186 שח ל-BDO. ביקורת בארה"ב עולה 720 שח לשעה, בבריטניה 473 שח לשעה, ובפולניה 151 שח לשעה. שעות ייעוץ שאינם ביקורת יקרות יותר. בישראל המחיר לשעה הוא 405 שח ובבריטניה 1,507 שח לשעה. המחיר לשעת ביקורת בישראל אכן נמוך באופן מוחלט, וגם נמוך משמעותית ממחירה של שעה שאיננה ביקורת. בנוסף, מחיר שעת הביקורת נמוך מזה שבארה"ב, בריטניה וגרמניה, וגבוה מזה שברוסיה, ברזיל ופולניה.

שהשחיתות עולה השכר לביקורת יורד

קצת כלכלה: ראשית, *All else being equal* מוצר טוב יותר עולה יותר. שנית, ביקוש גבוה יותר למוצר מעלה את המחיר, ושלישית, סביבה מסחרית אמינה יוצרת שוק פעיל יותר, יותר ביקוש ומחיר גבוה יותר. ביקורת היא מוצר שמחירו תלוי באיכותו, הביקוש לו, והסביבה הכלכלית שלו. מדוע חברות משלמות יותר על ביקורת בארה"ב, בריטניה וגרמניה, ופחות בברזיל, רוסיה ופולניה? מכיוון ששוקי ההון בארה"ב, בריטניה וגרמניה גדולים יותר מישראל, הביקוש לביקורת גבוה יותר. המחיר הגבוה יותר גם מצביע על כך שהביקורת בארה"ב, בריטניה, וגרמניה שווה יותר, כלומר המוצר הוא באיכות גבוהה יותר.

ומה לגבי הסביבה הכלכלית? כפי שטענתי, אמינות שוק ההון תגדיל את הביקוש לביקורת ואת איכותה, ואם האיכות תגדל, סביר שהמחיר לשעת ביקורת יגדל. בכל שנה מתפרסם מדד השחיתות בכל מדינה והמדינות מדורגות בהתאם לרמת השחיתות. בשנת 2020, היו המדינות הבאות מדורגות כך: גרמניה - 9, בריטניה - 11, ארה"ב - 25, ישראל - 35, פולין - 45, ברזיל - 94, רוסיה - 129. אם מקבלים את דירוג השחיתות כמדד לאמינות שוקי ההון, אז די ברור מדוע הביקוש לביקורת גבוה יותר בבריטניה, גרמניה, וארה"ב, ומחיר שעת ביקורת גבוה יותר בהתאם ואיכות הביקורת גבוהה יותר. ואם אכן, מצב שוקי ההון בברזיל, רוסיה, ופולניה לא מזהיר במיוחד, כפי שעולה ממדד השחיתות, אז די ברור מדוע שעת ביקורת שם שווה פחות. אבל ישאל השואל: רמת החיים הכללית גבוהה יותר בגרמניה ובארה"ב מאשר בישראל ונמוכה יותר בברזיל ורוסיה, אז מה הפלא ששעת ביקורת מתומחרת בהתאם? התשובה היא שמחקרים (לרבות מחקר שלי עם עמיתי שי לוי ושי דנציגר) מראים קורלציה שלילית גבוהה בין שחיתות שלטונית ועסקית לרמת חיים. כך ששחיתות משפיעה על מחירי מוצרים רבים, ומחירה של שעת ביקורת אינו יוצא מן הכלל.

בסין קיים עונש מוות על מעילה מעל סכום מסוים. אני גם נוהג לפמפם לתלמידי שדי קשה למצוא אנשים שגונבים תפוחים בשוק בסעודיה. אז אם מישהו מעונין להגדיל את איכות הביקורת על החברות הציבוריות בישראל, כדאי להתמקד בשיפור האכיפה בשוק ההון. עד שזה יקרה, אולי כדאי לשמור את הגילוי על מספר השעות כדי שנדע איך אנחנו ביחס ארה"ב, בריטניה, וגרמניה, מצד אחד, וביחס לפולין, ברזיל ורוסיה, מצד שני.

למה מתכוון נשיא לשכת רואי חשבון כשהוא אומר שהמקצוע הולך ונכחד? והאם באמת צריך לשכה סטטוטורית?

(אלי אמיר, פורסם 6.1.2022)

נשיא לשכת רואי חשבון טוען כי רואי החשבון זקוקים ללשכה סטטוטורית. אולם במקום לנסות להקים לשכה כזו, עדיף להתמקד בשיפור מצבו של המקצוע - לפעול לקיצור ההתמחות משנתיים לשנה וחצי, להעלות את שכר המתמחים ולאכוף בחומרה את כללי האתיקה המקצועית.

נשיא לשכת רואי חשבון (רו"ח) החדש החל מאוקטובר 2021, חן שרייבר, טוען כי רו"ח זקוקים ללשכה סטטוטורית - לשכה על פי חוק שכל רו"ח חייב להיות חבר בה. האם צעד כזה ישפר את מעמדו של מקצוע ראיית החשבון? מסופקני. כיום קיימת מועצה סטטוטורית על פי חוק רו"ח 1955. בסמכות המועצה להעניק רישיון רו"ח לזכאים, עריכת בחינות ההסמכה, רישום ופיקוח על המתמחים ושמירה על כבוד המקצוע. אין למועצה סמכות מקצועית והיא איננה קובעת כללי חשבונאות וביקורת. מנכ"ל משרד המשפטים עומד בראש המועצה וחברים בה נציגים מרשויות רגולטוריות, רואי חשבון ואף נציגת האקדמיה.

תפקיד רו"ח, כפי שנקבע בחוק, הוא ביצוע ביקורת על הדוחות הכספיים התקופתיים ומתן חוות דעת עליהם. לצורך מילוי תפקידו, רו"ח חייב להכיר ולהבין את כללי החשבונאות שעל פיהם בנויים הדוחות הכספיים ולבצע ביקורת בהתאם לכללי ביקורת מקובלים. בנוסף, הוא/היא זקוק/ה להשכלה רחבה בתחום הכלכלה, המשפט המסחרי, החשבונאות הפיננסית והניהולית, ביקורת, מיסוי, מימון וסטטיסטיקה. כדי לקבל רישיון, חייב המועמד/ת לעמוד בבחינות מועצת רו"ח ולסיים התמחות בת שנתיים. מעניין לציין שאין חובה על רו"ח להיות בעל תואר אקדמי, אף על פי שהרוב המוחלט של רו"ח הם בוגרי תואר ראשון בחשבונאות. ואף אין חובה להשתלם ולהתעדכן לאחר קבלת הרישיון, כנהוג למשל בארה"ב.

בנוסף למועצה הסטטוטורית, קיים גוף מקצועי וולונטרי בשם לשכת רו"ח. ללשכה, שהוקמה ב-1931 וחברים בה כ-14,000 רו"ח (בהתאם לאתר הפייסבוק שלה), ארבעה מוקדי השפעה: (1) הלשכה משתתפת בקביעת כללי החשבונאות באמצעות נציגיה במוסד לתקינה חשבונאית. (2) הלשכה קובעת את תקני הביקורת שעל פיהם מבצע רואה החשבון את עבודתו. (3) הלשכה מפעילה את המוסד לסקר עמיתים שבאמצעותו צוותי רו"ח בודקים את תפקודם של משרדי רואי חשבון. (4) הלשכה מוזמנת לעיתים לדיונים כלכליים של וועדות הכנסת וגופים רגולטוריים אחרים. בנוסף, הלשכה עורכת השתלמויות וכנסים מקצועיים. כלומר ללשכה השפעה מהותית על אופי ואיכות העבודה המקצועית של רו"ח, אך עם זאת, אין חובה על רו"ח להיות חבר/ה בלשכה, ולמעשה פחות מ-50% מרו"ח בישראל חברים בה.

הלשכה רלוונטית יותר לרואי חשבון שאינם מבקרים

מקצוע ראיית החשבון, בדומה לעריכת דין, הוא מקצוע חופשי מפוקח על פי חוק. חוק החברות דורש מכל חברה להציג דוחות כספיים מבוקרים. חוק ניירות ערך כולל הנחיות רבות לגבי התוכן והצורה של דוחות

כספיים של חברות הנסחרות בבורסה. חוק מס הכנסה דורש מחברות להציג דוחות כספיים מבוקרים והתאמתם לחוקי המס. מכיוון שרק רו"ח יכול לבצע ביקורת ולתת חוות דעת, הרי שתפקידו של רו"ח הוא קריטי לצורך יישום חוקי החברות, ניירות הערך והמיסוי.

אבל רק שכבה קטנה יחסית של רו"ח עוסקת בביקורת של חברות ציבוריות או חברות פרטיות גדולות. רו"ח רבים עוסקים בייעוץ מס, הנהלת חשבונות וביקורת חברות קטנות באמצעות משרדים קטנים ובינוניים. כמו כן, רו"ח רבים עובדים כחשבים ומנהלי כספים בשוק הפרטי ורבים אחרים מועסקים בשירות המדינה. רו"ח עוסקים גם בפעילויות כגון הערכות שווי, ייעוץ בנושאי מיסוי מקרקעין, משטר תאגידי, נאמנויות, ועדויות מומחה. כלומר, חלק ניכר מרו"ח עוסקים בפעילות מקצועית **שלא יחדה** לרו"ח בחוק.

ביקורת, דיווח כספי, ומיסוי של חברות ציבוריות וחברות פרטיות גדולות מביאה לידי ביטוי את ההכשרה המקצועית הכוללת של רו"ח העוסקים בכך. רו"ח אלה גם זקוקים לעדכון שוטף של ידע ושמירה על רמה מקצועית גבוהה. אך למעשה מרבית רואי החשבון אינם עושים שימוש בידע הרב שצברו בעת הכשרתם.

מבט אל אתר לשכת רו"ח מגלה השתלמויות בנושאים רבים ומגוונים כגון תכנון פרישה, מיסוי בינלאומי, ניהול סיכונים, עבודת הדירקטוריון ועוד. האמת היא שדי קשה, למצוא באתר הלשכה השתלמויות וכנסים רבים בביקורת ובחשבונאות פיננסית. מדוע? כי מרבית רו"ח אינם זקוקים לכך. תהליך הביקורת של חברות פרטיות קטנות אינו דורש את המיומנות והכלים הטכנולוגיים של ביקורת בחברות ציבוריות. גם הידע בחשבונאות פיננסית הנדרש לעריכת דוחות כספיים של חברות קטנות, מועט ביחס לזה הנדרש לעריכת דוחות כספיים של חברות ציבוריות. גם אלה מרו"ח העוסקים בחשבות וניהול כספים אינם נזקקים להשתלמות בביקורת וחשבונאות.

האירוניה היא שלשכת רו"ח רלוונטית יותר לרו"ח שעוסקים בעיקר בפעילות מקצועית **שלא יחדה** לרו"ח. וכאן טמונה הבעיה. מכיוון שאין פיקוח סטטוטורי על הערכות שווי, ייצוג נישומים במס הכנסה, ופעילויות פיננסיות רבות אחרות, הרי שאחרים, שאינם רואי חשבון, יכולים לנגוס נתח מפרנסתם של רואי החשבון. במילים אחרות - יש תחרות, ותחרות גורמת לירידה בכושר ההשתכרות של המתחרים. אז כשנשיא הלשכה אומר שמקצוע ראיית החשבון הולך ונכחד הוא כנראה מתכוון לכך שהתחרות גורמת לשחיקת פרנסתם של רואי החשבון בעיסוקים **שלא יחדו בחוק** לרו"ח.

בעיה נוספת היא שכיום מקצוע ראיית החשבון, כלומר ביקורת ומתן חוות דעת על דוחות כספיים, אינו נתפס כיוקרתית כפי שהיה בעבר. במחקר שערכתי לפני מספר שנים מצאתי שכשליש מהמנכ"לים של החברות הציבוריות במדד תל אביב 125 הם רו"ח ומרבית מנהלי הכספים באופן טבעי גם הם רו"ח בהכשרתם. ממחקרים אחרים שנערכו (ושאף התפרסמו במדור זה) עולה שחלה שחיקה משמעותית בשכר הטרחה של רואי החשבון עבור עריכת ביקורת. שחיקת קרנו של המקצוע במקביל לעליית קרנם של מקצועות ההיי-טק משפיעה על התחרות הגוברת בין המקצועות בכלל, ועל בחירת הסטודנטים בפרט. בנוסף, רבים מרואי החשבון בוחרים להיות חשבים ומנהלי כספים ואף מנסים להגיע לדרגות הניהול הבכירות. ובאופן טבעי, מי שאינו עוסק ישירות בראיית חשבון, אין לו סיבה מספקת להיות חבר בלשכת רו"ח.

הלשכה תקבע את הכללים ותפקח עליהם?

נשיא הלשכה מציע למעשה לחוקק חוק חדש שיבטל את מועצת רו"ח ויהפוך את לשכת רו"ח לגוף

סטטוטורי המפקח על הרישוי, האיכות, והאתיקה המקצועית של רואי החשבון. במידה וזה יקרה, לשכת רו"ח תקבע את כללי הביקורת בישראל, תשתתף בקביעת כללי החשבונאות, ותפקח על רואי החשבון. זה לא נשמע הגיוני - גוף מקצועי שקובע את כללי העבודה ומפקח עליהם? אתר הפייסבוק של הלשכה אף מציין שהלשכה היא "הארגון היחידי של בעלי מקצוע חופשי בישראל העוסק בקביעת הנורמות והסטנדרטים של המקצוע". זאת ועוד. לשכה סטטוטורית לא תשנה דבר כי אלה שלא מעוניינים, מסיבות שונות, להיות חברי לשכה כיום לא יהיו חברים בלשכה סטטוטורית. גם רבים מבוגרי המשפטים אינם חברי לשכת עורכי הדין.

במקום לנסות להקים לשכה סטטוטורית עדיף להתמקד בשיפור מצבו של המקצוע ורמת העוסקים בו: לפעול למען קיצור ההתמחות משנתיים לשנה וחצי כנהוג אצל עורכי הדין, לדאוג לשכרם של המתמחים הנחשב לנמוך מידי, לדאוג לאכיפה קשוחה של כללי אתיקה מקצועית וניפוי משורות המקצוע של עבריינים, לדאוג לגיוס יותר מלגות לתלמידים ולחייב רו"ח בהשתלמות תקופתית. הגברת המיון של צעדים כאלה יכולה להפוך את הלשכה לרלוונטית יותר וכן לתת בוסטר לקרנו של המקצוע.

חלק ה' על כללי חשבונאות ודיווח כספי

כללי חשבונאיים מקובלים (Generally Accepted Accounting Principles או בקיצור GAAP) משמשים לתיאור עקרונות המופעלים בפרקטיקה החשבונאית לאופן רישום עסקאות והכנת דוחות כספיים של תאגידים. בחוות דעתם על הדוחות הכספיים, קובעים רואי החשבון אם הדוחות הכספיים ערוכים על פי עקרונות חשבונאיים מקובלים. עקרונות אלה עשויים להשתנות ממקום למקום ומזמן לזמן. עקרונות חשבונאיים מקובלים בארצות הברית מכונים US GAAP ואילו עקרונות חשבונאיים בינלאומיים, שאומצו בישראל החל משנת 2008, מכונים IFRS. כיום, חברות ציבוריות בישראל מחויבות לדווח לציבור באמצעות כללי החשבונאות הבינלאומיים. כללי חשבונאות מהווים מכנה משותף המאפשר לבצע השוואה בין חברות בענף ולערך ניתוחים באמצעות יחסים פיננסיים מקובלים. יחסים פיננסיים הם כלי ניתוח חשוב המאפשר השוואה בין חברות ועל פני זמן.

חלק זה כולל חמישה סיפורים העוסקים בהשפעה של תקני חשבונאות ודרישות גילוי חדשות על הדוחות הכספיים. הסיפור הראשון מספר על מקרה נדיר שבו חברות קמעונאות מתעקשות לדווח למשקיעים, בנוסף על הדוחות הכספיים הרגילים, על מה היה מצבן אילו לא היו מאמצות תקן דווח חשבונאי בנושא חכירה, החל עליהן. ארבעת הסיפורים הבאים עוסקים בדיווחים שחלק מהחברות מספקות למשקיעים "בהתנדבות", ואינם נדרשים על פי כללי חשבונאות מקובלים. הסיפור השני עוסק בדיווחים על השקעות לקידום אחריות חברתית וסביבתית. הסיפור השלישי עוסק בגילוי נאות על סיכונים סייבר והתקפות סייבר. הרביעי עוסק בגילוי על מאפייני ההון האנושי של החברה ואילו האחרון עוסק בכללי הדיווח על מטבעות וירטואליים.

חברות הקמעונאות בעולם ובישראל מורדות ב-IFRS

(דן וייס, פורסם 14.1.2021)

מטרת כל גופי הרגולציה החשבונאית, ו- IASB בפרט, הינה לשפר את איכות המידע המדווח למשקיעים. נדירים המקרים בהם חברות נאלצות לדווח על פי תקני IFRS, אך מוסיפות דווח וולונטארי המציג למשקיעים את מצבה הכספי של החברה בנטרול יישום אחד התקנים. תקן IFRS 16 העוסק בדיווח על חכירות הינו מקרה כזה, שבו חברות קמעונאיות בחו"ל ובישראל "מורדות" בגישת הרגולטור.

עד רבעון ראשון של שנת 2019, חברות הכירו בהוצאות שכירת חנויות כהוצאות תפעוליות בהתאם לתקופות השכירות. בפרט, תקן IAS 17 לא חייב חברות להכיר בנכס כלשהוא הנובע מהסכמי שכירות קצרי טווח או ארוכי טווח. התחייבות חברה קמעונאית לשכור חנות ולשלם דמי שכירות נותרה התחייבות חוץ-מאזנית (off balance sheet financing). תקן IFRS 16 שינה גישה זו מקצה לקצה.

החידוש העיקרי ב-IFRS 16, שנכנס לתוקף בראשית 2019, הוא הכרה בהסכמי שכירות חנויות ארוכי טווח כחכירה מימונית שתירשם במאזן החוכר עם חתימת חוזה השכירות. חוזה שמעביר לשוכר את השליטה בשימוש בחנות מזוהה לתקופת זמן מוגדרת ועבור תמורה הוגדר כחכירה. החכירה נרשמת כנכס "זכות שימוש" בספרי הקמעונאי החוכר, שיופחת לדוח רווח והפסד על פני תקופת החכירה באמצעות הוצאות פחת, ומולו התחייבות חכירה בגובה היוון תשלומי החכירה לתקופת חוזה השכירות תוך שימוש בשיעור הריבית הגלום בחכירה. ההיגיון מאחורי התקן הוא שחוזה שכירות ארוך טווח הינו חכירה המייצגת רכישת זכות שימוש בנכס לזמן ארוך (מעל שנה) על ידי הקמעונאי החוכר בשל העובדה שרכש זכות שימוש בחנות, ומנגד היא יוצרת לו מחויבות לתשלום דמי שכירות המהווה חוב פיננסי. ההיגיון הכלכלי מאחורי הרישום החשבונאי הוא שחכירה לזמן ארוך היא למעשה רכישת נכס באמצעות הלזואה דומה לעסקת רכישת נכס באשראי. התקן מתיימר לתקן עיוות היסטורי, לפיו בדוחות של החוכר לא ניתן ביטוי לחכירות התפעוליות שלו.

לאחר פרוץ מגפת הקורונה, IASB פרסם בחודש מאי 2020 תיקון לתקן IFRS 16. מטרת התיקון הייתה לאפשר לחוכרים ליישם הקלה פרקטית, בהתקיים מספר תנאים, לפיה שינויים בדמי חכירה כתוצאה ממשבר הקורונה לא יטופלו כתיקוני חכירה אלא כדמי חכירה משתנים. התיקון חל על הקמעונאים החוכרים בלבד ולא על בעלי החנויות והקיניונים.

יישום התקן משליך על ניתוח הדוחות הכספיים של חברות קמעונאיות. דווח על חוזי שכירת חנויות כחכירות תפעוליות משפיע על יחסים פיננסיים: גידול בשיעור המינוף הפיננסי (כגון סך התחייבויות לסך ההון העצמי) והרעה בתשואת הדיבידנד לסך נכסים. כמו כן, יישום התקן מביא לירידה בהון החוזר וביחס השוטף בגלל הצגת החלויות השוטפות של התחייבות החכירה, וגידול בהוצאות הפחת והמימון (בתחילת תקופת החכירה, ולכן קיטון בהון לאורך תקופת החכירה). התקן אף משנה את דוח תזרים המזומנים - דמי שכירות לא ידווחו כתזרים מפעולות. חכירה מימונית היא תזרים השקעה ברכישה ותזרים מימוני בפירעון.

אלא, שחברות קמעונאות בעולם ובארץ לא מסכימות עם גישת הרגולטור החשבונאי המחייבת אותן לדווח על הסכמי שכירות חנויות כחכירה מימונית החל משנת 2019. קושי מרכזי קיים בתנאי המעבר ליישום התקן - החברות לא נדרשו לתקן את הדוחות רטרואקטיבית כדי לאפשר למשקיעים להשוות את הנתונים לנתוני שנים קודמות. כתוצאה, נוצרה "קפיצה" בנכסים וגם בהתחייבויות. H&M הגיבה בגישה קיצונית ובחרה להוסיף בדוחות הכספיים עמודה המציגה את הנתונים בנטרול IFRS 16 במאזן, בדו"ח רווח והפסד, בדו"ח על השינויים בהון וגם בדו"ח תזרים המזומנים. פוקס וקסטרו בחרו לדווח בדו"ח הדירקטוריון על השפעת IFRS 16 על התוצאות. לחברות יש סיבות כבדות משקל לחשוב בצורה שונה מהרגולטור החשבונאי.

ראשית, הכרה בחוזי שכירת חנויות כחכירה גורם לנפוח רמת המינוף של החברה בשל רישום נכס בגין "זכות שימוש" יחד עם התחייבות פיננסית (שבעבר לא הייתה רשומה במאזן). נתוני הטבלה מראים כי רישום התחייבות בגין חוזי שכירת חנויות שדווחו כחכירות מקפיצה את רמת המינוף הפיננסי של שלושת הקמעונאיות. במקביל, דמי שכירות אינם מדווחים כתזרים מפעולות. פוקס וגם קסטרו דווחו כי מרבית הוצאות המימון שגרשמו בתשעת החודשים הראשונים של 2020 נבעו מהשפעת IFRS 16. יישום IFRS 16 גרם לקסטרו לדווח הפסד בתשעת החודשים הראשונים של 2020, כאשר נטרול השפעת התקן מביא לדווח על רווח. לעומת זאת, הרווח שדווחו פוקס ו-H&M בתשעת החודשים הראשונים של 2020 גבוה מהרווח בנטרול השפעת IFRS 16. נראה כי ההבדל נובע בעקב מהנחות ואומדנים שונים ביישום IFRS 16 ולא רק משיקוף של פעולות משמעותיות שנקטו כל שלושת החברות להורדת דמי שכירת חנויות בעקבות משבר הקורונה. ההבדלים מדגישים את רגישות הדוחות הכספיים להנחות ואומדנים הנדרשים ביישום תקני IFRS. הקושי שיוצר המעבר מחשבונאות מבוססת עובדות לחשבונאות מבוססת הנחות ואומדנים בולט לעין.

השפעת IFRS 16 על רמת המינוף הפיננסי של חברות קמעונאיות (נתוני רבעון שלישי 2020)

קסטרו	פוקס	H&M	
(ש"ח, מיליארד)	(ש"ח, מיליארד)	(קרונות שבדיות, מיליארד)	
0.5	1.1	53	הון עצמי
1.5	3.1	127	התחייבויות מדווחות
3.0	2.8	2.4	מינוף פיננסי (= התחייבויות חלקי הון)
0.5	1.6	63	התחייבויות בנטרול השפעת IFRS 16
1.0	1.4	1.2	מינוף פיננסי (= התחייבויות חלקי הון)

שנית, חוזה שכירות של חנות בגדים הוא חוזה שמעביר לשוכר את השליטה בשימוש בחנות ספציפית ומזוהה לתקופת זמן מוגדרת ומחייבת אותו בתשלום דמי שכירות בגין אותה תקופה. חוזה שכירות אינו רכישת נכס באמצעות הלואה ואינו דומה לעסקת רכישת נכס באשראי. ההבדל חד וברור - ה"נכס" אינו מתקבל מראש אלא מותנה בשימוש בחנות לאורך זמן. עובדות רבות מראות כי קיימת אי ודאות משמעותית לגבי מימוש "זכות השימוש". בשנת 2020 קמעונאים רבים שינו את תנאי חוזה השכירות. חלקם קיבלו הנחות וחלקם קיצרו או אף סיימו את תקופת השכירות מוקדם מהמועד החוזי. קניונים רבים מנהלים רשימת המתנה של שוכרים ומקובל ונפוץ בהם כי שוכרים מתחלפים לפני תם תקופת השכירות החוזית מסיבות שונות. בחלק מהמקרים קיבלו שוכרים דמי פינוי גבוהים כדי לפנות חנות לשוכר אחר. לכן, ברור כי לא סביר להתייחס לחוזה שכירת חנות כאל רכישת נכס בתשלומים (או כאל עסקת אשראי).

שלישית, ההיגיון הכלכלי העומד בבסיס התקן מעלה שאלות. למשל, נחשוב על שתי חברות קמעונאיות זהות. כלומר לשתי החברות אותו הקף מכירות, אותו רמת רווחיות, אותה רמת מינוף, וכו'. כעת, החברה הראשונה שוכרת חנות לעשר שנים. על פי התקן, השכירות תדווח כחכירה, כאשר ידווח נכס בגין "זכות שימוש" ומולו התחייבות חכירה בגובה היוון תשלומי החכירה לתקופת חוזה השכירות. החברה השנייה שוכרת חנות זהה לעשר שנים באותם תנאים בדיוק, אך עם אופציה להארכת תקופת השכירות בעשר שנים נוספות. מאחר ולאופציה יש ערך, שווי נכס "זכות השימוש" בחברה השנייה גבוה מאשר בראשונה. לכן גם המינוף הפיננסי של החברה השנייה גבוה משל הראשונה ויש להסיק כי החברה שקבלה אופציה מסוכנת יותר. ההיגיון הכלכלי של תוצאה זו מוזר. האם קבלת אופציה להארכת תקופת שכירות מגדילה את הסיכון הפיננסי של חברה?

רביעית, התקן יוצר חוסר סימטריה בין ספרי בעלי החנויות, המחכירים, לבין ספרי הקמעונאים החוכרים. חוסר הסימטריה נובע מהעובדה שבספרי המחכיר נותרה ההבחנה בין חכירה מימונית לבין חכירה תפעולית ובחכירה תפעולית המחכיר אינו גורע חלק יחסי מנכס הבסיס. כלומר, אותה חנות מדווחת כנכס בספרי הקמעונאי החוכר המדווח על נכס "זכות שימוש בחנות" וגם בספרי בעלי החנויות והקניונים (המחכירים).

חברות קמעונאיות רבות סוברות כי תקן IFRS 16 מקשה על ניתוח והבנת הדוחות הכספיים, בין היתר בגלל רמת סיבוכיות גבוהה. לכן חברות קמעונאות רבות בעולם ובישראל בחרו לדווח באופן וולונטארי את מצבן הכספי בנטרול השפעת IFRS 16, למרות שמתן מידע וולונטארי על השפעות IFRS 16 לא תמיד היטיב עם החברות הקמעונאיות. לגישת החברות, טוב יעשו המשקיעים אם ינתחו את נתוני הדוחות הכספיים לצורך קבלת החלטות השקעה בנטרול השפעת IFRS 16.

חברות הקמעונאות בעולם ובישראל משדרות מסר ברור - חוזה שכירת חנות אינו רכישת נכס באמצעות הלוואה ואינו דומה לעסקת רכישת נכס באשראי. זה המקום להזכיר כי הצדקה בסיסית לאימוץ תקני IFRS הייתה שיפור ברלבנטיות של המידע החשבונאי. נראה כי קיים ספק כבד אם המטרה הושגה לגבי חוזי שכירת חנויות בחברות קמעונאיות.

למה IFRS החל לעסוק בדיווחי חברות על השקעות לקידום אחריות חברתית וסביבתית?

(דן וייס, פורסם 11.2.2021)

IFRS פועל להקמת גוף מיוחד להכנת תקני דוח חשבונאי על פעילויות ESG. יצטרך לקבוע אם הדיווח יהיה מנדטורי או וולונטארי ואת תכולת ומבנה הדו"ח.

בשנים האחרונות יותר ויותר חברות בעולם וגם בישראל עוסקות בפעילויות לקידום אחריות חברתית וסביבתית. הן משלבות באסטרטגיה העסקית את ההשפעות החברתיות, הסביבתיות והכלכליות של פעילות החברה, מעל ומעבר לתרומות לקהילה או מיחזור ניירות במשרד. מדובר בתפישה ניהולית שבה חברות מטמיעות שיקולים חברתיים, סביבתיים וערכיים בפעילות העסקית ובמשקים עם בעלי העניין (Stakeholders) בצורה וולונטרית. בבסיס הגישה עומד הרעיון כי חברה השואפת לזכות בלגיטימציה מציבור המשקיעים אינה יכולה לתרום לבתי חולים ובמקביל להעלים עין מניצול עובדים על ידי קבלן המשנה שלה. המיקוד הניהולי חורג משורת הרווח הכלכלי של החברה לעבר התנהלות הלוקחת בחשבון תרומה של החברה לבעלי עניין רבים ולשמירה על הסביבה. פעילות זו של חברות ציבוריות לטובת הסביבה והאחריות החברתית נקראת ESG - Environmental, Social and Governance, ומעוררת לאחרונה יכוחים עזים בקרב מנהלים ובעלי מניות.

גם באקדמיה הרוחות סוערות. פרופסור ג'ורג' סראפים מאוניברסיטת הרווארד הציג שורת מחקרים המראים כי פעילויות ESG יוצרות ערך משמעותי לבעלי עניין בחברות. בפרט, תוצאות מחקרו שפורסם לאחרונה מראות כי מחירי מניות של חברות שפעלו בתקופת משבר הקורונה באחריות לטובת עובדים, לקוחות, וספקים ירדו פחות ממחירי מניות של חברות שלא נהגו כך. הוא מציע גישה ניהולית כדי לשפר את אפקטיביות ניהול המשאבים המוקצים לפעילויות ESG. אלא, שבעניין זה הדעות חלוקות. רבים אינם מסכימים עם פרופ' סראפים. פרופסור ברוך לב מאוניברסיטת ניו-יורק חקר ומצא תוצאות הפוכות. הוא מדווח כי פעילויות ESG לא הצליחו לחסן חברות מפני ירידות במחירי מניותיהן במהלך משבר הקורונה. לדעתו, מוטב כי מנהלים יעסקו ביצירת רווחים והעלאת שווי החברה לטובת בעלי מניותיה.

ומה יעשו המשקיעים בעיצומו של הוויכוח? כיצד יזהו משקיעים הסומכים על ממצאיו של פרופ' סראפים חברות המקצות משאבים רבים לפעילויות ESG? וכיצד יבחינו משקיעים הסומכים על ממצאי פרופ' לב בחברות המתמקדות אך ורק בהשאת רווחים?

חלק מהחברות בוחרות לדווח באופן וולונטארי לבעלי המניות על פעילויות ESG. לדוגמה, חברת NVIDIA מפרסמת במקביל לדוחות הכספיים דו"ח נוסף המכיל 86 עמודים ומפרט את סדרי העדיפויות של החברה והפעולות שנקטה. בראש הדו"ח, מדגיש המנכ"ל, Jensen Huang, את מחויבותה של נבידיה להילחם באפליה על רקע גזעני לאור המהומות שקרו בארצות הברית. המנכ"ל מציין שורת פעולות שהחברה נוקטת להגביר את שוויון ההזדמנויות לאוכלוסייה השחורה בכל התפקידים. כמו כן, נבידיה העלתה לראש סדר העדיפויות את בריאות העובדים וביטחונם לאור מגפת הקורונה. הדו"ח מפרט את מידת החשיבות של כל

פעילות לבעלי העניין וגם את השפעתו על החברה. להערכת נבידיה, חדשנות עומד בראש סדר העדיפויות של בעלי העניין וגם בעל השפעה הגבוהה ביותר על החברה.

חלק מהחברות הציבוריות בישראל מדווחות על פעילויות ESG. לדוגמה, כימיקלים לישראל מפרסמת דו"ח מקיף על אחריות לחברה ולסביבה תוך שימוש בפרוטוקולי דיווח GRI, CDP, הנפוצים בתעשיות מסוימות. מאז שנת 2011 מפרסמת כימיקלים לישראל מדי שנה דווח אודות רמת הפליטות ומאמציה בתחום שינוי האקלים הכולל, בין השאר, מידע לגבי עצימות אנרגטית, הזרמת שפכים, פליטות גזי חממה ותחמוצות חנקן וגופרית. חברות במגזר השירותים גם מדווחות על בפעילויות ESG. בנק לאומי פרסם דו"ח מפורט הכולל 129 עמודים המציין, בין השאר, כי הרוב המוחלט של סניפי לאומי מונגשים פיזית לאנשים עם מוגבלויות, כי 92% מהחשמל הוצרך בבנק נרכש מיצרנים פרטיים, וכי 41% בקרב העשירון של ממקבלי השכר הגבוה ביותר בבנק היו נשים. אלה, כמובן, דוגמאות.

כל חברה לוקחת את האחריות החברתית והסביבתית למחוזות הרלבנטיים לגביה ולגבי בעלי עניין בה. הדיווחים של החברות למשקיעים על פעילויות ESG עוסקים במגוון רחב של נושאים המעיד כי תחום פעילויות ESG אינו מוגדר בצורה חדה וברורה. מגוון הפעילויות העצום מעיד כי כל חברה מתייחסת לאחריות חברתית וסביבתית כראות עיניה. כמו כן, חברות שהחליטו לדווח על פעילויות ESG עורכות דיווחים בפורמטים שונים שאינם מאפשרים למשקיעים להשוות בין חברות. חלק מהחברות מפרסמות דו"ח שנתי ארוך ומפורט בעוד אחרות מציגות מידע חלקי באתר שלהן או אינן מדווחות דבר.

משקיעים וגם חברות מתוסכלים מהעדר תקני דווח חשבונאי לגבי פעילויות ESG בחברות ציבוריות. על פי כללי החשבונאות, לחברות ציבוריות אין חובת דיווח על פעילויות ESG. הנוחיה 2014/95 של האיחוד האירופי מחייבת חברות גדולות באיחוד האירופי לחשוף מידע לא-פיננסי מסוים על האופן שהן מנהלות את האתגרים החברתיים והסביבתיים שלהן. אלא, שקשה למשקיע להבין את הקשר בין חלק מהפעילויות המדווחות לקידום אחריות חברתית ופעילויות לטובת הסביבה לטובת החברה ובעלי העניין בה.

מצב זה צפוי להשתנות בקרוב בשל הצעה של IFRS, שהוא הגוף המפקח על עבודת הוועדה הבינלאומית לתקני חשבונאות (IASB) בקביעת דרישות הדיווח הכספי לחברות בכ-140 מדינות בעולם. ל-IFRS יש את האוטוריטה והסמכות להנחות את הגילוי הנדרש על פעילויות ESG בגלל המומחיות והניסיון שלו בתהליכי תקינה חשבונאית, ובשל הלגיטימיות שלו בקהילת התאגידים והמשקיעים ותמיכה מצד רגולטורים בכל רחבי העולם.

ה-IFRS פרסם "מסמך ייעוץ" המהווה קול קורא להערות הציבור. המסמך מפרט את הביקוש למידע ומצביע על הצורך לספק למשקיעים ולשאר בעלי העניין מידע קוהרנטי המאפשר השוואה בין חברות על פעילויות ESG. ההצעה הינה להקים גוף מיוחד, Sustainability Standards Board, בחסות IFRS, שיעסוק בתקינת בנושאי ESG. אם ההצעה תתקבל, יקבע IFRS אם מדובר בדווח מנדטורי או וולונטארי, וגם את תכולת ומבנה הדיווח. אתגר לא פשוט. המטרה היא לספק למשקיעים ובעלי עניין אחרים מידע ממוקד ומובנה על פעילויות לקידום אחריות חברתית וסביבתית של חברות - בדיוק כפי שמדווחים על הביצועים הכספיים של החברות. צפוי שהגוף המיוחד לא יתחיל מאפס אלא יסתמך על כללי דווח של GRI וגופים נוספים.

לחלק מהמשקיעים חשוב לקבל מידע על פעילויות ESG כי השתכנו בתרונות הכלכליים שלהן כגישת פרופסור סראפים. גם למשקיעים החושבים שעל חברות להתמקד בהשאת רווחים לטובת בעלי המניות כגישת פרופסור לב חשוב לקבל מידע על חברות שהשקיעו באופן מסיבי בפעילויות ESG, בעקר כדי

להימנע מהשקעות בחברות אלה. בכל מקרה, מידע ממוקד ומובנה על פעילויות ESG יסייע למשקיעים לכלכל את החלטות ההשקעה שלהם בתבונה.

חברה ציבורית חייבת לדווח לציבור על סיכוני סייבר ועל התקפות סייבר (דן וייס, פורסם 30.9.2021)

גארי ג'נסלר, יושב הראש החדש של רשות ניירות ערך האמריקאית, ה-SEC, התחייב באחד הנאומים הפומביים הראשונים שלו כי גילוי למשקיעים על התקפות סייבר יקבל עדיפות גבוהה. אכן, האכיפה בנושא החלה במהירות שיא. ה-SEC הגיע לאחרונה למספר הסדרי טעון עם חברות ציבוריות לגבי הפרת נהלים והעדר גילוי נאות של התקפות סייבר.

דיווח על סיכוני הסייבר: ל-SEC שני עקרונות בסיסיים בהסדרת חובת דווח על סיכוני סייבר. ראשית, ה-SEC מבקש להבטיח שקיפות וגילוי מלא למשקיעים. ה-SEC דורש מחברות ציבוריות לחשוף אירועים מהותיים הנוגעים לתוכניות האבטחה ואת מידת הפגיעות שלהם להתקפות סייבר. חברות ציבוריות חייבות לחשוף תקלות, הפרות והתקפות סייבר מהותיות בדיוק כמו שעליהם לחשוף כל אירוע מהותי אחר. ה-SEC פרסמה הנחיות בנוגע לאופן שבו נהלי הגילוי בחברות אמורים לוודא כי גורמי האבטחה בחברות ישתפו מידע על אירועי וסיכוני סייבר עם המנהלים האחראים על הדיווח והגילוי, וכן פורטו שיקולים לביסוס החלטת חברה אם לחשוף אירוע סייבר. שנית, הפיקוח של ה-SEC על גופים פיננסיים דורש מהם להגן על נתונים אישיים של לקוחותיהם. ה-SEC בודקת את הציות לכללים אלה כחלק מתוכנית האכיפה הרגילה שלה.

הנחיות ה-SEC: בפברואר 2018 פרסמה ה-SEC הנחיות בנוגע לגילוי סיכוני אבטחת סייבר. ההנחיות מחייבות חברות ציבוריות לדווח על סיכוני סייבר ועל אירועי התקפות סייבר. ראשית, ההנחיות כללו דיון בשיקולים המנחים חברות לגבי מהותיות אירועי סייבר. שנית, יש לכלול מידע על סיכוני אבטחת סייבר ואירועי סייבר בדוחות שנתיים ובדוחות רבעוניים. שלישית, דווחים מידיים משמשים בדרך כלל לדיווח על חדשות מהותיות המתרחשות בין הדו"חות הרבעוניים ויש להשתמש בהם כדי לדווח על התרחשות ותוצאות של אירועי סייבר. ההנחיות לא יצרו חובה ספציפית לחשוף כל אירוע אבטחת הסייבר.

ההנחיות אף הדגישו כי על החברות ליישם מנגנוני בקרה ונהלים על מנת להבטיח שמידע אודות סיכוני סייבר ואירועי סייבר יועבר מהר למקבלי ההחלטות בחברה, על מנת לאפשר גילוי בזמן. המטרה היא לאפשר להנהלה הבכירה לקבל החלטות לגבי גילוי ולקבוע כללי מדיניות ונהלים שנועדו לאסור על דירקטורים, נושאי משרה ומקורבים תאגידיים אחרים לסחור על סמך מידע מהותי שאינו פומבי אודות סיכונים ותקריות אבטחת סייבר. מאוחר יותר, פרסם ה-SEC דו"ח תחקיר המדגיש כי מנגנוני הבקרה הפנימית בחברה חייבים להגן על החברה ועל נכסי המשקיעים מפני הונאות הקשורות לסייבר. בפרט, על מנהלים בחברות ציבוריות לשקול סיכוני אבטחת סייבר בעת תכנון, תחזוקה והטמעה של בקרות חשבונאיות פנימיות אפקטיביות.

אירוע הסייבר 2 - First American Financial Corporation: ביוני הודיעה ה-SEC כי הגיעה להסדר טיעון הכולל קנס בסך כחצי מיליון דולר עם חברת הביטוח First American Financial Corporation בגין הפרות נהלי בקרה וגילוי של אירועי תקיפת סייבר שגרמו לחשיפת מידע רגיש של לקוחות. לגרסת ה-SEC, בבוקר ה-24 במאי 2019, עיתונאי אבטחת סייבר הודיע לראשונה לחברה על פירצה של אבטחת מידע

באפליקציית החברה לשיתוף תמונות ומסמכים שחשפה למעלה מ-800 מיליון תמונות מאז שנת 2003, כולל מידע אישי רגיש כגון מספרי זיהוי ומידע פיננסי. בתגובה, פרסמה החברה הודעה לעיתונות בערב ה-24 במאי 2019, ודיווחה ל-SEC ב-28 במאי 2019. המנהלים האחראים לדיווחים אלה לא ידעו פרטים שהיו רלוונטיים לדיווח החברה לגבי חשיפת פירצת האבטחה ולגודל הסיכון הנובע מכך. בפרט, בדיקת ה-SEC העלתה כי לאנשי אבטחת המידע של החברה נודע לראשונה על פירצת אבטחה זו בינואר 2019 במהלך בדיקת אבטחה שבוצעה בחברה, אך הפירצה לא תוקנה במועד כנדרש ע"פ נהלי החברה. ה-SEC טענה כי המנהלים שקיבלו את החלטת הדיווח לא ידעו כי אנשי אבטחת המידע של החברה זיהו את פירצת האבטחה מספר חודשים קודם. החברה לא פעלה ע"פ נהלי הבקרה ונהלי הגילוי שלה שנועדו להבטיח שכל המידע הזמין והרלוונטי הנוגע לפירצת אבטחת מידע יותח, יגיע להנהלה וידווח לרשות ולמשקיעים.

קריסטינה ליטמן, מנהלת יחידת הסייבר בחטיבת האכיפה ב-SEC, הגיבה כי "כתוצאה מכשלים בבקרה הפנימית בחברה, ההנהלה הבכירה לא הייתה מודעת לפירצת האבטחה ולכישלונה של החברה לתקן אותה. על החברות לוודא כי מידע על פגיעה באבטחת מידע יטפס מהר בסולם ויגיע למנהלים האחראים על גילוי ודווח."

ארוע הסייבר ב-PEARSON: לאחרונה, פרסמה ה-SEC כי הגיעה להסדר טעון נוסף הכרוך בתשלום קנס בסך 1 מיליון דולר עם PEARSON, הוצאה לאור גדולה של חומרי לימוד. ה-SEC טענה כי החברה הטעתה את המשקיעים לגבי אירוע חדירת סייבר משנת 2018, שהיה כרוך בגניבה של מיליוני רשומות סטודנטים, כולל תאריכי לידה וכתובות דואר אלקטרוני. נטען כי PEARSON פרסמה הודעות מטעות והסתירה מידע לגבי גניבה של נתוני סטודנטים בכ-13,000 חשבונות של לקוחות בבתי ספר, מחוזות ואוניברסיטאות. בדו"חות החצי שנתיים של החברה משנת 2019, התייחסה החברה לאירוע כסיכון היפותטי, כאשר למעשה, חדירת הסייבר כבר התרחשה בשנת 2018. יתרה מכך, בדיווח מיוולי 2019, PEARSON לא גילתה כי נגנבו נתונים למרות שכבר ידעה על כך ולא תיקנה את הפירצה במשך שישה חודשים. שוב, ה-SEC האשימה את החברה בדיווח מטעה וגם כי הנהלים של PEARSON לא התיימרו לוודא כי מנהלים האחראים לגילוי יקבלו את כל המידע הרלבנטי אודות תקיפת הסייבר. עו"ד נימרוד קוזלובסקי, שותף בהרצוג, פוקס, נאמן ומומחה לסייבר, הדגיש את החובה המתגברת לקיים בקורות דיווח כך שמידע הנוגע לאבטחת מידע יגיע לידיעת ההנהלה ומקבלי החלטות לגבי דיווח.

ומה בישראל? רשות ניירות ערך בישראל פרסמה הקיץ עמדת סגל משפטית העוסקת בעבירות המבוצעות תוך שימוש במרחב הקיברנטי. עמדת הסגל נועדה לשמש כלי עזר לפעילים בשוק ההון, לממוני אכיפה פנימית וציות ולאחרים העוסקים בתחום, בבואם לבצע ניהול סיכונים הנוגע להתמודדות עם עבירות במרחב הקיברנטי. העמדה מציגה רשימה לא סגורה של עבירות ניירות ערך שעלולות להתבצע תוך שימוש במרחב הקיברנטי, וכן סיכונים הנבחנים לצורך קביעה אם ישנו חשד להפרת החוק. הודגשה חובת הדיווח על אירועים מהותיים הנוגעים לחשיפות לסיכונים סייבר. אך בפרסום עמדה אין די. מקרי האכיפה הראשונים בארה"ב מבשרים על הרחבת האכיפה על ידי הרגולטור האמריקאי הבאה במקביל לגידול המסיבי באיומי תקיפות סייבר. אין ספק שאכיפה משמעותית תגרום לשיפור ההגנה על מידע של לקוחות וגם על כספי המשקיעים.

הון אנושי אינו נכס בדוחות כספיים. אפשר לתקן זאת

(דן וייס, פורסם 11.10.2021)

חברות הייטק רבות טוענות כי עובדיהן הם הנכס החשוב ביותר. מנכ"לים רבים מדגישים את חשיבות העובדים להשגת רמת ביצועים גבוהה. עובדים הינם "הון אנושי" (Human Capital) או "נכס אסטרטגי" גם בתעשיות רבות אחרות. אלא, שלנכס זה אין זכר בדוחות כספיים של החברות.

עובדים אינם נכס על פי תקני חשבונאות מקובלים, ובפרט ע"פ תקני IFRS. להפך, הם נטל. הוצאות השכר שלהם מדווחות כהוצאה בדוח רווח והפסד ומקטינות את הרווח והחברות נדרשות לפרט את עלות שכרם של חמשת בעלי השכר הגבוה בחברה, ותו לא. בפרט, כללי החשבונאות אינם מחייבים לדווח בנפרד בדוחות הכספיים אפילו הוצאות הכשרה והשתלמויות של עובדים או עלויות חיפוש ומיון עובדים חדשים.

עובדים אינם נכס של החברות כי לחברות אין בעלות על העובדים (להבדיל מבעלות על מבנה או מכונית) וגם אין להן שליטה על המשך העסקתם. העובדים מגיעים לעבודה מדי יום (או עובדים מהבית) כדי לייצר תפוקה. עובדים אלה יכולים להפסיק את עבודתם בחברה ולעבור לעבוד בחברה מתחרה, ואז הם לוקחים איתם את כישוריהם ואת הכשרתם. במאה הקודמת חשבו כי השקעה בהכשרת עובדים היא בעצם מסירת כסף לחברה מתחרה, מכיוון שהעובדים יכולים לעזוב בכל עת.

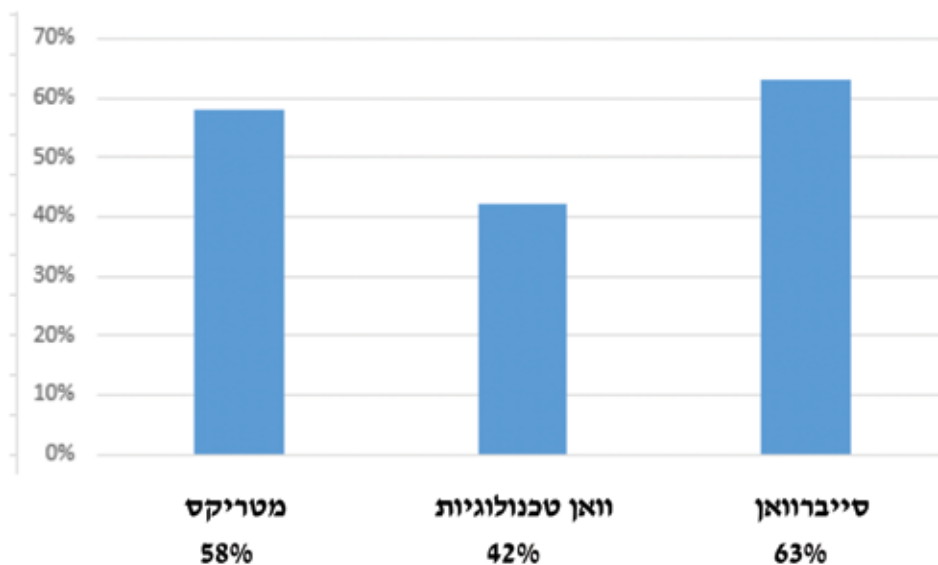
כללי החשבונאות הם כלי מיושן שאינו מאפשר דיווח על נכסי הון אנושי של תאגיד מודרני. חברות מדווחות מידע מפורט על השקעות ההוניות שלהן, אך בכללי החשבונאות אין דרישות דיווח הקשורות להון אנושי. לפני שנים רבות היה הגיון בגישת כללי החשבונאות - הייצור היה עתיר עבודה, ולכן פתיחת מפעל חדש או רכישת מכונה חדשה דרשה גיוס עובדים להפעלת המכונה. ניתן היה להעריך בקלות את העלויות והיתרונות של מכונה מאשר העלויות והיתרונות של הכשרת עובדים. לכן עלות רכישת מכונה מדווחת כנכס במאזן, ועלויות העובדים דווחו כהוצאות לאורך זמן. אלא, שסביבת ההייטק המודרנית וגם תהליכי ייצור חדשניים יצרו נתק בין תפוקה הנובעת ממכונות וקווי ייצור לבין תפוקה המיוצרת על ידי עובדים. לדוגמה, עלות השכר בחברות עתירות מתכנתים גדול עשרת מונים מהעלות הזניחה של המחשב הנייד בו הם משתמשים. לדוגמה, עלויות שכר בשנת 2020 בסייברוואן היו כ-63% מסה"כ ההוצאות התפעוליות, כ-58% במטריקס וכ-42% בוואן טכנולוגיות - ראה תרשים. יותר מכך, קיימים הבדלים משמעותיים בין חברות בהשקעות בסביבת העבודה, בגיוס והכשרה, במתן תנאי עבודה מפנקים שאינם מהווים שכר ישיר, וכו'. סביבת ההייטק המודרנית ותהליכי הייצור החדשניים התקדמו וכללי החשבונאות נשארו מאחור.

כללי החשבונאות הקיימים מאפשרים לחברות להסתיר את הקף ההשקעה בהון אנושי ולא לחשוף אם וכיצד הן משקיעות בעובדיהן באופן המקדם הצלחה לאורך זמן. כתוצאה, העדר גילוי על השקעה בהון אנושי מונע יכולת לנתח את הכדאיות של השקעות בהון אנושי. ניתוחים כאלה נדירים גם בתוך החברות וכמעט אין עדויות לכך שהשקעות אלה משתלמות. אחת הסיבות להימנע מגילוי מידע היא דאגה גדולה של מנהלים כי דווח על השקעות גבוהות בהון אנושי יביאו להפיכת עובדיהן ליעד אטרקטיבי למתחרים. במקביל, למשקיעים אין מידע על רמת ההשקעה בהון אנושי וגם לא על הקף אי השוויון בשכר בין עובדים בחברה.

אין מידע למשקיעים בעלי אחריות חברתית המעוניינים לתגמל חברות על נקיטת צעדים להתמודדות עם אי-שוויון בהכנסות, למשל באמצעות הכשרת עובדים לצורך קידום. בפרט, חוסר הגילוי הנוכחי מונע ממשקיעים לתגמל או להעניש חברות על האופן בו הן מתייחסות לעובדיהן. כיום, אין למשקיעים דרך מקובלת אוניברסלית לעקוב אחר ניהול ההון האנושי בחברות. אנו זקוקים לדרך חדשה כדי לתת דין וחשבון על ניהול ההון האנושי בארגון, כך שמשקיעים יוכלו לעקוב אחר התייחסות חברות לעובדיהן ולרכוש מניות של חברות עם הון אנושי משמעותי.

יש הטוענים כי דווח מאפייני ההון האנושי בדוחות הכספיים יהיה ערטיילאי ויחייב ביצוע הערכות מפקפקות, אך טענה זו חלשה. בעידן IFRS, חברות כוללות בדוחות הכספיים אומדנים רבים. חלק מאומדנים אלה מהווים מבוססים על הנחות שעלולות לא להתממש. למשל, חברות ביטוח מדווחות אומדן של ערך נוכחי של התחייבויות פנסיונית הנפרשות על פני עשרות שנים. אומדן זה מבוסס על הנחות לגבי שערי ריבית עתידיים, שינויים בשכר עתידי, היקפי תמותה צפויים וכו'. לעומת זאת, ברור כי קיימים מספר מאפיינים פשוטים של הון אנושי המועסק בחברה שניתן למדוד בקלות ובפשטות.

הוצאות שכר ביחס לסה"כ הוצאות תפעוליות



ובכל זאת, יש תקווה. רשות ניירות ערך האמריקאית, SEC, החלה לבדוק כיצד חברות יכולות לדווח טוב יותר על הון אנושי. גארי ג'נסלר, יו"ר הרשות, הדגיש בסוף אוגוסט את חשיבות הדיווח הוולונטארי על הון אנושי "כדי שמשקיעים יוכלו להבין את אחד הנכסים הקריטיים של חברה - האנשים העובדים בה". הוא המליץ לחברות לדווח על מאפיינים שונים של כוח העבודה - יציבות ותחלופת עובדים, התפתחות הכישרים של העובדים והשקעות בהכשרת עובדים, ומאפיינים דמוגרפיים של כוח העבודה כגון שונות מגדרית ובריאות, ובטיחות. אחרים סוברים כי על חברות לספק בדוחות הכספיים פירוט של כלל העובדים שלהן, כגון לפי עובדים וקבלנים עצמאיים, עובדים במשרה מלאה או במשרה חלקית או עונתית, או עובדים מקומיים או זרים. בסדרת דיונים שמקיימת בימים אלה הרשות האמריקאית נשקלת האפשרות לחייב חברות לדווח על ארבעה מאפיינים של הון אנושי:

- מספר העובדים המועסקים על ידי החברה, כולל פרוט לפי עובדים במשרה מלאה, משרה חלקית, עובדים זמניים ועובדי קבלן.
- העלות הכוללת של העסקת ההון האנושי של החברה, כולל פרוט שכר, הטבות ותשלומי רווחה אחרים, עלויות גיוס והכשרת עובדים, והוצאות עובדים אחרות.

- מדד יציבות כוח אדם או מדד קצב תחלופת עובדים.
- נתוני שונות בכוח העבודה, כולל פרוט שונות מיגדרית, אתנית, והתפלגות העובדים על פי רמות ותק שונות.

בעוד הרגולטורים כבר שוקלים כיצד לכלול גילוי על מאפייני הון אנושי בדוחות הכספיים, חברות יכולות לגלות מידע מרצון כדי לסייע בהנחיית החלטות הרגולטורים ולעזור לבעלי המניות שלהם להבין מה חשוב בהון האנושי. בינתיים, חברות ציבוריות בישראל החלו לפרסם באופן וולונטארי מידע רלבנטי משמעותי לגבי ההון האנושי שלהן, בחלקו כפי שנדון בארצות הברית, במסגרת דוחות ESG. מגמה מבורכת זו צפויה להתרחב.

נדרש שינוי בכללי הדיווח על ביטקוין ומטבעות וירטואליים (דן וייס, פורסם 22.7.2021)

מייסד ומנכ"ל טסלה (Tesla), אילון מאסק, הוא מעריץ קריפטו ענק. ציורים שלו לעיתים קרובות גורמים לעליות בשווקי המטבעות הווירטואליים בעולם. טסלה היא אחת החברות הבודדות שמחזיקה בביטקוין בהיקף משמעותי. ברבעון הראשון של 2021 השקיעה טסלה כ-1.5 מיליארד דולר בביטקוין והחלה לקבל ביטקוין כתשלום עבור מכונות חדשות בחלק מאזורי המכירה. טסלה מדווחת על אחזקות ועסקאות בביטקוין בדוחות הכספיים. האם ביטקוין הוא מטבע ויש לדווח עליו כעל מזומנים ושווה ערך מזומנים? או נייר ערך? או נכס אחר? בשאלה זו עוסקות חברות רבות השוקלות לרכוש ביטקוין או לקבל ביטקוין מלקוחות כתמורה למוצרים או שירותים.

עולם הקריפטו נוסד מתוך אידיאולוגיה אנטי רגולטורית ברורה. רגולטורים פיננסיים בעולם מתקשים להתמודד עם מטבעות וירטואליים, שפעילות בהן אינה תואמת מסגרות משפטיות מקובלות, כמו חוקים פיננסיים, הגנה על הפרטיות או הרגולציה המתהווה על אירועי סייבר. בתנאים אלה, הרגולטורים מנסים להבין איך להחיל את הסמכויות שיש להם והשחקנים בשוק מנסים להבין כיצד לנהוג. הרגולטור החשבונאי נאלץ לפעול ולקבוע כללי הדיווח החשבונאיים לגבי אחזקות ועסקאות בביטקוין.

נתמקד בכללים החלים בישראל. ביוני 2019, בתגובה לבקשת מועצת התקנים הבינלאומית לחשבונאות (IASB), פרסמה ועדת הפרשנויות של IFRS החלטה כיצד להחיל תקני IFRS קיימים על אחזקות במטבעות וירטואליים. הוועדה ציינה כי קיימים מגוון נכסי קריפטו. כלל הדיווח חל רק על תת קבוצה המכונה 'מטבעות קריפטוגרפיים' שיש להם שלושה מאפיינים. הראשון - מטבע וירטואלי שנרשם על ספר חשבונות מבוזר המשתמש בקריפטוגרפיה לצורך אבטחה. השני - המטבע הווירטואלי לא הונפק על ידי מדינה, רשות שיפוט או גורם אחר. השלישי - המטבע הווירטואלי אינו מבוסס על חוזה בין המחזיק לצד אחר.

לגבי תת קבוצה זו, נקבע כי מטבע וירטואלי, כגון ביטקוין, אינו מזומן, אינו שווה מזומן, ואף אינו נייר ערך. מטבע וירטואלי עומד בהגדרת נכס בלתי מוחשי במסגרת IAS 38 העוסק בנכסים בלתי מוחשיים. הסיבה היא כי מטבע וירטואלי יכול להיות מופרד מהמחזיק בו ולהימכר או להיות מועבר בנפרד, אך מטבע וירטואלי אינו נכס כספי כי אינו מעניק למחזיק זכות לקבל מספר קבוע של יחידות מטבע. הוועדה הגיעה למסקנה כי יש לדווח על אחזקות מטבעות וירטואליים על פי IAS 38, אלא אם הן מוחזקות למכירה במהלך העסקים הרגיל, ובמקרה זה הכלל הרלבנטי הוא דיווח על מלאי (IAS 2).

בהתאם לכך, ירידה בשווי ההון של מטבע וירטואלי מתחת לעלות הרכישה תחייב את המחזיק להכיר לדווח על ירידת ערך (impairment). מאידך, מטבע וירטואלי יוצג בדוחות על פי עלות הרכישה אם תהיה עלייה בשווי ההון אחרי מועד הרכישה ולא יבוצעו שינויים כלפי מעלה בגין עליות מחיר בשוק עד למכירה. הכרה בירידת ערך עשויה להשפיע לרעה על רווחיות חברות המחזיקות ביטקוין לטווח ארוך בתקופות בהן מתרחשות ירידות ערך כאלה גם אם ערכי השוק הכוללים של נכסים אלה עולים.

נחזור לטסלה המדווחת לפי כללי חשבונאות אמריקנים. במהלך שלושת החודשים שהסתיימו ב-31 במרץ 2021, רכשה טסלה או קיבלה תמורת מכירת מכוניות כ-1.50 מיליארד דולר ביטקוין. ברבעון זה רשמה טסלה רווחים של 128 מיליון דולר על מכירות של ביטקוין. רווחים אלה שיקפו תשואה של יותר מ-80% על השקעתה בביטקוין שמומשה לאחר כ-11 שבועות. במקביל, דיווחה טסלה על הפסדים מירידת ערך ביטקוין של כ-27 מיליון דולר כתוצאה מירידה בערך הביטקוין המוחזק בחברה. נכון ליום 31 במרץ 2021, השווי המדווח של ביטקוין שהחזיקה טסלה היה 1.3 מיליארד דולר, כאשר ביטקוין מזהה כנכס בלתי מוחשי באופן דומה לגישת IFRS. בנוסף, מעל ומעבר לנדרש על פי IFRS, מגלה טסלה כי השווי השוק ההוגן של הביטקוין שהוחזק בסוף הרבעון היה 2.5 מיליארד דולר. מידע חשוב לטובת משקיעים המתעניינים בשווי הכלכלי. מקרה נדיר בו חברה מדווחת את שווי הנכס לפי עלות וגם לפי שווי הוגן.

כתוצאה מרווחי מכירת הביטקוין, טסלה הרוויחה ברבעון ראשון 2021 יותר ממה שציפו האנליסטים ב-Wall Street. הרווח הגבוה יצר בלבול מסוים אצל המשקיעים. חלק מהאנליסטים העלו חשש לאיכות הרווחים של טסלה, וטענו כי רווח צריך להיגרם על ידי עסקי מכוניות, ולא מרווחים חד-פעמיים ממכירת ביטקוין. בינתיים, טסלה עלולה לדווח על הפסדים מאחזקת ביטקוין בדוחות הרבעון השני עקב ירידה במחירי הביטקוין שחלו בחודש יוני.

גישת ה-IFRS זוכה לביקורת כבדה בחברות הציבוריות. ראשית, החברות לא מסכימות עם הרגולטור החשבונאי בזהווי ביטקוין כנכס בלתי מוחשי. החברות טוענות כי אם ביטקוין הוא נכס לא מוחשי, אזי הוא אמור להיות חלק מליבת העסקים שלהן ולייצר ערך לאורך זמן. ברור כי פטנטים נמצאים בליבת עסקי חברות פיזר, מרק, מיקרוסופט ואפל ומותג המהווה סימן רשום נימצא בליבת עסקי קוקה קולה. בטסלה טוענים כי ליבת עסקיה הינה ייצור ומכירת מכוניות, והיא אינה מנהלת פלטפורמות סחר במטבעות וירטואליים ואף אינה עוסקת בכריית מטבעות וירטואליים. האם אחזקת ביטקוין נמצאת בליבת עסקיה של טסלה? יותר מכך. הכרה בהפסד מירידות ערך ביטקוין שטרם מומש והימנעות מהכרה ברווחים מעליית ערך ביטקוין שטרם מומש עומדות בסתירה למגמת דיווח לפי שווי הוגן של נכסים סחירים. גישה זו צפויה להקשות על ניתוח הדוחות הכספיים של חברות המחזיקות מטבעות וירטואליים.

חברות ציבוריות רבות שואפות לדווח במאזן על שווי אחזקותיהן במטבעות וירטואליים לפי שווי שוק. ציטוטים לקביעת שווי הוגן של המטבעות הווירטואליים העיקריים קיימים בשפע. קיימות פלטפורמות מסחר בביטקוין, וחלקן פועלות 24 שעות ביממה במהלך שבועה ימים בשבוע. לכן, ניתן לדווח בדוחות כספיים על רווחים או הפסדים מעסקאות בביטקוין כמו שנעשה לגבי ניירות ערך סחירים אחרים, להבדיל מנכסים לא מוחשיים. דיווח בגישת שווי הוגן יציג את הערך הכלכלי של עסקאות פיננסיות בביטקוין ויתרום להבנת המשקיעים את מצב החברות הבוחרות לפעול במטבעות וירטואליים. בינתיים, גם אם הרגולציה בישראל לא מחייבת, החברות יכולות לדווח באופן וולונטרי את השווי ההוגן של אחזקותיהן בביטקוין. בדיוק כמו טסלה.



שינויים בשער ביטקוין מתחילת 2021
מקור: CoinMarketCap , Yahoo Finance

חלק ו' מה ניתן ללמוד מניתוח דוחות כספיים

דוחות כספיים הערוכים על פי כללי חשבונאות מקובלים מאפשרים לבצע השוואה בין חברות באותו ענף ועל פני זמן. הסקת מסקנות על בסיס מידע מהדוחות הכספיים נקרא בדרך כלל ניתוח דוחות כספיים. אחד הכלים המקובלים לניתוח הדוחות הכספיים הוא שימוש ביחסים פיננסיים. היתרון הגדול של יחסים פיננסיים הוא יכולת ההשוואה: יחס פיננסי מבטל השפעות של גודל חברה או מטבע דיווח שונה. קיימות קבוצות שונות של יחסים פיננסיים: יחסי רווחיות, כגון שיעור התשואה על ההון, יחסי יעילות תפעולית, כגון מחזור המלאי או מחזור החייבים, ויחסי מינוף פיננסי, כגון יחס חוב/הון.

חלק זה כולל שבעה סיפורים העוסקים בניתוח דוחות כספיים באמצעות יחסים פיננסיים. הסיפור הראשון מתמקד בשאלה מהו רווח חשבונאי והיכן הוא מופיע בדוחות הכספיים? שני הסיפורים הבאים עוסקים ברשתות הקמעונאיות בישראל ובבריטניה. השאלה העולה בסיפורים אלה היא האם באמת מוצרי המזון בישראל יקרים מידי? שימוש בניתוח יחסים פיננסיים נותן חומר למחשבה בנושא חשוב זה. הסיפור הרביעי והחמישי עוסקים ברווחיות החריגה של חברות אפל ומיקרוסופט ומה עושות החברות ברווחים אלה. הסיפור השישי מבצע השוואה בין הרווחיות של אמזון ואליבא תוך שימוש ביחסים פיננסיים, ואילו האחרון מתמקד בניתוח מבנה האחזקות של שטראוס וכיצד מבנה זה משתקף, אם בכלל, בדוחות הכספיים.

רווח תזרימי, רווח ליבה או רווח מתואם: מכבסת החשבונאות שמייצרת רווחים

(אלי אמיר, פורסם 10.12.2020)

רבים חושבים שהוצאות כגון פחת, הפחתות וחובות מסופקים, אינן הוצאות ממשיות כי אינן תזרימיות. "ניכוי" הוצאות הללו מאפשר לשפר את שורת הרווח או לנהל את ציפיות האנליסטים. אך זהו בעיקר מהלך קוסמטי, תראו, למשל, את פיזור ואסטר-הזנקה

חברת פיזור (Pfizer) עלתה לאחרונה לכותרות לאחר שפרסמה מידע חיובי על יעילות החיסון כנגד Covid-19 (נגיף הקורונה). בעקבות ההודעה, ראש ממשלת ישראל אף נרתם למאמץ להבטיח מנות חיסון לישראל מוקדם ככל האפשר. שוק ההון בארה"ב הגיב בחיוב לחדשות הטובות. בתאריך 6.11.2020 נסחרה מניית פיזור תמורת 36.40 דולר ומיד לאחר ההודעה החיובית על יעילות החיסון, קפץ המחיר ל-39.20 דולר (עליה של 7.7%). מחיר המניה ירד מעט ובתאריך 13.11.2020 נסחרה המניה תמורת 38.62 דולר. התמונה לאורך כל שנת 2020 איננה כה חיובית. לפני כשנה, בתאריך 14.11.2019, נסחרה מניית פיזור תמורת 36.55 דולר. בתאריך 23.1.2020, לפני הקורונה, היה מחיר המניה בשיא שנתי - 40.71 דולר למניה. עם התגברות מגפת הקורונה בחודש מרץ 2020, ירד המחיר למינימום השנתי - 28.49 דולר למניה. במהלך החודשים אפריל-אוקטובר הלך מחיר המניה וחזר לרמתו שמלפני פרוץ המגיפה (38.62 דולר בתאריך 13.11.2020).

כיצד נקבע מחירה של מניה? מודל מקובל להערכת שווי מניה הוא מודל הרווח השיווי, לפיו מחיר המניה שווה להון העצמי המאזני למניה ועוד הערך הנוכחי של הרווחים השיוויים. רווח שיווי שווה לרווח הצפוי בניכוי תשואה מקובלת על ההון המאזני בהתאם לעקרונות חשבונאים מקובלים. לדוגמא, נניח שההון העצמי המאזני של בנק מסחרי הוא 10 שח למניה ליום 1.1.2020. נניח גם שהבנק צפוי לייצר בשנת 2020 רווח למניה לפי עקרונות חשבונאים מקובלים בסך 1 שח למניה ורווח זה צפוי לצמוח בשיעור של 10% בכל שנה מעתה ועד אינסוף. נניח גם שמחיר ההון העצמי (התשואה הנורמלית המקובלת על ההון) הוא 10%. במקרה זה, הרווח השיווי בכל תקופה שווה בדיוק לאפס ומניית הבנק תיסחר במחיר של 10 שח למניה. במקרה כזה, נאמר שהבנק נסחר במכפיל הון (Market-to-Book) השווה ל-1 ובמקרה כזה, התשואה על ההון המאזני צפויה להיות שווה למחיר ההון העצמי. מכפיל הון מתחת ל-1 מצביע על תשואה על ההון נמוכה ממחיר ההון ואילו מכפיל הון גבוה מ-1 מצביע על תשואה על ההון גבוהה ממחיר ההון.

חלק מהקוראים בוודאי ירימו גבה ויאמרו: אבל אותנו לימדו שהערכת שווי מניה מבוצעת לפי הערך הנוכחי של תזרימי המזומן הפנויים בניכוי החוב (Discounted Cash Flows או DCF). אין כאן סתירה. במידה והמדידה החשבונאית מבוצעת על בסיס מזומנים, מודל הרווח השיווי הופך להיות מודל ה-DCF, כלומר מודל ה-DCF הוא מקרה פרטי של מודל הרווח השיווי הכללי יותר, הנכון לכל סט של עקרונות חשבונאים מקובלים, ולא רק לחשבונאות על בסיס מזומנים.

הרווח היחיד שבעלי מניות יפגשו הוא הרווח הנקי

מכיוון ששווי מניה תלוי ברווחים החזויים לעתיד, אין זה פלא שמשקיעים, אנליסטים, ונותני אשראי מתמקדים ברווח המדווח בדוחות הכספיים ומנסים לגזור ממנו תחזיות לעתיד. לא מפליא גם שהחברה המדווחת עצמה מנסה להשפיע על תחזיות הרווח ו"לנהל" את תחזיות האנליסטים. כאן נכנס לתמונה הרווח המתואם או כפי שהוא מוכר יותר כ-Non-GAAP Earnings (או Core Earnings), כלומר רווח שלא לפי עקרונות חשבונאים מקובלים. רווח זה נמדד לפי עקרונות חשבונאים שמקובלים על החברה המדווחת, כאשר חלק מהעקרונות החשבונאיים ה"באמת" מקובלים נזנחים.

מי לא שמע על EBITDA? זהו כמובן הרווח לפני ריבית, מסים, פחת והפחתות. ומה מיוחד במספר זה? שום דבר, למעט אולי שהוא פשוט גבוה יותר מהרווח הנקי, כי הרי ביטלנו ארבע הוצאות משמעותיות (מסים, ריבית, פחת והפחתות). ומה קורה כאשר גם מספר זה נמוך? עולים יותר גבוה לרווח הגולמי ואפילו לשורת ההכנסות. חשיבה כזאת יכולה להביא להערכת שווי לפי מכפיל הכנסות, דבר מסוכן וללא כל הצדקה תיאורטית. כדי להסביר את עמדתנו, הרשו לי להציע מדד נוסף לרווח: אני קורא ל-EBITW - רווח לפני ריבית, מסים ושכר (Wages). אלו המוכנים לקבל את EBITDA כמדד לרווח, ישמחו לקבל גם את EBITW כי גם הוא גבוה משמעותית מהרווח הנקי.

הרווח נוצר על ידי שני גורמי ייצור עיקריים: הון (קפיטל) ועבודה (זוכרים את פונקציית קוב-דאגלס ממבוא לכלכלה?). אז EBITDA מודד את הרווח ללא עלות השימוש בקפיטל, ואילו EBITW מודד את הרווח ללא עלות השימוש בעבודה. זה וגם זה חסרים גורם ייצור משמעותי של הרווח. אין מודל כלכלי שקושר את EBITDA או את EBITW לשווי מניה. הרווח היחיד שביום מן הימים יגיע לבעלי המניות הוא הרווח הנקי.

ככה נולדים רווחים בלתי מוחשיים

נחזור לפיזור. ב-27 לאוקטובר, דיווחה החברה את תוצאות הרבעון השלישי לשנת 2020. להלן מספר נתונים מתוך הדוח המבוקר (משמאל), ונתוני NON-GAAP (מימין).

	Under GAAP		Non-GAAP	
	3 rd Quarter	9 Months	3 rd Quarter	9 Months
	2020	2020	2020	2020
Revenues	12,131	35,961	12,131	35,961
Income before tax	2,176	10,014	4,685	15,159
Provision (benefit) for taxes	(26)	968	606	2,145
Net income from continuing operation	2,202	9,046	4,079	13,014
Earnings per share	0.39	1.62	0.72	2.31

מבט בדוח הרבעוני עצמו יגלה שכמעט כל ההפרש בין הרווח לפי עקרונות חשבונאים מקובלים לרווח Non-GAAP קשור בצורה זו או אחרת להוצאות הפחתה של נכסים בלתי מוחשיים בעלי אורך חיים סופי (Amortization of Identifiable Intangible Assets). מהם אותם נכסים בלתי מוחשיים בעלי אורך חיים סופי? בשנים האחרונות עסקה פיזור ברכישת חברות בנות. כחלק מרכישת החברות, רכשה פיזור מותגים,

רישיונות שימוש, ובעיקר זכויות פיתוח של טכנולוגיות שונות, כאשר מרבית הרכישות הן בתחום הביו-פארמה. עלות זכויות הפיתוח של טכנולוגיות אלה (בהתאם לדוח הכספי השנתי לשנת 2019) היא כ-89 מיליארד דולר והם מופחתים על פני זמן בהתאם לעיקרון ההקבלה בחשבונאות בקצב של כ-4 מיליארד דולר בשנה. כלומר, ללא רכישת זכויות הפיתוח ושימוש בהן, שעלותן השנתית היא כ-4 מיליארד דולר, חלק מהכנסות החברה לא היו באות לעולם. יתכן גם שראש הממשלה היה צריך להתקשר לחברה אחרת, ולא לפייזר, כדי לבקש מנות חיסון.

מידי פעם פונים אלי תלמידים בשאלה לגבי הכרה בהוצאות חובות מסופקים והוצאות פחת. הם טוענים כי אין מדובר בהוצאות ממשיות כי הרי הן אינן "תזרימיות". לדעתי, אין דבר כזה "רווח תזרימי" או "הוצאה תזרימית". יש "תזרים מזומנים מפעילות שוטפת", "רווח כלכלי", "רווח לצורכי מס", "רווח לפי עקרונות חשבונאים מקובלים". רווח תזרימי, או רווח Non-GAAP, הוא הדרך בה חברות מנסות להציג תוצאות טובות יותר על ידי התעלמות מהוצאות מסוימות שמטבען נפרשות על פני זמן ארוך. אותי לימדו שהוצאות פחת מודדות את עלות השימוש בנכסים הקבועים, הוצאות הפחתה מודדות את עלות השימוש בנכסים בלתי מוחשיים, והוצאות חובות מסופקים מודדות את עלות מתן האשראי ללקוחות.

תרגיל ביחסים פיננסיים: האם המחירים של מוצרי המזון בישראל באמת גבוהים מידי?

(אלי אמיר, פודסם 18.3.2021)

שיעור הרווח התפעולי והנקי של רשתות הקמעונאות העיקריות בישראל גבוה מזה של הרשתות בבריטניה, אך לא באופן קיצוני. עם זאת, הרשתות הישראליות מציגות מנוף פיננסי גבוה יותר מאלה הבריטיות. אז אולי הצרכן הישראלי משלם קצת יותר עבור הסיכון?

לפני מספר שבועות התגלגל לידי הדוח המיוחד של מידרוג מיום 21.10.2020 על ענף קמעונאות המזון בישראל. עיקרי הדוח הם שקמעונאות המזון צפויות להציג רווח שיא בשנת 2020, שהריכוזיות בענף פחתה בעשור האחרון עקב התחזקות הרשתות הבינוניות, ושקיים גידול חד במכירות און-ליין עקב הקורונה. מידרוג מעריכה את הענף כבעל סיכון עסקי גבוה יחסית לענפים אחרים במשק וזאת בשל תחרות גבוהה. להערכת מידרוג, הסיכון העסקי עולה עקב חסמי כניסה נמוכים לענף, ריבוי שחקנים ופוטנציאל צמיחה מוגבל. תנאים אלה משפיעים על גמישות המחיר של הקמעונאים ועל יכולת הצמיחה הפנימית. מידרוג גם מציינת שגורמי סיכון אלה ממותנים על ידי סביבת ביקוש יציבה (כלומר, אנשים חייבים לאכול ויהי מה).

קריאת הדוח העלתה אצלי מספר שאלות. חדשות לבקרים אנו שומעים טענות על יוקר מוצרי המזון בישראל לעומת הנעשה בעולם. מצד שני, הדוח מצביע על קיום תחרות בענף הקמעונאות בישראל. אם קיימת תחרות, ומחסומי הכניסה נמוכים, הכיצד זה שמחירי המזון בישראל כה גבוהים ביחס לנעשה במדינות אחרות? מה מפריע לרשת טסקו (Tesco), למשל, להיכנס לישראל, לפתוח סופרמרקטים ולמכור מוצרים במחירים נמוכים יותר לכאורה, כמקובל, למשל, בבריטניה?

כדי לבדוק האם מחירי המזון ברשתות הקמעונאיות אכן גבוהות, בחרתי להשתמש בניתוח יחסים פיננסיים פשוט ומקובל - פירוק דופונט (Du-Pont Decomposition). מקור השם הוא בחברת הכימיקלים דו-פונט בתחילת המאה ה-20 כאשר איש שיווק בחברה הציע את הנוסחה כדי לנתח את התשואה על ההון. אדגיש שלא מדובר כאן במחקר אקדמי מקיף אלא בניתוח השוואתי שמטרתו לשפוך מעט אור על השאלה האם אכן מחירי המזון בישראל יקרים מידי. הטענה היא שאם מחירי המוצרים באמת יקרים יותר, הרווחיות של הרשתות בישראל צריכה להיות גבוהה יותר.

פירוק דו-פונט קושר את התשואה על ההון (רווח נקי חלקי ההון העצמי) למכפלה של שלושה יחסים פיננסיים: שיעור הרווח הנקי (רווח נקי חלקי מכירות) כפול מחזור הנכסים (מכירות חלקי סך הנכסים) וכפול המנוף הפיננסי (סך הנכסים חלקי ההון העצמי). הפירוק משמש עד היום ככלי להסבר התשואה על ההון: האם התשואה על ההון נובעת מרווחיות גבוהה, מייעילות השימוש בנכסים לייצור מכירות או פשוט מלקיחת סיכון פיננסי גבוה.

בישראל בחרתי להתמקד בשלוש רשתות סופרמרקטים גדולות: שופרסל, רמי לוי וויקטורי, אשר יחד מייצרות מכירות שנתיות של כ-21.2 מיליארד ש"ח בשנה (כ-40% ממכירות הרשתות הקמעונאיות בישראל).

מכיוון שכל ניתוח בעזרת יחסים פיננסיים הוא ניתוח השוואתי, בחרתי את קבוצת ההשוואה כשלושת רשתות הסופרמרקטים הגדולות בבריטניה הנסחרות בבורסה (Tesco, Sainsbury, Morrison). שלושת הרשתות מייצרות יחד מכירות של יותר מ-111 מיליארד שטרלינג בשנה (כחצי טריליון ש"ח לערך), שהם כ-50% ממכירות הרשתות הקמעונאיות בבריטניה.

לצורך פשטות, חיברתי יחדיו את הנתונים של שלושת הרשתות הישראליות לשנים עשר החודשים האחרונים (להלן, הרשתות הישראליות) וחישבתי את היחסים הפיננסיים הבאים: שיעור הרווח התפעולי (רווח תפעולי חלקי מכירות), שיעור הרווח הנקי (רווח נקי חלקי מכירות), מחזור הנכסים (מכירות חלקי סך הנכסים במאזן) ומנוף פיננסי (סך נכסים חלקי ההון העצמי המאזני). לבסוף גם חישבתי את התשואה על ההון. בדומה, חישבתי את היחסים הפיננסיים לנתוני שלושת הרשתות הבריטיות במצטבר (להלן, הרשתות הבריטיות). הטבלה מציגה את התוצאות כך שלמעשה היחסים הפיננסיים מהווים ממוצע משוקלל של שלושת החברות בישראל ושלושת החברות בבריטניה.

בריטניה	ישראל	
3.31%	3.64%	שיעור רווח תפעולי
1.24%	1.94%	שיעור הרווח הנקי
1.22	1.16	מחזור נכסים
3.56	6.20	מנוף
5.40%	13.41%	תשואה על ההון

הרשתות לא עושקות את הצרכן הישראלי

שיעור הרווח התפעולי ברשתות הישראליות הוא 3.64% וזה שברשתות הבריטיות הוא 3.31%. הרווחיות בישראל מעט גבוהה יותר, אך לא באופן קיצוני. 0.33% מהמכירות משמעותם 72 מיליון ש"ח, כך שלא מדובר ב"עושק הצרכן" הישראלי ביחס ל"אחיו" הבריטי. הרווח הנקי בישראל קרוב ל-2% מהמכירות בעוד בבריטניה הוא נמוך יותר, 1.22%. שוב, הרווחיות הנקייה בישראל גבוהה יותר, אך היא נובעת מהבדלים בהוצאות ריבית ומיסים ולא ממחירי מוצרים גבוהים יותר. אבל, אין לזלזל בהבדל זה מכיוון ששיעורי הרווחיות בענף הקמעונאות בדרך כלל נמוכים מאד, כך שהבדל של 1% הוא משמעותי.

מחזור הנכסים של הרשתות הישראליות, 1.16, נמוך מעט מזה שבבריטניה, 1.22. כלומר, שקל אחד של נכסים מייצר 1.16 ש"ח של מכירות בישראל, בעוד פאונד אחד של נכסים בבריטניה מייצר בממוצע 1.22 פאונד של מכירות. אינני רואה בכך הבדל משמעותי.

הממצא האחרון נוגע למנוף הפיננסי. כאן קיים הבדל משמעותי בין הרשתות הישראליות לאלה הבריטיות. המנוף בישראל גבוה מאד ביחס לזה הבריטי. בישראל, סך הנכסים גבוה פי 6 מההון העצמי בעוד בבריטניה סך הנכסים הוא רק פי 3.56 מההון העצמי. מיידרוג צודקים בטענה שענף הקמעונאות בישראל מסוכן, אך יש להדגיש שהענף מסוכן גם ביחס לנעשה, למשל, בבריטניה.

שימוש במנוף פיננסי גבוה הוא גם הסיבה העיקרית לתשואה על ההון הגבוהה מאד ביחס לחברות הבריטיות (13.41% לעומת 5.40%). אילו המנוף הפיננסי של החברות הישראליות היה זהה לזה שבחברות הבריטיות,

התשואה על ההון הייתה רק 8% (0.0194 כפול 1.16 כפול 3.56). כלומר המנוף הפיננסי הגבוה מגדיל בצורה ניכרת את התשואה על ההון ברשתות הקמעונאיות הישראליות. שימוש במנוף גבוה היה אמור להשפיע על הרווח באמצעות גידול בהוצאות מימון. אך בחברות הישראליות הדבר לא כך משתי סיבות: הראשונה היא שמרבית המינוף הפיננסי הוא באמצעות חוב ללא ריבית כגון ספקים ונותני שירותים. אלה מקבלים את כספם לאחר זמן די ממושך. גם החוב הנושא הריבית כמעט ולא משפיע על הרווח עקב סביבת הריבית הנמוכה. כך שהחברות הישראליות מגדילות סיכון פיננסי ללא השפעה משמעותית על הרווח. ואילו הרווחיות הגבוהה באה בחלקה על חשבון ספקי האשראי (אגב, אג"ח צמודות של שופרסל לפדיון בשנת 2028 נסחרות בתשואה ריאלית שלילית).

מישהו צריך לשלם עבור הסיכון

הניתוח הפשוט כאן מצביע על כך שהצרכן הישראלי משלם מעט יותר עבור מוצרי מזון, דבר היוצר רווחיות תפעולית מעט גבוהה יותר ברשתות הישראליות. בטח שלא מדובר בהבדלים קיצוניים. הממצא המעניין נוגע לסיכון. הענף בישראל מסוכן יותר מאשר בבריטניה ואולי כאן יש רמז נוסף מדוע מוצרי המזון מעט יקרים יותר. אם הענף כה מסוכן, מישהו צריך לשלם עבור הסיכון. כנראה שהמישהו הזה הוא הצרכן הישראלי. בכל מקרה, אלה המבטיחים להוריד את המחירים של מוצרי המזון באופן דרסטי, כנראה ישנו את דעתם אחרי הבחירות.

שאלת הרווח: איפה יותר כדאי לפתוח סופרמרקט - בתל אביב או בלונדון?

(אלי אמיר, פורסם 25.11.2021)

הקורונה העלתה את רווחי רשתות המזון. שיעור הרווח התפעולי ממכירות קמעונאיות גבוה יותר בישראל מאשר בבריטניה. אך בעוד הרווחיות בבריטניה לא עלתה בזמן הקורונה, בישראל שיעורי הרווחיות שוברים שיאים. ומה יקרה למחירים אם שופרסל תהפוך לעמותה לתועלת הציבור?

בזמן האחרון הופיעו בתקשורת ידיעות על כוונת הרשתות הקמעונאיות להעלות את מחירי המזון. בדיקה של שינויים במחירי מוצרים מבוצעת בדרך כלל על ידי השוואת סל מוצרים קבוע בין הרשתות הקמעונאיות. כמובן שיש להתחשב במיקום החנות, צורת הרכישה (בחנות או באינטרנט), קיום מבצעים מיוחדים ועוד. אפשרות אחרת היא לבדוק את שיעור הרווחיות הכולל של הרשת הקמעונאית על ידי שימוש בנתונים מהדוחות הכספיים המבוקרים של הרשתות הקמעונאיות תוך השוואה למשקים אחרים.

רשתות השיווק הקמעונאי הוא ענף שקיימת בו תחרות גבוהה ומחסומי כניסה נמוכים. כדי לפתוח חנות מזון אין צורך ברישיון מיוחד, או בתואר אקדמי, או בידע מיוחד. ואכן קיימות לא מעט רשתות שיווק קמעונאי וכולן ביחד עדיין לא מכסות אפילו חצי משוק המזון בישראל. בנוסף, קיימת חפיפה גבוהה בין המוצרים הנמכרים ברשתות השונות - כולם מוכרים ביצים, חלב, בשר, גבינות, שימורים ועוד. ואם יש הבדלים במחירים בין הרשתות, הרי שהם נגרמים, לפחות בחלקם, מהבדלים באריזה, הובלה, איכות השירות, שכר דירה (מיקום החנות), ותזמון הקניה (תקופת החגים למשל). ומה לגבי הביקוש? מכיוון שאנשים חייבים לצרוך מזון, קיים ביקוש די יציב למוצרי הרשתות כאשר צפוי במכירות מזון עם הגידול באוכלוסייה. גורם חשוב נוסף הוא תמהיל המוצרים הנרכשים. יתכן שבתקופות מסוימות, או בסניפים מסוימים, יעלה הביקוש למוצרים יקרים יותר, דבר שיגדיל את ההכנסות של הרשת וכנראה גם את הרווח שלה.

גורם חשוב בצד הביקוש הוא גמישות הביקוש. במידה ורשת השיווק מבקשת להשיא את רווחיה, בכלל לא ברור שעליית המחיר תביא גם לעלייה ברווח התפעולי. ככל שהביקוש גמיש יותר, שינוי קטן במחיר יכול להביא לירידה משמעותית בכמות הנרכשת ולירידה ברווח. כלומר, אם רשת השיווק החליטה להעלות מחיר של מוצר מסוים, סביר שתעשה זאת לאחר בדיקה שאכן עליית המחיר תגדיל את הרווח ולא תקטין אותו. יתכן בהחלט שעקב מגפת הקורונה, משפחה ממוצעת, שהייתה אמורה להקצות חלק מהכנסתה לחופשה משפחתית, החליטה במקום זאת להוציא יותר כסף על מוצרי מזון. מה צפויה להיות תגובת הרשת? להעלות מחיר. סביר גם שאם מדובר במוצרים הנמכרים בכל הרשתות, אז כל הרשתות יגיבו באופן סימולטני בעליית מחיר.

הרווח התפעולי זינק

כדי להבין את התנהגות המחירים בענף הקמעונאות כדאי להתמקד בשני נתונים עיקריים הזמינים בדוחות הכספיים של הרשתות: אחוז צמיחת המכירות ושיעור הרווח התפעולי מהמכירות. לצורך הדגמה, בחנתי

את הדוחות הכספיים של ארבע רשתות קמעונאיות בישראל: שופרסל, רמי לוי, ויקטורי ויוחננוף. במהלך שנת 2019 היו מכירות ארבע הרשתות שנדגמו, כ-23 מיליארד שח. לפי הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה, צריכת המזון של תושבי ישראל הייתה בשנת 2019 כ-138 מיליארד שח, כך שארבע הרשתות שנדגמו מהוות כ-17% מצריכת המזון בישראל.

הטבלה מתארת את שיעור צמיחת המכירות בשנים האחרונות. שימו לב לשיעור הצמיחה הגבוה בשנת 2020, שנת הקורונה. אין ספק שרכישות המזון בארבע הרשתות המובילות צמחו בשיעור ניכר. האם מדובר בגידול בכמות בלבד או שמחיר המוצרים אף הוא עלה? בשנים 2017-2019 היה שיעור הרווח התפעולי מהמכירות 3.1-3.5%, שיעור סביר לדעתי. אך בשנת 2020 וגם במחצית הראשונה של 2021 חל גידול חד בשיעור הרווח התפעולי מהמכירות. אני מדגיש: גידול בשיעור הרווחיות ולא רק גידול ברווח עצמו. קיימות שתי אפשרויות: יתכן שעלות המוצרים לרשת הקמעונאית נשארה קבועה ומחיר המכירה עלה. אפשרות שנייה היא שעלויות התפעוליות ירדו ומחירי המכירה נשארו סטטיים. כמובן שתיתכן גם קומבינציה של שתי האפשרויות.

מכירות ורווח תפעולי - מגזר הקמעונאות

בריטניה		ישראל		
אחוז רווח תפעולי מהמכירות	שיעור צמיחת המכירות	אחוז רווח תפעולי מהמכירות	שיעור צמיחת המכירות	
3.3%	1.5%	4.9%	-2.0%	מחצית 2021
2.7%	-4.8%	4.5%	13.6%	שנת 2020
2.9%	0.5%	3.5%	5.2%	שנת 2019
2.3%	6.7%	3.1%	7.0%	שנת 2018
2.4%		3.1%		שנת 2017

בדיקה, שערך בשנת 2020, פרופ' איתי אטר מהפקולטה לניהול ע"ש קולר באוני' תל אביב 20 הצביעה על יציבות במחירי המזון וגידול משמעותי במכירות אונליין. כמו כן חל כנראה גידול במכירות מותגים פרטיים ושיפור בתנאי הסחר מול הספקים. מצד שני, חלה עלייה במחירי הובלה ושינוע. נויח שאכן לא חל גידול משמעותי במחירי המוצרים לצרכן והעליה בשיעור הרווח התפעולי היא תוצאה ישירה של ירידה בעלויות התפעול. כלומר, חל מעבר למכירות אונליין, שימוש הולך וגובר באוטומציה בסניפים, והקטנת מצבת כוח האדם. תהליך דומה קרה גם בענף הבנקאות. סגירת סניפים, שימוש באוטומציה (כספומטים) ומעבר לבנקאות אונליין הביאה לשיפור ברווחיות הבנקים. אבל גם בענף הקמעונאות וגם בענף הבנקאות הירידה בעלויות התפעול, והשיפור הנגזר ברווחיות, כמעט ולא חלחל לצרכן. קשה לראות הבדל בין מצב בו המחיר לצרכן גדל לבין מצב בו המחירים סטטיים, אך חיסכון בעלויות אינם מחלחלים לצרכן. והרי הם אמורים לחלחל לצרכן אם קיימת תחרות.

בבריטניה המכירות דווקא קטנו

לצורך השוואה, בחנתי את הדוחות הכספיים של ארבע רשתות קמעונאיות בבריטניה: טסקו, סיינסבורי, מוריסון ואסדה. המכירות השנתיות של ארבע הרשתות הבריטיות היו, בשנת הכספים 2020, 126 מיליארד שטרלינג (כ-560 מיליארד שח). אבל שלא כמו בישראל, הקורונה לא הביאה לגידול חד במכירות אלא לקיטון במכירות בשנת 2020. מבט אל הטבלה מראה ששיעור הרווח התפעולי מהמכירות היה יציב

בשנים 2017-2018. אך בשנים 2019-2021 חל גידול מסוים באחוז הרווח התפעולי והוא הגיע לרמה של 3.3% במחצית הראשונה של 2021. אך באופן מצרפי, שיעור הרווח התפעולי בבריטניה נמוך מזה שבישראל בשנים 2020-2021. מהיכרותי את בריטניה, השימוש באוטומציה ומכירות אונליין מקדים את הנעשה בישראל ובכל זאת לא היה גידול חד בשיעור הרווחיות. האם יתכן ששם בבריטניה הקיטון בעלויות התפעוליות כן חלחל לצרכן?

הניתוח לעיל מתבסס על נתונים מצרפיים של ארבע רשתות קמעונאיות בכל מדינה. מעניין להשוות את שיעור הרווח התפעולי של הרשת הגדולה בישראל - שופרסל - לרשת הגדולה בבריטניה - טסקו. שיעור הרווח התפעולי בטסקו גבוה או שווה לזה של שופרסל. בנוסף, שיעור הרווחיות של שופרסל נמוך מזה שלושת מתחרותיה, בעוד שיעור הרווחיות של טסקו גבוה מזה של שלושת מתחרותיה. כלומר, לטסקו כוח רב יותר מול המתחרים בעוד לשופרסל יש פחות כוח מול המתחרים.

שיעור הרווח התפעולי		
טסקו	שופרסל	
4.4%	4.1%	מחצית 2021
3.9%	3.8%	שנת 2020
3.8%	3.2%	שנת 2019
3.2%	2.9%	שנת 2018
3.0%	3.0%	שנת 2017

והערה אחרונה. בתוכנית כלכלית בטלוויזיה הושמעה הטענה ששופרסל לא צריכה להעלות מחירים כי עדיין היא מרוויחה 387 מיליון שח. אם ניקח את הטיעון הזה לקיצון, אם שופרסל תהפוך להיות עמותה לתועלת הציבור (☺) ותוריד את מחיר כל המוצרים שלה ב-4%, הרווח התפעולי שלה ירד לאפס. כלומר, משפחה ממוצעת המוציאה 2,500 שח לחודש על מוצרי מזון תחסוך 100 שח.

לאן הולכים רווחי הענק של מיקרוסופט?

(דן וייס, פורסם 2.12.2021)

הרווחים של מיקרוסופט מרקיעים שחקים בשנים האחרונות, כמו גם הרווחים של חברות טכנולוגיה אחרות בשנות הקורונה. הרווח הנקי של מיקרוסופט צמח מ-17 מיליארד דולר בשנת 2018 ל-61 מיליארד דולר בשנת 2021 (שנת הכספים הפיסקאלית של מיקרוסופט מסתיימת בחודש יוני), כלומר פי 3.6 בארבע שנים. מה החברה עושה בסכומי עתק אלה? מי נהנה מהרווחים האדירים?

מסורתית, חברות נהגו להשתמש ברווחיהן לשתי מטרות: הראשונה למימון צמיחה והשנייה לחלוקת דיבידנד לבעלי המניות. אכן, מיקרוסופט הגדילה את ההשקעות ההוניות שלה, בעקב על ידי רכישת מרכזי חישובים, מ-12 מיליארד דולר בשנת 2018 ל-21 מיליארד דולר השנה, ואף הקטינה את חובותיה, מ-82 מיליארד דולר בשנת 2018 ל-68 מיליארד דולר השנה. מיקרוסופט לא יוצאת דופן, חברות רבות נוהגות להשתמש במזומנים עודפים לביצוע השקעות הוניות ופירעון חובות כדי להגיע למבנה הון אופטימלי. השימוש לצרכי החברה אינו לב הסיפור במיקרוסופט. עיקר הסיפור נמצא במקום אחר.

השנה ממיקרוסופט החזירה לבעלי מניותיה כמעט 40 מיליארד דולר, המהווים כשני שלישים מסך כל רווחיה בשנת 2021 (שהיו, כאמור, 61 מיליארד דולר). אבל לא מדובר רק בדיבידנד. בפועל, הדיבידנד שחולק לבעלי המניות היה 17 מיליארד דולר בלבד. סכום זה חולק באופן שווה לכל בעלי המניות על פי החזקותיהם במניות החברה. בנוסף, העבירה מיקרוסופט 33 מיליארד דולר לחלק קטן מאוד מבעלי המניות. היא פשוט קנתה ממספר קטן של בעלי מניות מיקרוסופט את מניותיהם הנסחרות בבורסה. פעולה זו נקראת רכישה עצמית של מניות.

למה חברות רוכשות מניות של עצמן?

למרות שזה נראה מוזר, רכישה עצמית של מניות היא דרך לחברות להשקיע מחדש בעצמן. כל רכישה עצמית מקטינה את כמות המניות הקיימת, כאשר החברה סופגת מחדש את חלק הבעלות שחולק בעבר בין המשקיעים. כלומר, חלקו של כל בעל מניות קיים בהון החברה גדל אם לא מכר את מניותו לחברה. במילים אחרות, רכישה עצמית של מניות דומה במידה מסוימת לרכישת שותף עסקי - היא מאפשרת לבעלי המניות הנותרים להחזיק בנתח גבוה יותר בחברה.

ניתן לראות ברכישה עצמית כפעולה הפוכה להנפקת הון מניות. כאשר חברה רוכשת מניות של עצמה היא מעבירה מזומנים לבעלי המניות המוכרים. המניות הנרכשות נרשמות בסכום שלילי כ"מניות באוצר" ובפועל מקטינות את ההון העצמי של החברה. רכישה עצמית, כמו חלוקת דיבידנד, היא דרך להחזיר מזומנים לבעלי המניות כאשר החברה סבורה שאין לה הזדמנויות השקעה טובות ועדיף להחזיר מזומנים עודפים לבעלי המניות.

יש כמובן גם מטרות אחרות לביצוע רכישה עצמית. אחת מהן היא יצירת ביקוש למניה בבורסה כדי להעלות את מחירה. מחקרים מצאו כי מחירי המניות של חברות שמבצעות רכישה עצמית של מניותיהן גבוהים יותר מאשר מחירי מניות של חברות במדד S&P 500 שאינן מבצעות רכישה עצמית. כלומר, מנהלים מחליטים על רכישה עצמית של מניות חברה כדי להשפיע על מחיר המניה.

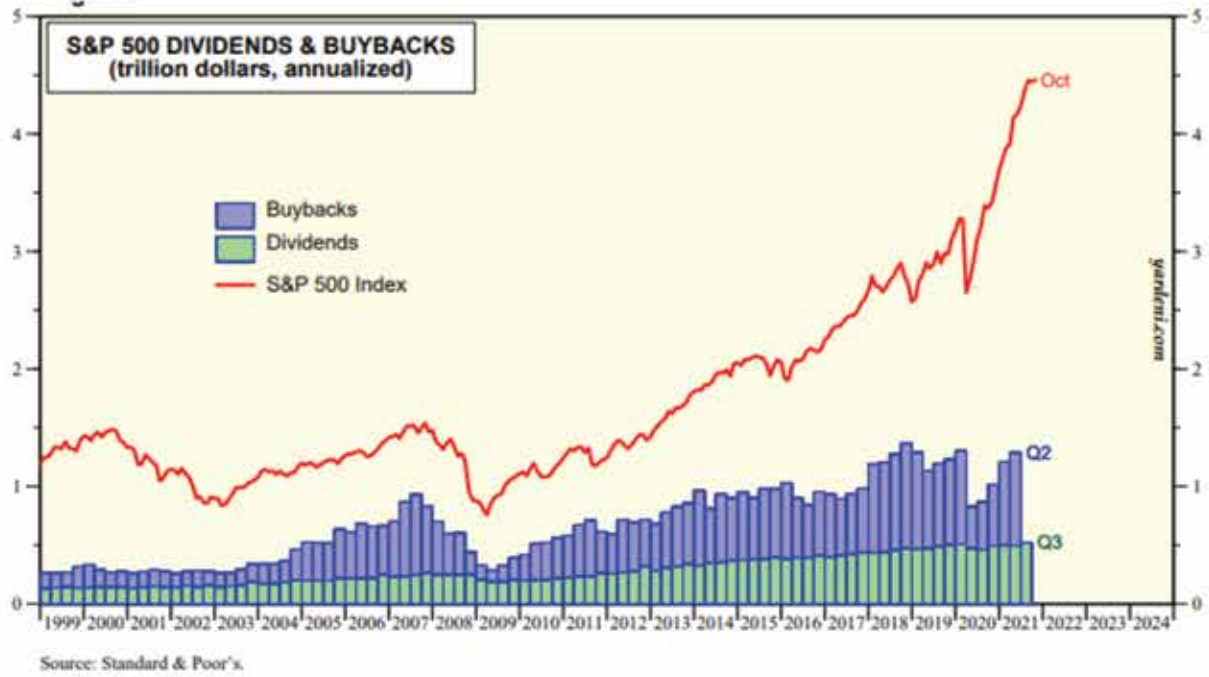
בתחילת שנות האלפיים, מנהלים בחברת אלטרה (ALTERA) האמריקאית הביאו את הרכישה העצמית לקצה. חברת אלטרה ביצעה רכישה עצמית של למעלה מ-10% מהון המניות שלה בבורסה. במקביל, מנהלים בחברה מימשו אופציות ל-10% מהון מניות החברה ומכרו את המניות בשוק. עסקה פשוטה - המנהלים מכרו ובו זמנית החברה קנתה. ברור כי מחיר המניה היה נופל בחדות אם המנהלים היו מנסים למכור בשוק כמות גדולה של מניות ללא רכישה עצמית של החברה והכנסות המנהלים היו נפגעות. חקירת רשות ניירות ערך האמריקאית של מקרה אלטרה הביאה להנחיה המחייבת חברות לפרסם מראש תכנית רכישה עצמית ולדווח באופן שוטף על עסקאות רכישה עצמית שבוצעו וכמובן על עסקאות קנייה ומכירה של מניות בידי נושאי משרה. נראה כי היקפי מכירת מניות על ידי נושאי משרה במיקרוסופט נמוכים ביחס להיקפי המניות הנרכשות על ידי החברה וזו אינה מוטיבציה לבצוע רכישה עצמית במיקרוסופט.

יש נקודה נוספת. ביצוע רכישה עצמית מקטין את מספר המניות של החברה. חישוב הרווח למניה מבוסס על חלוקת רווח במספר מניות ממוצע. לכן, ירידה במספר המניות יביא לעלייה ברווח למניה המדווח על ידי החברה מאחר ומשקיעים רבים מתעניינים ברווח למניה ואנליסטים חוזים רווח למניה, לא את סה"כ רווחי החברה, רכישה עצמית משפרת את יכולת החברה לעמוד בתחזיות אנליסטים ובציפיות המשקיעים.

מדוע רכישות עצמיות מרוכזות בחברות טכנולוגיה?

מיקרוסופט לא לבד. רכישה עצמית של מניות מקבלת היום יותר תשומת לב מאי פעם. היקפי הדיבידנדים המחולקים לבעלי מניות גדלים עם השנים, הן בשל גידול בדיבידנדים שחברות משלמות והן בשל גידול טבעי של שוק ההון. התרשים מציג כי כמעט טריליון דולרים שולמו כדיבידנד על ידי חברות מדד S&P 500 במהלך הרבעון השני השנה. היקפי הרכישות העצמיות גדלו בשנים שלפני משבר 2008 ואז נעצרו כמעט לחלוטין. בעשר השנים האחרונות אנו רואים גידול עקבי בהיקפי רכישות עצמיות, למעט הפוגה בתחילת משבר הקורונה. בשנת 2021, היקפי הרכישות העצמיות גבוהים מהיקפי תשלומי הדיבידנדים. התרשים מצביע על מתאם ברור בין היקפי הרכישה העצמית לבין עליית מחירי המניות.

חברות רבות רוכשות את מניותיהן בבורסה בהיקפים משמעותיים. באופן לא מפתיע, החברה המבצעת רכישה עצמית של מניות בהקף הגדול בעולם הינה אפל. רוכשות גדולות אחרות הן אלפאבט (גוגל), פייסבוק, אורקל ומיקרוסופט. אפל לבדה ביצעה כ-13% מהרכישות החוזרות. אלה חברות ענק המייצרות תזרים המזומנים גדול מהזדמנויות ההשקעה שיש להן. הן מעדיפות ביצוע רכישות עצמיות של מניותיהן על פני הגדלת הדיבידנדים המחולקים לכל בעלי המניות. יש להם את הכסף, אין להם הזדמנויות השקעה אלטרנטיביות, והן בוחרות להשתמש בו כדי לקנות חזרה את מניותיהן. בכך חברות הטכנולוגיה בוחרות לייצר ביקושים הדוחפים את מחיר המניה בבורסה כלפי מעלה ובו זמנית מגדילים את הרווח למניה.



חברת אפל: 12 שנה של צמיחה פנומנלית – ושינוי התקן החשבונאי לעדכוני תוכנה

(אלי אמיר, פורסם 18.2.2021)

שורת ההכנסות של חברת אפל צמחה מ-\$7.9 מיליארד לרבעון האחרון של 2008 עד לסכום עתק של \$111.5 מיליארד לרבעון הראשון של 2021, גידול של פי 14. לשם השוואה, מדינת ישראל גובה מאזרחיה מיסים של כ-98 מיליארד דולר לשנה שלמה! אולי צריך למנות את מנכ"ל אפל לשר אוצר, מנהל רשות המיסים והחשב הכללי גם יחד.

לחברת אפל השפעה ונוכחות גלובלית באמצעות מוצרים כגון iPhone, iPad, MAC, ועוד מוצרי תוכנה ומוצרים נלווים אחרים. מכשירי ה-iPhone וה-iPad כה פופולריים עד שניתן לשכוח שלפני קצת יותר מעשור, הפופולריות שלהם הייתה קטנה. בנובמבר 2008, שנת המשבר הפיננסי, פרסמה חברת אפל את הדוחות הכספיים לרבעון המסתיים בספטמבר 2008. סך ההכנסות לאותו רבעון היה \$7.9 מיליארד (לכל שנת 2008, ההכנסות הסתכמו ל-\$32.5 מיליארד). אפל גם פרסמה את הרכב ההכנסות לפי מוצרים. בראש הרשימה עמדו מחשבי ה-MAC עם \$3.6 מיליארד, בעוד ה-iPhone, שהוצג לראשונה ביוני 2007, ואשר גרסתו השנייה הוצגה ביולי 2008, משתרך בתחתית עם מכירות של \$806 מיליון לרבעון (ראה טבלה).

מוצרים עיקריים	מיליוני דולר
מחשבים (MAC)	3,620
iPOD	1,660
מוצרים מבוססי-מוזיקה אחרים	832
iPhone	806
מוצרי תוכנה אחרים	977
סך ההכנסות	7,895

המודל העסקי של אפל באותה תקופה, וכן היום, התבסס על אספקת עדכונים לתוכנות ומערכות הפעלה בחינם. האינטרס העסקי של החברה היה שכל משתמש יעדכן את המוצר כמה שיותר מהר וישתמש בגרסה העדכנית ביותר, דבר שיגדיל את יעילות מערכות התקשורת.

הנקודה החשבונאית בסיפור הזה הייתה שאפל חויבה, בהתאם לכללי החשבונאות, שנהגו אז, לדחות חלק ניכר מההכנסה למועד עתידי מכיוון שהיה עליה להקצות חלק מהמכירות לעדכונים עתידיים. התקן החשבונאי באותה תקופה היה SOP 97-2 (הכרה בהכנסה מתוכנה). תקן זה עסק, בין היתר, במקרים בהם המוצר כולל מספר מרכיבים (Bundled products), וקבע, בין היתר, שניתן להקצות את מחיר המכירה לכל מרכיב רק אם היה ניתן לבסס למרכיב מחיר מכירה ספציפי (Standalone Selling Prices). התקן לא התיר לבסס הכרה בהכנסה למרכיב בודד על פי אומדני שווי הוגן של כל מרכיב. ומכיוון שלא היה ניתן לבסס מחיר ספציפי לעדכוני תוכנה, כי הרי הם לא נמכרו בנפרד, אפל פרסה את ההכנסות ממכירות iPhone על פני שותפים, התקופה הממוצעת של אספקת עדכונים חינוניים.

התוצאה של יישום שיטה חשבונאית זו הייתה דחייה משמעותית של ההכרה בהכנסה ממוצר בעל מרכיבים ויצירת התחייבות במאזן החברה בשם הכנסות נדחות (Deferred income). יתרת ההתחייבות להכנסות נדחות לסוף 2008 הייתה כ-8 מיליארד דולר, כאשר חלק משמעותי הוא דחיית ההכרה בהכנסה ממכירת iPhone. עניין חשבונאי זה היה כה משמעותי עד שבית הספר למנהל עסקים של הרווארד כלל את אירוע אפל במסגרת לימודי התואר השני למנהל עסקים (אירוע 9-111-003).

ברור שחברת אפל לא אהבה, בלשון המעטה, את העובדה שתקן חשבונאי מכריח אותה להכיר בהכנסה כאילו שוויו של עדכון תוכנה זהה לשווי של הטלפון עצמו. ולכן פרסמה נתוני Non-GAAP לפיהם ההכנסה שלה צריכה להיות גבוהה יותר ב-6 מיליארד דולר, אילו התקן החשבונאי SOP 97-2 לא היה קיים.

פי 30 מפועלים, לאומי ודיסקונט גם יחד

12 שנה חלפו ביעף ובסוף ינואר 2021, חברת אפל פרסמה את הדוחות הכספיים לרבעון הראשון של שנת הכספים 2021, המסתיים בסוף דצמבר 2020. הנתון המדהים בדוחות אלה הוא שורת ההכנסות: \$111,439 מיליארד לרבעון, שהם 362,176 מיליארד ש"ח לפי שער החליפין של 3.25 ש"ח לדולר. כדי להבין את משמעות הסכום, סך ההכנסות של חברת טבע הוא כ-14-15 מיליארד ש"ח לרבעון, וסך כל ההכנסות של בנק הפועלים, לאומי, ודיסקונט יחדיו נמוך מ-12 מיליארד ש"ח לרבעון. אבל כדי להבין עוד לעומק את גודל ההישג של אפל, אציין שמדינת ישראל גבתה במהלך שנת 2020 מיסים מכל המקורות בסך 318 מיליארד ש"ח. כלומר חברת אפל מייצרת יותר הכנסות ברבעון אחד מאשר מדינת ישראל גובה מיסים בשנה שלמה. אולי הסיבה היא שחברת אפל לא פוטרת מתשלום עבור iPhone 70% מלקוחותיה כפי שעושה מדינת ישראל.

גם התפלגות ההכנסות של אפל לפי מוצרים עיקריים מעניינת במיוחד ושונה מהותית מזו שהייתה קיימת בשנת 2008 (ראה טבלה). 59% מהכנסות לרבעון (\$65.6 מיליארד) הן ממכירות iPhone. מכירות MAC מהוות כ-8% מהמכירות ואילו iPad תורם למכירות כ-7.5%.

מיליוני \$	מוצרים עיקריים
65,597	iPhone
8,675	MAC
8,435	iPad
28,732	כל המוצרים האחרים
111,439	

בביאורים לדוחות הכספיים, אפל מסבירה בפרוטרוט את תהליך ההכרה בהכנסה. ההכנסה ממכירת מוצרים מוכרת בעת משלוח המוצר ללקוח. במידה והמוצר כולל מספר מרכיבים, החברה מקצה את מחיר המכירה לכל מרכיב בהתאם למחירו של כל מרכיב, ואם לא קיים מחיר מכירה, אז לפי אומדן של מה היה מחיר המכירה אילו המרכיב היה נמכר בנפרד. אפל מזהה שלושה מרכיבים ב-iPhone: הראשון הוא הטלפון עצמו בצירוף התוכנה המותקנת בו. השני הוא הזכות לקבל שירותים כגון סירי, מפות, וענן. השלישי הוא הזכות לקבל עדכוני תוכנה.

לסוף שנת 2020, הייתה יתרת ההכנסות נדחות במאזן החברה \$11.6 מיליארד. החברה גם מסבירה ש-64% מההכנסה הנדחיתת ימומש בתוך פחות משנה, 26% בתוך שנה עד שנתיים ורק 10% ימומש מעבר לשנתיים. כלומר, בשנת 2020, רק כ-10% מסכום ההכנסה (11.6 מתוך 111.5 מיליארד) נדחה למועד מאוחר יותר, בעוד שבשנת 2008 עקב תקן חשבונאות שמרני מידי נדחו כ-90% מההכנסות של iPhone.

המשקיעים לא נשאו אדישים להצלחה

כשבוחנים את שורת ההכנסות, אין ספק שמדובר בסיפור הצלחה פנומנלי. גם השוק לא נשאר אדיש לתוצאות. 100 דולר שהושקעו באפל בספטמבר 2015 היו שווים 420 דולר בספטמבר 2020. לצורך השוואה, 100 דולר שהושקעו במדד S&P 500 בספטמבר 2015 היו שווים בספטמבר 2020 כ-200 דולר. אבל 100 דולר שהושקעו במניות טכנולוגיות מידע בספטמבר 2015 היו שווים כ-325 דולר בספטמבר 2020. כלומר, אפל הכתה לא רק את מדד המניות הכללי אלא גם את המדד הענפי שלה. האם המזל שיחק תפקיד בצמיחה המדהימה של החברה? יכול להיות. אבל כפי שאומרים אוהדי מכבי בכדורגל - המזל הולך עם הטובים.

כיצד ביצועי אליבבא מכים את ביצועי אמזון?

(דן וייס, פורסם 25.3.2021)

הרווחיות התפעולית של אליבבא גבוהה משמעותית מזו של אמזון. המינוף של אליבבא נמוך משמעותית מזה של אמזון. המשקיעים טרם הפנימו זאת.

למרות שקוראים רבים מכירים את אליבבא ואמזון ורגילים לבצע בהן רכישות רבות, הביצועים הפיננסיים של אליבבא מפתיעים ביחס לביצועי אמזון. בעקף כאשר זוכרים כי אמזון ותיקה בהרבה מאחותה הצעירה אליבבא. רמת הרווחיות התפעולית (רווח תפעולי ביחס להכנסות) של אליבבא עומדת על כ-17%, בהשוואה לכ-6% באמזון. השוואה לקמעונאות הקלאסית מראה כי הרווחיות התפעולית של וולמרט הינה כ-5%, דומה מאד לזו של אמזון. תוצאות המוצגות בתרשים מראות כי הרווחיות התפעולית של אליבבא גבוהה משמעותית מזו של אמזון או וולמרט בשבע השנים האחרונות. יותר מכך. היחס בין הון עצמי לסה"כ המאזן באמזון עומד על כ-29%, דומה ליחס אצל וולמרט, 32%. לעומת זאת, היחס בין הון עצמי לסה"כ המאזן בעלי בבא היו 58%, גבוה משמעותית מיחס זה באמזון או וולמרט. כלומר, אליבבא פחות ממונפת מאמזון וגם מוולמרט בפער גדול.

וכיצד מגיבים המשקיעים? שווי השוק של אמזון עומד על כ-1.5 טריליון דולרים, בערך פי 17 מההון העצמי החשבונאי. שווי השוק מצביע על ציפיות להמשך צמיחה בהכנסות וגידול ברווחים. לעומת זאת, שווי השוק של אליבבא עומד על כ-650 מיליון דולרים, פי 6 מההון העצמי החשבונאי. נראה כי המשקיעים מצפים לצמיחה גבוהה יותר באמזון מאשר בעלי בבא. שוב, היחס שווי שוק להון עצמי של אליבבא דומה ליחס אצל הקמעונאי הקלאסי וולמרט העומד על 5. ביחד, עולה כי מחיר המניה הגבוה של אמזון משקף צפי לצמיחה גבוהה באמזון, גבוהה משמעותית מאשר בעלי בבא או וולמרט. האם יש בסיס כלכלי לציפיות המשקיעים?

מי תצמח יותר?

אמזון החלה את פעילותה בארצות הברית והתרחבה למדינות רבות. היא משקיעה מאמצים גדולים להגביר את היקפי המסחר האלקטרוני באמצעות אמזון פריים הכרוך בתשלום. החברות באמזון פריים מאפשרות ללקוחות לאחד את הרכישות שלהם בפלטפורמה של אמזון כדי לקבל הטבות. מהלך זה מסייע לאמזון להרחיב את היתרונות לגודל שלה ולייעל את השימוש בפלטפורמה שלה. חלק מהיתרון לחברה מאמזון פריים מועבר ללקוחות כדי לפתות אותם להגדיל את הקף הקניות באמצעות פלטפורמת אמזון.

אליבבא החלה לפעול בסין כאשר הצרכנים הסינים פחדו לבצע קניות באינטרנט בגלל הונאות ובעיות אמינות של ספקי האינטרנט. אליבבא התמודדה עם הבעיה בדרך אחרת - הקמת Alipay, המופעל כיום על ידי קבוצת אנט, שם יש לעלי בבא 33% מהון המניות. Alipay שימשה כמערכת המאפשרת אמינות. קונים יכולים לקבל את כספם חזרה אם מתגלות אי-התאמות בעסקה. Alipay התפתחה מאז לספק מגוון שירותים, כולל תשלום על רכישות לא מקוונות של כל פריט שבו למוכר יש קוד QR פונקציונלי, כמו גם תהליך צ'ק-אאוט מהיר לשגרה יומיומית כמו משלוחי מזון ממסעדות. הנוחות והאמינות בשימוש בעלי

בבא, שלא הייתה קיימת קודם, גורמת ללקוחות לשמור אמונים לפלטפורמה. קבוצת אליבבא הרחיבה את שרותיה לסדרה של מוצרים ושירותים פיננסיים כדי למנף יתרון זה ולהגדיל את הכנסותיה.

סקירת Alt Perspective מדגישה כי עלי בבא היא שחקנית המסחר האלקטרוני הגדולה ביותר בסין, שבה מסחר אלקטרוני צמח רק בשנים האחרונות. קניות מקוונות צמחו במהירות אדירה בסין. מכירות המסחר האלקטרוני הקמעונאי היו כשליש מסך המכירות הקמעונאיות במדינה בשנת 2019. מגפת הקורונה האיצה את המעבר מקניות בחנויות לרכישות מקוונות. סקר חברת eMarketer בתרשים מראה כי 44.8% מסה"כ הקניות הקמעונאיות בסין בשנת 2020 היו באמצעות מסחר אלקטרוני. הסקר צופה כי חלק הקניות המקוונות ימשיך לצמוח בסין בשנים הקרובות ויגיע ל-58.1% בשנת 2024. תוצאות הסקר מדגישות כי הקף מכירות המסחר האלקטרוני הקמעונאי בסין צפוי לגדול עד שנת 2024 בקצב גבוה יותר מאשר בארצות הברית.

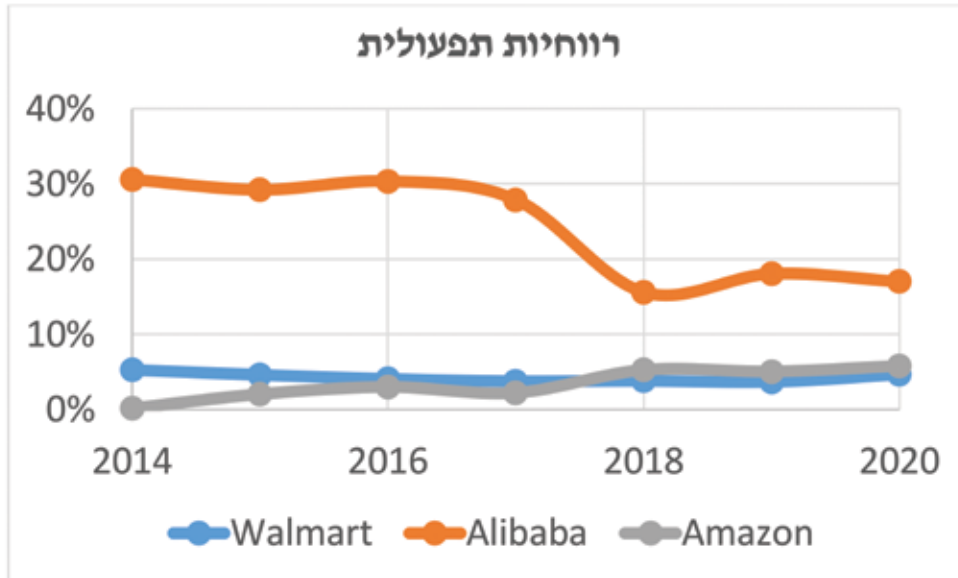
בעוד שאמזון היא מובילה בולטת בסחר אלקטרוני בארה"ב, היא פועלת בשוק בו מכירות המסחר האלקטרוני הקמעונאי צומחות בקצב איטי בהרבה מאשר בסין. מכירות המסחר האלקטרוני בשנת משבר הקורונה מוערכות בארצות הברית בכ-14.4% בלבד מהיקף המכירות הקמעונאיות. כלומר, הקף המכירות המקוונות בסין היו פי שלוש מאשר בארצות הברית. שוב, נראה כי שוק המסחר המקוון בסין צפוי לצמיחה גבוהה מאשר בארה"ב.

שתי החברות החלו מעסקי מסחר אלקטרוני, הפכו לשחקן מוביל בארצן, ואז הרחיבו את עסקיהן, בעיקר לשירותי מחשוב הענן. אמזון וגם אליבבא הינן ספקיות שרותי ענן מובילות. על פי סקר Canalys, אליבבא שולטת בכ-41% משוק שרותי הענן בסין ברבעון השלישי של 2020. השחקנית הבאה הגדולה ביותר הינה Huawei, עם נתח שוק של כ-16% בלבד. נתח השוק הגדול של אליבבא מקנה לה יתרון בולט להנות מהצמיחה בשוק מחשוב הענן בסין, אשר צפוי לגדול בקצב צמיחה שנתי של כ-7%. במקביל, אמזון היא מובילת שרותי הענן העולמית, אך מיקרוסופט וגוגל מאתגרות במהירות את מעמדה הדומיננטי.

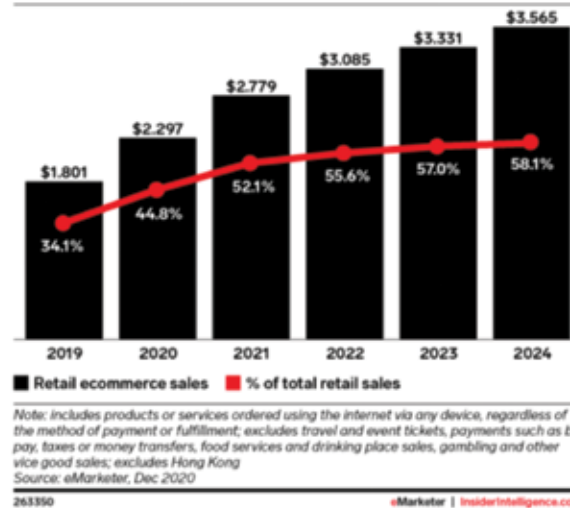
האם כדאי להשקיע במניית אליבבא?

בזמן האחרון אליבבא הייתה בחדשות בעיקר בנסיבות שליליות. המייסד ג'ק מא, שביקר באוניברסיטת תל אביב לפני כשנתיים, איתגר את הרגולטורים הפיננסיים בסין באמצעות הנפקה גדולה שתכנן לבצע. ג'ק מא נעלם לתקופה מסוימת כאשר הרשויות בסין הגבירו את חקירות ההגבלים העסקיים ואת פעילות המסחר האלקטרוני של אליבבא, מה שהפחיד את שחקני השוק. בסוף תקופת ממשל טראמפ, הנשיא שקל להטיל סנקציות כלכליות על סין, כולל הגבלות על מסחר במניית אליבבא. בשלב מסוים נוצר לחץ על מחיר מניית אליבבא עקב שמועות על דיונים לגבי איסור השקעה מוחלט.

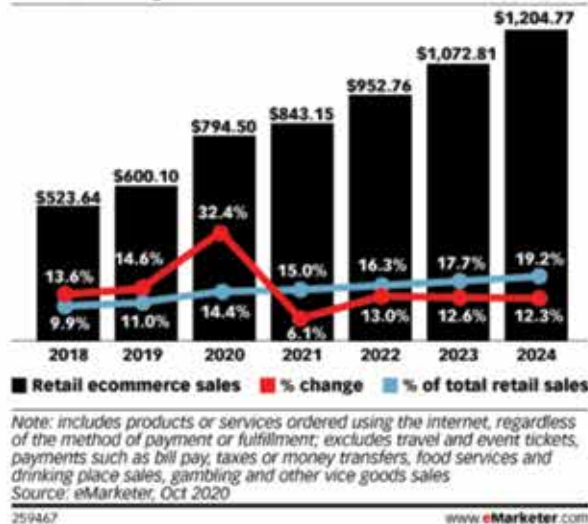
ביחד, נראה כי סנטימנט שלילי העיב על מחיר מניית אליבבא, כאשר מחיר מניית אמזון נסק לשמיים יחד עם כל מניות סקטור הטכנולוגיה בשנת הקורונה. ניתוח הדוחות הכספיים של החברות מעיד כי אליבבא רווחית יותר מאמזון, בעלת מינוף פיננסי נמוך מאשר אמזון, ורבים צופים לה שיעור צמיחה גבוה מאשר לאמזון. האם יש סיבה לרוץ ולרכוש מניות אליבבא? או, אולי לצפות כי מחיר מניית אמזון יתוקן כלפי מטה? האנליסטים בשוק ההון האמריקני צופים כי הכנסות אמזון יגדלו בשנת 2021 בכ-23%, בעוד הכנסות אליבבא יגדלו בכ-39%. הפער גדול. חשוב לזכור כי בממוצע לאורך שנים, חברות שמוניותיהן נסחרות בארצות הברית עומדות בתחזיות אנליסטים המתפרסמות בתחילת השנה רק בכ-60% מהמקרים.



Retail Ecommerce Sales in China, 2019-2024
trillions and % of total retail sales



US Retail Ecommerce Sales, 2018-2024
billions, % change, and % of total retail sales



מתי דוחות כספיים לא מספרים את כל הסיפור ומה ניתן ללמוד משטראוס?

(אלי אמיר, פורסם 9.12.2021)

ההנחה הבסיסית בחשבונאות היא שדוחות כספיים מאוחדים מספקים מידע כלכלי שימושי יותר למשתמש. לעיתים המידע השימושי מגיע דווקא מחוץ לדוחות הכספיים המבוקרים באופן וולונטרי, בעיקר כשמדובר בעסקאות משותפות.

הפקה של דוחות כספיים מאוחדים בחברות ציבוריות הוא תהליך מיגע הדורש מיומנות ומומחיות. שבעתיים נכון הדבר כשמדובר בדוחות כספיים מאוחדים של חברות הפועלות במספר תחומי פעילות ובאזורים שונים. ניקח למשל את הדוחות הכספיים של קבוצת שטראוס (להלן, הקבוצה) לשנת 2020. הקבוצה מדווחת על ארבעה תחומי פעילות: ישראל, קפה, מטבלים וממרחים בינלאומיים, ומים. הדוחות הכספיים המאוחדים של הקבוצה כוללים, בצורה זו או אחרת, השקעות ב- 27 חברות שונות. 12 חברות מתוך הקבוצה מוחזקות (בצורה ישירה או עקיפה) בשיעור של 100% על ידי חברת האם (Wholly Owned Subsidiaries). לחברה גם השקעות בעסקאות משותפות עם חברת פפסיקו, קיבוץ יוטבתה ותאגיד קפה ברזילאי בשם סן מיגל. כך למשל, פפסיקו מחזיקה בעקיפין 50% ממניות סאברה בעוד חברת שטראוס מחזיקה ב- 50% הנוותרים. בנוסף, קיימות החזקות בשיעור הנמוך מ-100%, כמו למשל החזקה בשיעור של 49% בחברה לאספקת מים כאשר 51% מוחזקים על ידי תאגיד סיני.

שלוש רמות של אחזקה

התקינה החשבונאית עוסקת בשלוש רמות של החזקה במניות חברה אחרת: השקעה פסיבית שאינה מקנה השפעה מהותית (בדרך כלל החזקה בשיעור של עד 20% ממניות המוחזקת), השקעה המקנה למחזיקה השפעה מהותית על המוחזקת (בדרך כלל החזקה של 20-50% ממניות המוחזקת), והשקעה המקנה למחזיקה שליטה בחברה המוחזקת (החזקה של מעל 50% ממניות החברה המוחזקת). קיים גם מקרה "קצה" - השקעה בשליטה משותפת (Joint Venture). במקרה כזה שתי חברות, או יותר, מחזיקות במשותף בחברה מוחזקת ומסכימות לשלוט בה במשותף בהתאם להסכם שביניהם.

לכל רמת החזקה שיטה חשבונאית הקובעת כיצד תוצג ההשקעה במאזן החברה המחזיקה וכיצד ומתי יוכרו הרווחים התקופתיים מההשקעה. לדוגמא, אם חברה א' מחזיקה 5% ממניות חברה ב', הנסחרת בבורסה לניירות ערך, חברה א' תציג את ההשקעה במאזנה לפי שווי הוגן כאשר שינויים בשווי הוגן יוכרו כרווח/הפסד בדוח הרוו"ה של המחזיקה. ואם חברה א' מחזיקה 100% ממניות חברה ב', אזי חברה א' תציג דוחות כספיים מאוחדים הכוללים במאזן המאוחד את כל נכסי הקבוצה ובדוח הרוו"ה את כל ההכנסות והוצאות של הקבוצה (כמובן בניכוי עסקאות פנים-קבוצתיות).

כאשר לחברה המחזיקה השפעה מהותית על המוחזקת, התקינה האמריקנית והבינלאומית (IFRS) מחייבות את המחזיקה להציג את ההשקעה בסכום אחד במאזן לפי שיטת השווי המאזני. בשיטה זו, ההשקעה שווה

לעלות המקורית בתוספת חלקה של המחזיקה ברווחי המוחזקת ובניכוי חלקה של המחזיקה בדיבידנדים שהתקבלו מהמוחזקת. דוח הרוו"ה של החברה המחזיקה יכלול את חלקה ברווחי המוחזקת בסכום אחד המכונה "רווחי אקויטי".

המצב מסתבך במקרה של שליטה משותפת

עד כאן סקרנו שלוש שיטות חשבונאיות: שיטת השווי ההוגן להשקעות פסיביות, שיטת השווי המאזני להשקעות בעלות השפעה מהותית, ואיחוד דוחות כספיים במצב של שליטה. המצב מתחיל להסתבך כאשר מדובר במקרים של שליטה משותפת. המקרה הפשוט ביותר הוא זה שבו שתי חברות, נניח חברת שטראוס וחברת פריטו-ליי (מקבוצת פפסיקו) מחזיקות בדיוק 50% ממניות חברה שלישית הנקראת שטראוס-פריטו ליי בע"מ, ומסכימות לשלוט בה במשותף. התקינה האמריקנית רואה בשליטה משותפת מקרה פרטי של השפעה מהותית. מכיון שהחברות שטראוס ופריטו-ליי שולטות במשותף, הרי שאף אחד מהן לא באמת שולטת. זו הסיבה שהתקינה האמריקנית חייבה תמיד להשתמש בשיטת **השווי המאזני** במקרים של עסקאות משותפות.

ומה לגבי התקינה הבינלאומית (IFRS)? עד לפני כעשור, התקינה הבינלאומית העדיפה להשתמש בשיטת **האיחוד היחסי** (Proportionate Consolidation) במקרים של שליטה משותפת. שיטת האיחוד היחסי קובעת שכל חברה בעסקה משותפת תציג במאזנה את חלקה בנכסים, התחייבויות, הכנסות והוצאות של העסקה המשותפת. בדוגמא הקודמת, חברת שטראוס תציג במאזנה 50% מכל נכס ו-50% מכל התחייבות של חברת שטראוס-פריטו ליי בע"מ, ותכלול בדוח הרוו"ה שלה 50% מההכנסות ו-50% מההוצאות של שטראוס-פריטו ליי. אבל יש כאן בעיה מהותית: לשטראוס אין גישה ל-50% מהנכסים של חברת שטראוס-פריטו ליי בע"מ, ואין היא מחויבת ל-50% מההתחייבויות שלה. לדוגמא, אם לחברת שטראוס-פריטו ליי יש מכונה להכנת צי'פס, הרי שטראוס לא יכולה למכור חצי ממנה. כלומר, שיטת האיחוד היחסי גורמת למאזנים של החברות המחזיקות לכלול פריטים שאינם ניתנים לשימוש. מצד שני, שיטת האיחוד היחסי מספקת למשתמש מידע שלם יותר על מגוון הפעילויות של החברות המשתתפות בעסקה המשותפת.

בשנת 2011, החליטו במוסד הבינלאומי לתקינה חשבונאית לפרסם את IFRS-11 הנוטש (כמעט לגמרי) את שיטת האיחוד היחסי, ולהתיישר עם האמריקנים. כלומר, להשתמש בשיטת השווי המאזני במקרים של שליטה משותפת. וכאן אנו חוזרים לקבוצת שטראוס. עד כניסתו לתוקף של IFRS 11 כללה שטראוס את העסקאות המשותפות לפי שיטת האיחוד היחסי. כיום, בהתאם לתקינה המחייבת, שטראוס מציגה דוחות כספיים חשבונאיים הכוללים את העסקאות המשותפות שלה לפי שיטת השווי המאזני. אך בנוסף, שטראוס מציגה דוחות כספיים "ניהוליים" הכוללים את העסקאות המשותפות לפי שיטת האיחוד היחסי (הנתונים בטבלה מתוך הדוחות של שטראוס ליום 30 בספטמבר 2021).

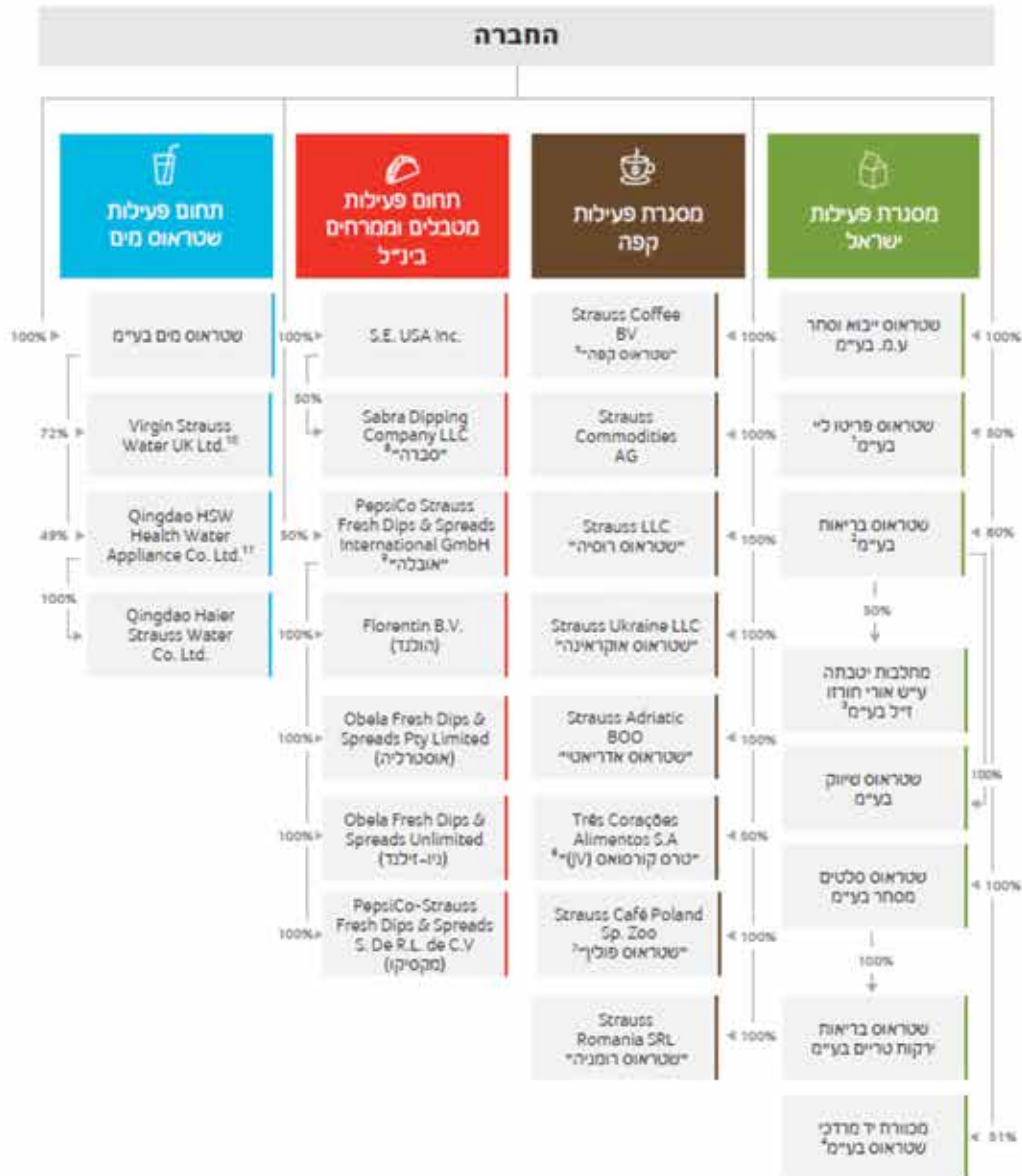
בעזרת נתוני האיחוד היחסי, הקורא וגם ההנהלה של שטראוס יכולים להעריך את תרומת העסקאות המשותפות לסעיפי המכירות וההוצאות בצורה טובה יותר. אין ספק שמדובר במידע שימושי לצורך ניתוח הדוחות הכספיים. לדוגמא, הדוחות הכספיים החשבונאיים מציגים מכירות בסך 4,513 מיליוני שח. מכירות אלה אינן כוללות את מכירות העסקאות המשותפות (שאחת מהן מוכרת חטיפי ציפס). מכירות אלה "קבורות" בסעיף "חלק החברה ברווחי חברות מוחזקות המטופלות לפי שיטת השווי המאזני". אבל בעזרת הנתונים "הניהוליים" יכול הקורא להבין שמכירות העסקאות המשותפות מסתכמות ל-1,977 מיליוני שח. וכך הלאה, לגבי כל סעיף וסעיף בדוח הרווח והפסד.

תשעה חודשים ראשונים 2021			
איחוד היחסי	שינוי	דוחות כספיים	סכומים במיליוני שח
6,490	1,977	4,513	מכירות
4,054	1,369	2,685	עלות המכירות
2,436	608	1,828	רווח גולמי
37.5%		40.5%	% מהמכירות
1,331	350	981	הוצאות מכירה ושיווק
416	103	313	הוצאות הנהלה וכלליות
98	(127)	225	חלק החברה ברווחי חברות מוחזקות המטופלות לפי שיטת השווי המאזני
787		759	רווח תפעולי
12.1%		16.8%	% מהמכירות
(57)	(10)	(47)	הוצאות מימון, נטו
730	18	712	רווח לפני מסים על ההכנסה
(152)	(18)	(134)	מסים על ההכנסה
20.9%		18.8%	שיעור מס אפקטיבי
578		578	רווח לתקופה

אציין שבנוסף לנתונים המוצגים בטבלה, הדוחות הכספיים הניהוליים של שטראוס מספקים נתונים מגזריים נוספים והסברים מילוליים העוזרים להבין טוב יותר את הדוחות הכספיים החשבונאיים. כמו כן, הדוחות השנתיים מספקים גם מידע חלקי גם על הנכסים וההתחייבויות בהתאם לאיחוד היחסי, אף על פי שלא מוצג מאזן "ניהולי" שלם.

לסיכום, לא תמיד הדוחות הכספיים החשבונאיים ערוכים בצורה נוחה למשתמש. שיטת השווי המאזני היא דוגמא לשיטה חשבונאית המחביאה מידע מהקורא על השקעות מהותיות. מצד שני, שיטת השווי המאזני משקפת את העובדה שאין לחברה המחזיקה שליטה על המוחזקת. ולכן, לעיתים, על חברה לספק לקוראי הדוחות מידע נוסף **מחוץ** לדוחות הכספיים, כפי שעושה שטראוס. מידע כזה יעזור לקוראי הדוחות להבין טוב יותר את היקף הפעילות ולנתח את תוצאות הפעולות והמצב הכספי בצורה מדויקת יותר.

קבוצת שטראוס
(מקור: דוחות ליום 30.9.2021)



חלק ז' על קורונה וצרות אחרות

מגפת הקורונה הכתה בעולם בתחילת שנת 2020. בישראל המגפה פרצה במלוא עוצה לקראת סוף הרבעון הראשון של שנת 2020. בעת כתיבת שורות אלה, מרץ 2022, ישראל כבר סופרת חמישה גלים של מגפה עם מיליוני נדבקים וכ-10,500 מתים. בינואר 2021, החלו לחסן בישראל את התושבים כנגד נגיף הקורונה. במהלך קיץ 2021, החלו בישראל לחסן תושבים במנות חיסון שלישית (בוסטר) ובינואר 2022 במנה רביעית (בוסטר שני). אין ספק שהחיסונים גרמו לירידה משמעותית בתמותה וחזרה לחיים די שגרתיים בצל המגפה. הכלכלה הישראלית הגיבה מהר לחזרה לשגרה עם צמיחה גבוהה בתוצר לנפש וירידה בשיעורי האבטלה.

החלק השביעי והאחרון לאוסף זה כולל שישה סיפורים המתמקדים בהשפעות הכלכליות של מגפת הקורונה. הראשון הוא סיפורה של השפעת המגפה על גביית המסים בישראל. השני משתמש במודל כלכלי של מידע לא סימטרי כדי להסביר כיצד ניתן לשכנע אנשים להתחסן. הסיפור השלישי מתמקד במענקי ממשלת ארה"ב לחברות המפתחות את חיסוני הקורונה. המעשיה הרביעית מביאה את סיפורן של רשתות בתי המלון מאריוט והילטון, והסיפור החמישי עוסק בהשפעת הקורונה על שכר העובדים בחברות הציבוריות בארה"ב. הסיפור האחרון עוסק בבעיית המחסור בתשתיות בישראל, בעיה שהפכה אקוטית עקב העלייה במחירי הדיור במהלך הקורונה.

מהו ה"נטל" ומי נושא בו?

(אלי אמיר, פורסם 11.2.2021)

כולם מדברים על אי השוויון בחלוקת ההכנסות אך פחות על אי השוויון בחלוקת הנטל הכלכלי. במקום לדבר על הנטל במונחים של שירות בצבא, כדאי לעבור לדיון על הנטל במונחי מסים.

בהתאם לפרסומי האוצר מינואר 2021, במהלך שנת 2020 גבתה המדינה 318.2 מיליארד שח מסים. מתוך סכום זה, 167.2 מיליארד שח הם מסים ישירים, 137.3 מיליארד שח הם מסים עקיפים, והשאר אגרות והעברות מהמוסד לביטוח לאומי. מס ישיר הוא מס המוטל על ההכנסה של הנישום ממקורות שונים: מס הכנסה משכר המוטל על שכירים, מס הכנסה המוטל על עצמאים וחברות וכן מס על הכנסות משוק ההון, והכנסות ממקרקעין, ובניכוי החזרי מס. מס עקיף הוא מס המוטל על צריכה. מסים עקיפים כוללים מס ערך מוסף (מע"מ), מס קניה יבוא, ובלו על הדלק.

בשנת 2020, גבתה המדינה מס הכנסה בסך 106.6 מיליארד שח משכירים (עליה של 3.6% ביחס לשנת 2019 בה נגבו 102.9 מיליארד שח), ו-68.1 מיליארד שח נגבו כמס הכנסה מעצמאים וחברות (ירידה של 4.7% ביחס לשנת 2019 בה נגבו 71.5 מיליארד שח). כלומר, השכירים בישראל שילמו יותר מיסים בשנת 2020 מאשר בשנת 2019 בעוד עצמאים וחברות שילמו פחות מס הכנסה.

מה קרה למסים העקיפים? בשנת 2020, גבתה המדינה מע"מ בסך 98.8 מיליארד שח, ירידה של 2% ביחס לשנת 2019, בה נגבה מע"מ בסך 100.8 מיליארד שח. הבלו על הדלק ירד מ-19.0 מיליארד שח בשנת 2019 לסך של 16.5 מיליארד שח בשנת 2020, כנראה עקב ירידת מחירי הדלק והסגרים על הכבישים. מיסי קניה על יבוא נשארו בערך באותה רמה.

2019	2020	שיעור השינוי באחוזים	מיליארדי שח הכנסות המדינה
71.5	68.1		מס הכנסה מעצמאים וחברות
102.9	106.6		ניכויים במקור משכירים
(5.9)	(7.5)		שוק ההון ומקרקעין בניכוי החזרים
168.5	167.2	-0.8%	
100.8	98.8		מס ערך מוסף
19.0	16.5		בלו דלק
22.2	22.0		מס קניה יבוא ואחרים
142.0	137.3	-3.3%	מסים עקיפים (מע"מ)

הנתונים לעיל מעלים מספר שאלות. ראשית, כיצד זה שלא חלה ירידה בגביית מס הכנסה? הרי שנת 2020 הייתה מלאה בדיווחים על קשיים כלכליים, סגירת עסקים ופשיטות רגל. התשובה פשוטה: אלה שלא שילמו

מס הכנסה בשנת 2019 גם לא שילמו מס הכנסה בשנת 2020. כדי לשלם את השקל הראשון כמס הכנסה, על עובד להרוויח כ-6,000 שח לחודש (עקב זיכויים ופטורים). 55% מתושבי המדינה כלל לא משלמים מס הכנסה. אז אם מרבית העובדים שפוטרו או הוצאו לחל"ת ממילא לא הגיעו לסף המס, די ברור מדוע לא חלה ירידה בגביית מס הכנסה.

נתון מעניין נוסף הוא שמרבית העצמאים כלל לא פנו לבקשת עזרה, על אף תכניות עזרה והקצאת כספים משמעותית על ידי הממשלה. באמצע 2020, הממשלה הציעה פיצוי לבעלי עסקים במידה ויצגו ירידה ש 60% במחזור העסקים. כדי להציג ירידה במחזור העסקים של שנת 2020, יש תחילה לדווח על הכנסות בשנת 2019. אך אם עסקים רבים לא דווחו על הכנסה גבוהה בשנת 2019, הכיזד יוכלו להראות ירידה במחזור בשנת 2020? הממשלה הבינה את הנקודה, ובמהלך החודשים נובמבר-דצמבר 2020, הציעה פיצוי לעסקים שחוו ירידה במחזור בשיעור 25%. גם כאן מספר הפניות היה נמוך מהצפוי.

נתון מעניין נוסף, נוגע למחאת העצמאים. זעקתם התמקדה בעיקר בצד ההוצאות: תשלומי הארנונה, החשמל, שכר דירה. לא זכור לי ששמעתי מהם תלונות על מס הכנסה. זה די הגיוני. קשה מאד להתחמק מתשלומי ארנונה, חשמל, ושכר דירה. התחמקות מאלה תביא לניתוק החשמל והמים ופינוי מהנכס. וממילא מרבית העצמאים נמצאים בשיעור מס נמוך.

נעבור למיסים העקיפים. עקב משבר הקורונה, היינו מצפים לראות ירידה דרסטית בגביית המע"מ כי הרי הצריכה אמורה לרדת עקב משבר הקורונה. אך לא כך קרה. צריכת המזון לא ירדה (על פירות וירקות אין מע"מ ממילא). רכישת מוצרי מותרות לא נפגעה במידה משמעותית. אז כנראה שהירידה המתונה בגביית מע"מ התמקדה בענפי הבידור ותיירות הפנים.

מי משלם את המסים האלה? בהתאם לדוח מנהל הכנסות המדינה (המבוסס על נתונים מלפני מספר שנים), העשירון העליון לבדו משלם 57% מהמסים הישירים ואילו שלושת העשירונים העליונים משלמים כ-90% מהמסים הישירים. התפלגות גביית המע"מ והמסים העקיפים אחידה יותר. העשירון העליון משלם כ-17% מהמסים העקיפים ואילו שלושת העשירונים העליונים משלמים יחד כ-42% מהמסים העקיפים. בסך הכל, די ברור שהאלוהים הנקראת מדינת ישראל נישאת על ידי שלושת העשירונים העליונים. דמו לעצמכם את העשירון השמיני והתשיעי מאחורי האלוהים ואילו העשירון העליון לבדו מקדימה, כאשר שבעת העשירונים התחתונים אינם מתחת לאלוהים.

נתוני מנהל הכנסות המדינה מצביעים גם על כך שכ 60% מהמסים הישירים נגבים מתושבי תל אביב והמרכז, כ-20% מתושבי חיפה וירושלים ועוד 20% משאר המדינה. בבחירות האחרונות שנערכו התברר שמרבית תושבי תל אביב הצביעו למפלגות מרכז-שמאל. גם די מקובל להניח שהעשירונים העליונים נוטים יותר להצביע למרכז-שמאל ואילו העשירונים התחתונים נוטים יותר להצביע למפלגות ימין/חרדים. האירוניה היא שכאשר הממשלה תחליט לחלק כסף לשבעת העשירונים התחתונים יהיו אלה במידה רבה תושבי תל אביב מצביעי מרכז-שמאל שמחלקים כסף לתושבי הפריפריה מצביעי ימין/חרדים.

תפקיד המדינה הוא להשתמש בכספי המסים בצורה הגיונית לטובת האזרחים. על המדינה לבנות ולממן מערכות בריאות, חינוך, תשתיות, בטחון, ורווחה. יתכן גם שהמדינה מעוניינת לעודד ילודה. ניתן לעודד ילודה על ידי מתן נקודות זיכוי ממס, או חלוקת קצבאות לכל ילד. מתן נקודות זיכוי ממס הוא תמריץ המעודד עבודה. מתן קצבאות קבועות הוא תמריץ אנטי-עבודה. אבל אם שבעה עשירונים לא מגיעים לסף מס

ההכנסה, אין טעם לתת להם זיכוי ממס. פתרון אחר הוא מס הכנסה שלילי - אדם שמשתכר סכום מסוים יזכה להשלמת שכר מהמדינה. אבל לחלק כסף בכל חודש לאנשים צעירים שאינם עובדים אינו פתרון כלכלי ראוי. אני לא מכיר מדינה אחת, מלבד ישראל, שמתמרצת צעירים בגיל העבודה לא לעבוד על ידי מתן קצבאות.

בדרך כלל, השיח הציבורי על אי השוויון בנוטל מתמקד בשירות הצבאי, כאשר ה"נטל" הוא השירות בצבא. אבל הנטל העיקרי הוא הנטל הכלכלי. במידה רבה, העשירון העליון, ובמידה פחותה יותר העשירונים השמיני והתשיעי, נושאים את המדינה על כתפיהם, לא בגלל שהם הולכים לצבא לשירות בן 33 חודשים אלא בגלל שהם הולכים לעבוד 50 שנה כדי לפרנס את המשפחה שלהם ולשלם מסים כדי שאחרים יוכלו ליהנות ממערכות בריאות, חינוך, ביטחון, וגם קצבאות. לדעתי, הגיע הזמן למקד את השיח הציבורי בנוטל הכלכלי המוטל בצורה לא שוויונית.

כאשר המדינה מחלקת קצבאות לפי מספר ילדים או לאברכים או למוסדות לימוד ללא לימודי ליבה, היא גורמת לנזק ישיר ונזק עקיף. הנזק הישיר, שלדעתי הוא הנמוך יותר, הוא בחוסר העידוד לעבודה ובכך שרבים נדונים לחיי עוני. הנזק העקיף, הגדול הרבה יותר, הוא בכך שמשלמי המסים, נושאי האלונקה, מאבדים את המוטיבציה ליזום, לצמוח, להשקיע, לתרום לשכבות החלשות, וגם את האמפטיה. חלקם אף מאבדים את הרצון לחיות בישראל. הנזק הכלכלי הנובע מכך גבוה עשרות מונים.

הקשר בין מכונית משומשת לחיסון קורונה: כשלצדדים למו"מ יש מידע שונה?

(אלי אמיר, פורסם 2.9.2021)

כשרק לאחד הצדדים לעסקה יש מידע מסוים, נוצרות בעיות כלכליות, חברתיות ובריאותיות. בעיית המידע הלא-סימטרי קיימת גם בשוקי ההון: לחברה נסחרת מידע רב על עצמה, ואילו למשקיע יש מידע מועט, והמסחר במניה עלול להיפגע. איך תפעל חברה שרוצה להנפיק ואיך הדבר קשור לקורונה?

נניח שאתם רוצים לרכוש מכונית משומשת אך המוכר לא מסכים לבצע בדיקה למכונית? מה תעשה חברת ביטוח אם לקוח המבקש לקנות ביטוח חיים יסרב למלא שאלון רפואי? פרופ' ג'ורג' אקרלוף (חתן פרס נובל לכלכלה) התעסק בנייתוח בעיות בסגנון הבא: במגרש מכוניות עומדות להן 150 מכוניות הנראות זהות למתבונן. אבל בעל המגרש יודע ש-50 מכוניות הן "זבל", 50 מכוניות הן "סבירות", ושאר 50 המכוניות הן "מצוינות". שווי המכירה של מכונית "מצוינת" הוא 100,000 שח, של מכונית "סבירה" הוא 50,000 שח והשווי של מכונית "זבל" רק 30,000 שח. נכנס לו קונה למגרש כשהוא אינו יכול לקבוע את סוג המכונית. הקונה בוחר מכונית ואומר לבעל המגרש: אני מוכן לרכוש את המכונית ב-60,000 שח, שזה המחיר הממוצע (50,000 ועוד 100,000) ועוד 30,000 (חלקי שלוש). אבל בעל המגרש יודע שאף קונה לא יסכים לשלם יותר מ-60,000 שח אז הוא מעיף את כל המכוניות המצוינות מהמגרש, כי הרי הן שוות 100,000 שח. אבל גם הקונה יודע שבעל המגרש יודע, ולכן הקונה מציע רק 40,000 שח, שזה הממוצע בין מכונית "סבירה" למכונית "זבל". אבל בעל המגרש יודע שהקונה יודע וכו', ומעיף גם את המכוניות הסבירות מהמגרש. אבל הקונה יודע שבעל המגרש יודע וכו' ונותן הצעה של 30,000 שח. הבעיה הזאת נקראת *The Market for Lemons* (לימון הוא כינוי למכונית זבל).

הדוגמא ממחישה את ההשפעה של היעדר מידע על מו"מ בין שני צדדים בעלי מידע לא-סימטרי. בעל המגרש יודע את סוג המכונית ואילו הקונה אינו יודע. ולכן הקונה חייב להניח שכל המכוניות במגרש הן "זבל" ולהציע מחיר בהתאם. הייתי יכול לספר את הסיפור בצורות שונות. למשל, חברת הייטק מעוניינת לשכור מהנדס אלקטרוניקה. לראיון מתייצבים 9 מועמדים הנראים זהים למתבונן מבחוץ. אבל ידוע ששלושה הם/ן מצוינים וזכאים לשכר גבוה, שלושה הם/ן בינוניים וזכאים לשכר בינוני ושלושה הם/ן חלשים וזכאים לשכר נמוך יחסית. גם כאן יש בעיית מידע לא-סימטרי כאשר הקטין המועמדים יודעים את איכותם ואילו החברה יודעת עליהם הרבה פחות. דומה הדבר לחברת ביטוח המוכרת פוליסות ביטוח חיים ואיננה יודעת דבר על מחלות הרקע של המבוטחים.

להקטין את אי-הסימטריה במידע

כיצד ניתן להתגבר על בעיית המידע הלא-סימטרי? התשובה פשוטה - באמצעות הקטנת האי-סימטריה של המידע. בעל מגרש המכוניות יציע לקונה לקחת את המכונית לבדיקה על ידי גורם עצמאי בלתי תלוי. בהינתן תוצאות הבדיקה, יקבע מחיר המכונית בהתאם לטיבה. זאת הסיבה שמגרשי מכוניות משומשות מראים לקונים טופס בדיקה, כדי להקטין את בעיית המידע הלא-סימטרי וליצור תנאים הוגנים יותר למסחר. וכיצד תקבע חברת ההיטק את איכות המועמדים למשרה הנחשקת? החברה יכולה לבקש מכל מועמד להציג

תעודת תואר ראשון ממוסד אקדמי. ככל שהמוסד האקדמי מדורג גבוה יותר, כך גם הסיכוי שהמועמד הוא טוב יותר. את הבעיה הזאת, הנקראת Job Market Signaling ניתח פרופסור מייקל ספנס (גם הוא חתן פרס נובל לכלכלה). הוא טען שעצם הקבלה למוסד מוביל (ניח סטנפורד או קולומביה) הוא הסיגנל החשוב, כי הרי תוכנית הלימודים נראית דומה בכל המוסדות. ניתן גם להכניס את המועמדים לחדר ולשאול אותם חידות מתמטיות קשות. ככל שהמועמד מתמודד טוב יותר עם החידה, כך סביר יותר שהוא באיכות גבוהה יותר. ומה תעשה חברת הביטוח? תבקש מהמבוטח למלא שאלון אישי ומכיוון שלא ניתן להבטיח תשובות אמת, היא פשוט תגבה פרמיה גבוהה יותר כפיצוי על מידע לא סימטרי.

מנגנוני הגנה וחסיון נגד קורונה

בעיית המידע הלא-סימטרי קיימת גם בשוקי ההון. לחברה הנסחרת בבורסה מידע רב על עצמה, על רוחיותה ועילותה הכלכלית. למשקיע במניות מידע מועט יחסית. במצבים כאלה סביר שלא יתקיים מסחר ער במניות כי המשקיע לא יהיה מוכן לשלם מחיר גבוה תמורת המניה כי הוא יניח שמדובר במניית זבל. אז מה תעשה החברה שברצונה להנפיק מניות בבורסה? נסביר באמצעות דוגמא נוספת.

בשוק קיימות 10 חברות המעוניינות להנפיק מניות. נניח לרגע שאין שום חוק המחייב חברה לפרסם מידע. למשקיעים מידע מוגבל על החברות ולכן יציעו מחיר המשקף את ממוצע הערך של החברות. אבל אז החברה שרואה בעצמה את החברה הטובה ביותר תפרסם באופן וולונטרי מידע כספי אמין המצביע על איכותה הגבוהה וכדי להבדיל עצמה משאר החברות. מיד לאחריה, החברה השניה בטיבה תפרסם מידע אמין כדי להבדיל את עצמה משאר שמונות החברות. וכך הלאה וכך הלאה, עד שכל החברות למעט הגרועה ביותר יפרסמו מידע. זאת הסיבה, דרך אגב, שחברות רבות בארה"ב פרסמו מידע פיננסי אמין הרבה לפני חקיקת חוקי ניירות ערך בארה"ב בשנות ה-30 של המאה ה-20. ואיך נודא שהמידע אמין? בשביל זה נוצרו ארבעה מנגנוני הגנה: רואה חשבון, הנותן חוות דעת על הדוחות הכספיים, רשות ניירות ערך, המפרסמת כללי דיווח ומספקת אכיפה מנהלית, מערכת החוק והמשפט, החוקרת ומענישה על עבירות ניירות ערך, והשוק עצמו, המגיב בצורה מלכת שלילית על פרסום מידע לא אמין. ולכן, טיבו של שוק הון, איכות החברות הנסחרות בו, והיקף המסחר בו כטיבם של מנגנוני ההגנה והאכיפה.

וכיצד כל זה קשור לחיסונים נגד קורונה ולקיומם של סרבני חיסון? ברור לי שאנשים לא מתחסנים מסיבות שונות: האחד מפחד, לשני אין זמן, אבל אחת הסיבות העיקריות, לדעתי, להימנעות מחיסון נעוצה בבעיית המידע הלא-סימטרי. יוצא לי לדבר עם קולגות שבחרו לא להתחסן. את אחד מהם שאלתי לאחרונה: היית באפריקה? כן, הוא עונה. אז התחסנת כנגד הפטיטיס A, טיפוס הבטן, דלקת כבד, קדחת צהובה, חצבת וסטנוס? כן, הוא עונה. אבל כל אחד מהחיסונים האלה כנראה מסוכן יותר מחיסון הקורונה, אני טוען? יכול להיות, הוא עונה, אבל אילו חיסונים ותיקים ויש עליהם מידע רב. כלומר, הבעיה נעוצה במידע. אז אני מציע שהממשלה תפרסם בכל יום מידע חשוב לכל הציבור. כמובן שהמידע חייב להיות אמין. כלומר יש להתמקד בנפטרים שאין מחלוקת על מצבם. תמונה של כל נפטר עם שמו, גילו, מקום מגוריו, **והאם היה מחוסן**, ובכמה מנות תעשה פלאים להגברת החיסון. קיימות שמועות שמידע רב נמצא בידי גורמי הבריאות והוא אינו מפורסם לציבור. שמועות גם טוענות שמידע רב מוצא עצמו למאמרים אקדמיים בכתבי עת רפואיים כאשר על המאמרים חתומים גורמי בריאות בכירים. שמועות אלה מתדלקות את ההתנגדות לחיסון. אילו הציבור היה מקבל מידע אמין על בסיס יומי, הציבור היה מבין שהסיכוי למות מקורונה גבוה הרבה יותר ללא חיסון, ומספר סרבני החיסון היה יורד. ואם, לעומת זאת, הממשלה תבחר שלא לפרסם את המידע לציבור, אז כנראה רבים ימשיכו להאמין שמדובר בחיסון מסוג "זבל".

מי מרוויח מאופציות לחיסוני קורונה?

(דן וייס, פורסם 30.12.2020)

חברת Moderna, שמוניתיה נסחרת ב-NASDAQ (Nasdaq: MRNA) הינה חברת ביוטכנולוגיה חלוצה בתחום חיסונים. החברה הודיעה על הסכם אספקה מורחב עם משרד הבריאות בישראל ל-4 מיליון מנות של חיסונים נוספים. ממשלת ישראל הבטיחה 6 מיליון מנות של חיסונים לאזרחי ישראל. הסכם זה תומך במאמצים המתמשכים להשגת גישה מוקדמת לחיסוני COVID-19 עבור תושבי ישראל.

כיצד מודרנה מדווחת על התחייבויות רכישה של חיסונים שטרם יוצרו? ההתחייבויות הראשונה של ממשלת ישראל הייתה לרכישת חיסונים שהיו בתהליך פיתוח מדעי, ותהליך האישור שלהם טרם הושלם. על פי כללי החשבונאות, חברות מכירות בהכנסה עם מסירת מוצר לידי הלקוח בצרוף חשבונית. קבלת הזמנה מלקוח אינה מהווה אירוע בר דוח חשבונאי וסכום הזמנות מלקוחות אינו מדווח בדוחות כספיים. מעט חברות נוהגות לדווח על צבר הזמנות בדו"ח הדירקטוריון (אף אם ההזמנות מהוות הסכם מחייב עם הלקוח), אך נתון זה אינו מבוקר על ידי רואי החשבון.

עד חודש ספטמבר מודרנה טרם קיבלה אשור למכירת מוצריה ואף חיסון לא סופק ללקוחות. בכל זאת, מודרנה מדווחת בדוחות הכספיים לרבעון השלישי על הכנסות בסך 233 מיליוני דולרים בתשעת החודשים השנה. מהיכן ההכנסות? מעניין להבין את מקור ההכנסות הללו וגם את המדיניות החשבונאית העומדת בבסיס ההכרה בהכנסה במודרנה.

הממשלה האמריקנית התגיסה בתחילת המשבר לממן פתוח מואץ של חיסונים. כפי שפורסם לאחרונה ב-Health News, הממשל האמריקני לקח על עצמו סיכונים משמעותיים והתחייב לשלם כ-9 מיליארד דולר עבור פתוח וייצור של חיסונים נגד קורונה. הממשל שיתף פעולה עם מספר חברות: Moderna, Pfizer, Johnson & Johnson, Novavax, and AstraZeneca והגיע איתם להסכמים על תמיכות שונות בתהליכי הפתוח וגם על הקף רכישת חיסונים מובטח בעתיד.

כוונת הממשל האמריקני הייתה ליזום ולממן את פיתוח חיסוני הקורונה עבור אזרחי ארצות הברית. הממשל יזם תהליך פיתוח תחרותי שכלל חמש חברות. בתחילת המגפה, היה ברור כי רק חלק מהחברות יצליחו להשלים את פיתוח החיסון ועד היום רק שתי חברות, מודרנה ופיזר, אכן עמדו במשימה בהצלחה וקיבלו את אישורי ה-FDA לחיסון שפיתחו. במרבית החברות נדרש כל אדם לקבל שתי מנות חיסון כדי להיות מחוסן. רק חלק מהחברות עומדות בהצלחה במשימת פתוח החיסון. מעניין לראות כי רב החברות העדיפו לבצע פרויקט פתוח חיסונים במימון הממשל, אך Pfizer לקחה את כל סיכון הפיתוח על עצמה תוך קבלת הבטחה למחיר רכישה גבוה למנות חיסון בעתיד. ההימור של פיזר הצליח. לאחר אישור ה-FDA, הממשל כבר ניצל אופציה לרכישת 400 מיליון חיסונים שהייתה לו על פי הסכם הפיתוח, והתחייב לרכוש סה"כ 500 מיליון חיסונים מהחברה במחיר 19.5 דולר למנות חיסון. עולה כי לקיחת הסיכון השתלמה - פיזר היא המרוויחה הגדולה בתחרות פתוח חיסוני הקורונה שיזם הממשל האמריקני.

התחייבויות הממשל האמריקני לפיתוח חיסוני קורונה

חברה	מענק פיתוח מיליארד \$	הקף הזמנת חיסונים מובטחת	תשלום נוסף לייצור ההזמנה מיליארד \$	סה"כ תשלום לכל מנת חיסון
Moderna	1\$	100 מיליון	1.5\$	15\$ למנה
Pfizer	0	100 מיליון	1.95\$	19.5\$
Johnson & Johnson	0.5\$	100 מיליון	1.0\$	10\$
Novavax	1.6\$	100 מיליון	0	-
AstraZeneca	1.2\$	300 מיליון	0	4\$ (מעל 300 מיליון מנות)
סה"כ	4.3\$		4.5\$	

מקור: Health News

נחזור למודרנה, ללא ספק המנצחת השנייה בתחרות פתוח חיסונים לקורונה. מאחר שחיסונים לא אושרו ולא סופקו עד סוף ספטמבר, החברה לא הכירה בתשעת החודשים שהסתיימו ב-30 בספטמבר 2020 בהכנסות כלשהן הקשורות להסכם האספקה עם רשויות הממשל האמריקני. הכנסות אלה צפויות להיות מוכרות במהלך שנת 2021.

כמו כן, עוד בטרם היה ברור אם פרויקט פיתוח החיסונים יצליח, וכאשר הייתה אי ודאות אם יתקבל אשור FDA לחיסונים, מכרה מודרנה אופציות לממשלות זרות לקבלת חיסונים בעתיד, אם הפיתוח יוכתר בהצלחה. ואופציה היא אופציה. הממשלה הזרה משתתפת בסיכון הפיתוח ומקבלת זכות קדימה לקבלת חיסונים אם הפיתוח יוכתר בהצלחה, אך מאבדת את כספה אם הפיתוח יכשל. מודרנה מכרה למדינות זרות אופציות והיא מדווחת על "פיקדונות של לקוחות בגין אספקות פוטנציאליות של חיסונים", אך טרם הכירה בהכנסות אלה בדו"ח רווח והפסד. החברה ראתה לפחות שני תנאים להשלמת העסקה (ע"פ ASC 606, אשור רגולטורי ואספקת החיסונים בפועל) ולכן אימצה מדיניות חשבונאית שמרנית של הימנעות מהכרה בהכנסות הקשורות להסכמי האספקה הבינלאומיים, אך דיווחה על הכנסות נדחות המהוות התחייבות. עיתוי קבלת אישור השיווק, ייצור המוצר ואספקתו יקבעו את תקופת הכרת ההכנסות. נכון ליום 30 בספטמבר 2020, היו למודרנה הכנסות נדחות של 1.4 מיליארד דולר. לפי פרסומי החברה גם ממשלת ישראל תרמה להכנסות נדחות אלה, אך לא פורסם סכום העסקה.

בינתיים, החברה הכירה בהכנסות בסך 233 מיליוני דולרים בתשעת החודשים ינואר עד ספטמבר השנה. להכנסות הללו יש שני מקורות. מקור אחד הינו מענקים ותמיכות בסך 188 מיליוני דולר שהתקבלו בתשעת החודשים הראשונים של 2020 מרשויות הממשל האמריקני בעקב כדי להקים תשתיות ייצור לחיסונים. מענקים אלה הוכרו כהכנסה כי לא היו מותנים בהצלחת הפיתוח. כלומר, הממשל האמריקני תמך ביד אחת בפרויקט הפיתוח וביד שנייה בהקמת תשתיות ייצור לחיסונים. תמיכה זו אפשרה למודרנה מעבר חד ומהיר מפיתוח לייצור ואף הכנת מלאי חיסונים תוך כדי תהליך האישור הרגולטורי. המקור השני הינו סך של 45 מיליוני דולר שנתקבלו בגין עסקאות משותפות עם אסטר-זנקה ומרק שנחתמו לפני עידן הקורונה לגבי פרויקטים אחרים של פתוח. עסקאות אלה הינן זניחות ביחס לחיסוני הקורונה.

מצד אחד, דו"ח רווח והפסד של מודרנה אינו מספק רמז על ההכנסות או הרווחיות העתידיים של החברה כאשר יתחילו לספק חיסונים כי טרם נכללו בו הכנסות ממכירת חיסונים או הוצאות ייצורם. מצד שני, מודרנה

מספקת למשקיעים מידע וולונטארי בעל ערך רב לגבי ההסכמים שחתמה. למשל, החברה דיווחה כי הממשל האמריקני בראשות הנשיא טראמפ התחייב לרכוש עוד 100 מיליון חיסונים וכי מדינות אירופה, יפן, קנדה ומדינות נוספות צפויות לרכוש כ-250 מיליון חיסונים. ע"פ רכישות אלה הכנסות החברה בשנת 2021 צפויות להיות מעל 7 מיליארד דולר. החברה אף דיווחה כי הסכמים עם ממשלות זרות לרכישת חיסונים נעשו תמורת 32 עד 37 דולר לחיסון. למרות אי הודאות הגבוהה שעדיין קימת, ובהנחת רווחיות גולמית בסדר גודל של 60% עד 70%, בפרט כאשר עלויות הקמת תשתיות מומנו באמצעות תמיכת הממשל האמריקני, תחשיב "אצבע" מצביע על רווח שנתי בשנת 2021 בתחום של כ-3 עד 4 מיליארד דולר. שווי שוק של מודרנה עומד על כ-48 מיליארד דולר והמכפיל הרווח הנגזר לשנת 2021 עומד על 12 עד 16. מכפיל רווח מקובל לכל הדעות בשוק ההון הנוכחי.

נשארה נקודה ישראלית. מודרנה דיווחה כי ישראל רכשה אופציה לרכישת חיסונים, כמו גם קנדה, שוויץ, קטאר ומדינות נוספות. דיווחים לא מאושרים מציינים כי התשלום שסוכם עם ישראל הינו בסביבות 30 דולר לחיסון. במבחן התוצאה, ישראל רוכשת חיסונים לאחר שהפיתוח הושלם בהצלחה תמורת 30 דולר לחיסון בזמן שהממשל האמריקני רוכש תמורת כ-20 דולר למנת חיסון אחרי שהשקיע מיליארדים במימון הפיתוח ותשתיות הייצור במודרנה ומיליארדים נוספים בחברות אחרות שטרם הצליחו להשלים את פיתוח החיסונים. המחיר נראה כדאי לאור המשמעות הכלכלית של החזרה מהירה של הכלכלה הישראלית לפסי עבודה נורמליים אחרי שתושבי ישראל יחוסנו.

מאריוט מול הילטון – איך מתמודדים עם משבר הקורונה? (דן וייס, פורסם 25.2.2021)

רשת מאריוט הפעילה אסטרטגיית הורדת עלויות אפקטיבית יותר מרשת הילטון במשבר הקורונה. לגישה זו יש מחיר כבד לאורך זמן.

כל מנהל יודע כי קשה להוריד עלויות כאשר יש ירידה בביקוש למוצרי החברה. מנהלים מנסים להימנע מפיטורי עובדים, לא רק בגלל שפיטורי עובדים עלול להביא לאבטלה ולהרס משפחותיהם. בזמנים רגילים, כאשר אין מגפה, תהליך פיטורי עובדים מתפרש כעדות לחוסר יעילות ולבעיות ניהול בארגון. לכן, בארגונים רבים, נעשה מאמץ גדול להימנע מפיטורי עובדים.

תהליכי הורדת עלויות אמורים להשתקף בדוחות כספיים לטובת המשקיעים וקוראי הדוחות. המודל המסורתי של סוגי עלויות בחשבונאות התבסס במשך שנים על הוצאות קבועות ומשתנות. הוצאות קבועות אינן תלויות בהיקף התפוקה או המכירות בארגון. למשל, שכר מנכ"ל או הוצאות שכירות. לעומת זאת, הוצאות משתנות תלויות בהיקף התפוקה והמכירות. לדוגמה, עלויות שימוש בחומרי גלם עולות כאשר התפוקה עולה ולהפך. אם עלות יצור יחידת מוצר הינה 2 ש"ח, אזי ההוצאות יגדלו ב-200 ש"ח כאשר יש גידול של 100 יחידות נמכרות או יקטנו ב-200 ש"ח כאשר יש ירידה של 100 יחידות נמכרות. כלומר, החשבונאות הניחה כי הוצאות מתנהגות בצורה סימטרית. בבסיס חלוקה זו להוצאות קבועות ומשתנות עומד מודל לינארי של הוצאות.

חברות השתמשו במודל ההוצאות הלינארי במשך שנים, עד שמחקר אקדמי הראה כי במציאות, להבדיל מהתאוריה, ההוצאות אינן מתנהגות באופן סימטרי. בשנת 2003 פרסמו הפרופסורים רג'יב בנקר ומרק אנדרסון מחקר מקיף על נתוני כעשרת אלפים חברות ציבוריות שמוניתיהן נסחרות בבורסות בארצות הברית ומצאו כי הגדלת הוצאות בתקופת פרוספריטי שונה מהורדת הוצאות בתקופת שפל. אין סימטריה. לראות זאת, נחשוב על חברה שבה ההוצאות גדלות ב-80 ש"ח כאשר המכירות עולות ב-100 ש"ח, אך יורדות רק ב-50 ש"ח כאשר המכירות נופלות ב-100 ש"ח. כלומר, חברות נוטות להגדיל הוצאות בשיעור גדול יותר כאשר המכירות גדלות, מאשר שיעור הירידה בהוצאות כאשר המכירות יורדות באותו הקף. בנקר ואנדרסון קראו לכך הוצאות דביקות - ההוצאות בארגונים עולות מהר בתקופות גאות ואז נדבקות וקשות לקצוץ בתקופות שפל. במציאות, ההוצאות לא מתנהגות באופן סימטרי, שונה מאד מההנחה בחשבונאות הקלאסית. למנהלים הנמנעים מהורדת עלויות כאשר ההכנסות נופלות יש הסבר לכך. אם השפל במכירות זמני והמכירות צפויות לגדול בעתיד הקרוב, אזי כדאי לחברה להימנע מפיטורי עובדים בתגובה לירידת מכירות. לפיטורי עובדים יש עלות גבוהה והחברה תישא בעלויות הדרכה והכשרת עובדים חדשים שגיוסו כאשר המכירות יחזרו לצמוח. כאשר ירדת המכירות זמנית אזי אין הצדקה כלכלית לפיטורי עובדים ושמירת העובדים מהווה אינטרס של בעלי המניות.

קוראי דוחות כספיים יכולים להבחין בהוצאות דביקות בחברות שלא מתאימות את הקף ההוצאות למכירות יורדות. משבר הקורונה מאפשר לנו להשוות בין שתי חברות מובילות בתעשיית המלונאות שספגו ירידת ביקוש דרסטית - מאריוט והילטון. מגפת הקורונה גרמה לנפילה דרסטית במכירות שתי החברות ברבעון השני בשנת 2020: המכירות במאריוט נפלו ב-72% ביחס לרבעון המקביל בשנה קודמת והמכירות בהילטון נפלו ב-77% בהתאמה. נפילת המכירות במאריוט קטנה בפער משמעותי של 5% בהשוואה לנפילת המכירות בהילטון.

הורדת הוצאות בתגובה לנפילה כל כך משמעותית של מכירות אינה משימה קלה. עם פרוץ המגפה, מאריוט הצליחה להוריד את הוצאותיה התפעוליות ב-67% בהשוואה לרבעון המקביל בשנה קודמת, בעוד הילטון הצליחה להוריד את הוצאותיה רק ב-57% בהתאמה. בולט כי שתי החברות הפגינו יכולת שונה להתאים את הוצאותיהן בתגובה לנפילת המכירות הדרסטית. קל לראות כי שתי החברות הורידו את ההוצאות שלהן בתגובה לנפילת ההכנסות, אך התאמת ההוצאות של מאריוט הייתה גדולה ומשמעותית בהרבה מזו של הילטון. נראה כי ההוצאות של הילטון דביקות יותר מאלה של מאריוט והילטון התקשתה להקטין את רמת ההוצאות לירידה בביקושים לשירותי אירוח במלונות בשל מגפת הקורונה. במצטבר, המגפה פגעה בהכנסות מאריוט פחות מאשר בהכנסות הילטון, וגם מאריוט הצליחה להקטין את הוצאותיה בשיעור גבוה בהרבה מאשר הילטון. כתוצאה, ההפסד התפעולי של מאריוט ברבעון השני היה 11%-, כאשר ההפסד התפעולי של הילטון היה 54%-. ההפסד הרבעוני של מאריוט היה קטן מההפסד של הילטון. ההבדל בין שתי החברות נמשך לכל אורך המשבר, מעל ומעבר לרבעון הראשון של המגפה. הילטון דווחה על הפסדים משמעותיים בשנת 2020 אחרי שנים רבות של רווחים. מאריוט טרם פרסמה דוחות שנתיים, אך צפויה להגיע לפחות לאיזון תפעולי גם בשנת הקורונה. ברור כי מאריוט הצליחה להתמודד טוב יותר עם ירידת ביקוש דרמטית בעקבות מגפת הקורונה הן במישור ההכנסות והן במישור ההוצאות.

ירידה בהכנסות ובהוצאות ברבעון שני 2020 (מיליוני דולרים)

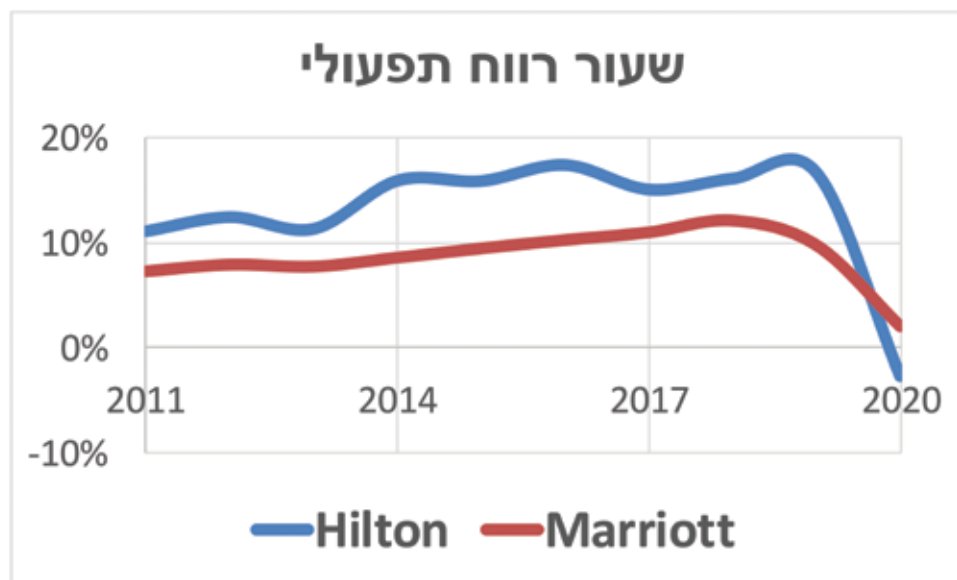
הילטון	מאריוט	
564	1,464	הכנסות רבעון 2 2020
2,484	5,305	הכנסות רבעון 2 2019
(-77%) -1,920	(-72%) -3,841	שינוי בהכנסות (%)
866	1,618	הוצאות רבעון 2 2020
2,006	4,896	הוצאות רבעון 2 2019
(-57%) -1,140	(-67%) -3,278	שינוי בהוצאות (%)
-302	-154	רווח תפעולי רבעון 2 2020
-54%	-11%	אחוז רווח תפעולי רבעון 2 2020

כיצד מאריוט מצליחה להתמודד עם ירידת ביקושים? רשת מאריוט מפעילה כ-1.4 מיליון חדרי מלון בעולם ורשת הילטון מפעילה קרוב ל-1 מיליון חדרי מלון. ראשית, הקף הנכסים המנוהלים בבעלות מלאה או בחכירה נמוך בשתי הרשתות. מאריוט הפסידה מניהול חדרי מלון בבעלות או בחכירה 18 מיליוני דולרים ברבעון השני 2020, והילטון הפסידה 50 מיליוני דולרים בהתאמה, בעקב כי מאריוט הצליחה לקצץ יותר עלויות מהילטון. שנית, שתי הרשתות בעקב מנהלות בתי מלון על בסיס הסכמי ניהול או באמצעות זכיינים וכאן נמצא הבדל משמעותי בין שתי הרשתות. במאריוט, כ-42% מחדרי המלון פועלים באמצעות חוזה ניהול,

כאשר בהילטון רק כ-25% מהחדרים פועלים באמצעות חוזי ניהול. מאריוט מדווחת כי חוזי הניהול שלה כוללים החזר הוצאות תפעוליות, שיתוף ברווחים ותמריצים כספיים לעידוד ביצועים טובים. ריבוי המלונות המנוהלים באמצעות חוזי ניהול ורכיב החזר הוצאות תפעוליות בחוזי הניהול של מאריוט גרם לשיתוף בעלי נכסי המלונות בנזקי המגפה בשיעור גבוה יותר מאשר בהילטון. שלישית, הברור מאליו - מאריוט הצליחה לחסוך יותר הוצאות מטה והנהלה מאשר הילטון ברבעון השני 2020. פערים אלה בין החברות נמשכים עד סוף 2020. ביחד, ההוצאות של מאריוט פחות דביקות מאשר של הילטון, ולכן הרווחיות התפעולית של מאריוט בתקופת המשבר גבוהה מזו בהילטון.

מחיר הגמישות

אלא, שלא ברור באיזה מידה היתרון של אסטרטגיית ההוצאות הגמישות (הפחות דביקות) במאריוט יבוא לידי ביטוי לאחר שיסתיים משבר הקורונה. ככל שמשבר הקורונה יהיו זמני, יתכן כי תהיה עלות גבוהה לגיוס עובדים בעתיד במקום אלה שפוטרו. בעבר, שיעורי הרווחיות התפעולית של הילטון היו גבוהים מאשר במאריוט לאורך כל העשור האחרון. לאסטרטגיה המאפשרת גמישות כאשר הביקוש נופל יש יתרון חד בעתות משבר עד כדי מניעת פשיטת רגל, אך יש לכך מחיר כלכלי ואין כאן FREE GOOD.



מגפת הקורונה הגדילה את אי השוויון בשכר בין מנכ"לים לעובדים

(דן וייס, פורסם 29.4.2021)

חברות ציבוריות בארה"ב חייבות לדווח יחס בין שכר מנכ"ל לשכר עובדים, יחס זה מאפשר ללמוד על שינויים ברמת אי השוויון בשכר.

סיום עונת פרסום הדוחות הכספיים השנתיים מאפשר ללמוד על השפעת מגפת הקורונה על שכר מנהלים ועובדים בחברות הציבוריות. האם השפיעה המגפה על תגמול המנהלים ושכר העובדים? כיצד השפיעה המגפה על רמת אי השוויון בשכר בין מנכ"לים לעובדים?

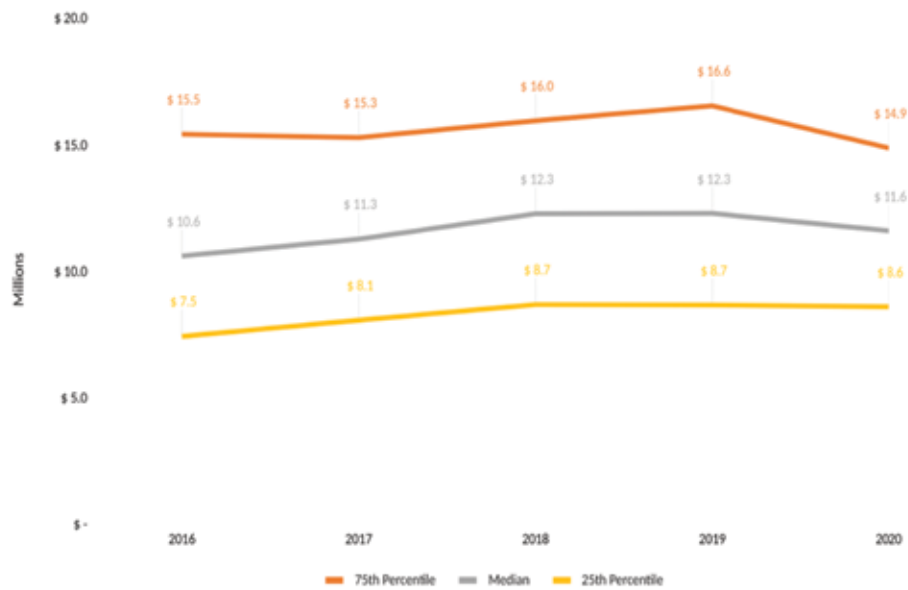
תוצאות מחקרים רבים מראות כי שכר המנכ"לים עלה בשוק האמריקני בשיעורים גבוהים במהלך שנים רבות לפני תקופת הקורונה, מעל ומעבר לעליית הביצועים בחברות. כמו כן, הקשר בין שכר מנהלים לביצועי חברות היה לא ברור עוד לפני פרוץ המגפה. במקרים רבים הסכמי התגמול עודדו מנהלים לקחת סיכונים רבים. תגמול המנהלים המדווח בדוחות הכספיים השנתיים מספק צוהר לדרך שבה חברות החליטו להתאים את שכר הבכירים למגפת הקורונה. דווח על הסכמי תגמול מאפשר ללמוד על האופן שבו חברות צופות את השפעת המגפה בשונה האחרונה על יעדים עתידיים.

מחקר של דן מרסק מ-Equilar שפורסם בפורום ממשל תאגידי של אוניברסיטת הרווארד הסתמך על דיווחים של חברות ציבוריות גדולות בארה"ב ובדק שינויים בשכר מנהלים בכירים. תוצאות מבדיקת דיווחי כ-500 חברות מצביעות על שינויים בשכר מנכ"לים - רובן הורידו את משכורת המנכ"לים, אך רק 33 ביצעו שינויים בתוכניות תמריצים ארוכות טווח המעניקות למנהלים בונוסים מבוססי ביצועים או תגמול הוני, ורק תשע הורידו את ערכי יעדי הביצועים הכמותיים של תוכניות התמריצים הללו. כמו כן, מעט חברות ביצעו שינויים במדיניות התגמול ארוכת הטווח שלהן.

מצד אחד, מנכ"לים רבים, בעקבות תעשיות שפעילותן נחלשה או כמעט פסקה ויתרו על חלק ממשכורתיהם או אף על כל משכורתיהם. מצד שני, משכורת מהווה בממוצע פחות מ-10% מסך חבילת שכר המנכ"לים בחברות הציבוריות בארצות הברית. רב שכר מנכ"לי החברות הגדולות מורכב מתגמול הוני, כלומר אופציות להמרה למניות, ומבונוסים במזומן כנגד עמידה ביעדי ביצועים. חלק השכר הכולל אופציות ובונוסים נותר בדרך כלל גבוה בשנת הקורונה.

מהנתונים עולה כי שכר מנכ"ל בשנת מגפת הקורונה ירד לראשונה מזה חמש שנים לפחות - ראו תרשים 1. בשנת 2020, השכר החציוני של מנכ"ל ירד ל-11.6 מיליון דולר. (כלומר, אם נסדר את רשימת המנכ"לים מהמנכ"ל עם השכר הנמוך ביותר לזה עם השכר הגבוה ביותר, אזי השכר של המנהל באמצע הרשימה היו 11.6 מיליון דולר). מאז 2016, השכר למנכ"לים ברשימת Equilar 500 עלה מחציון של 10.6 מיליון דולר ל-12.3 מיליון דולר בשנת 2018, שם הוא יציב בשנת 2019. שינוי זה מ-12.3 מיליון דולר בשנת 2019 ל-11.6 מיליון דולר עד כה בשנת 2020 מייצג ירידת שכר בשיעור 5.7%.

תרשים 1 - שינויים בשכר - 500 מנכ"לים בחברות הציבוריות הגדולות בארה"ב



מקור: EQUILAR

חשוב להדגיש כי מדידת שכר המנהלים מבוססת על נתונים חשבונאיים שדווחו בדוחות הכספיים על ידי החברות. הוצאות שכר אלה מבוססות על שווי הוגן של התגמול ההוני ביום אישורו (בדרך כלל על פי נוסחת Black & Scholes). השפעת קיצוץ המשכורות של המנכ"לים על היקפי המזומנים שהמנכ"לים לקחו הביתה הייתה נמוכה ביחס להכנסותיהם ממכירת מניות בשוקי המניות העולים. מכירת המניות התאפשרה באמצעות ממכוש אופציות למניות, כלומר בעקבות תגמול הוני שקיבלו.

חבילות השכר גדולות דווחו בעיקר למנכ"לים שקיבלו מענקי מניות מיוחדים במהלך המשבר. לדוגמה, לארי קולפ, מנכ"ל חברת ג'נרל אלקטריק, קיבל שכר של כ-73.2 מיליון דולר במסגרת הסכם להארכת חוזה עבודתו וקביעת יעדי ביצוע חדשים. התגמול הכולל זינק גם אצל חלק מהמנכ"לים בחברות שהוכו קשות על ידי מגפת הקורונה. למשל, חברת נורוויג'ן קרוז ליין רשמה בשנת 2020 הפסד של 4 מיליארד דולר לאחר שהיקף ההפלות צנח בכ-80%, וגם רוב ההפלות שבוצעו בשנת 2020 היו ברבעון הראשון לפני פרוץ המגפה. על פי דיווחי החברה, שכרו של המנכ"ל פרנק דל ריו הוכפל בשנת 2020 ל-36.4 מיליון דולר, בן השאר בשל בונוסים הקשורים להארכת חוזהו לשלוש שנים.

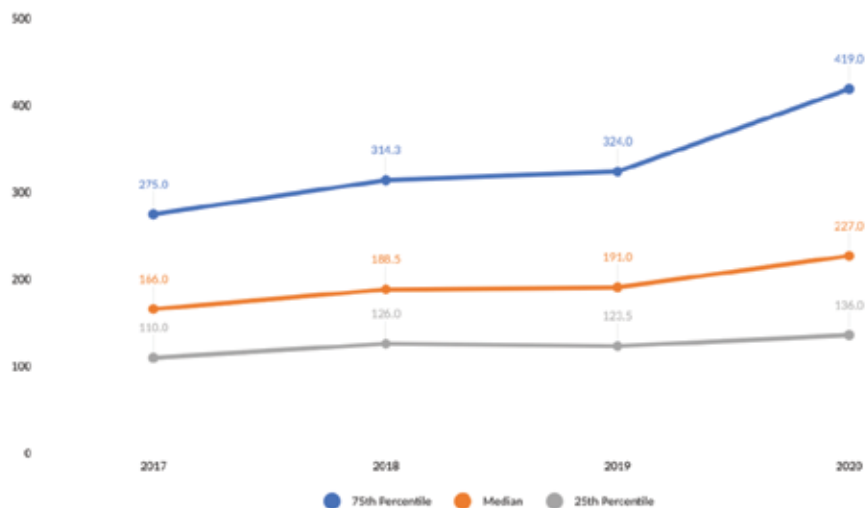
שכר מנכ"לים בחברות הציבוריות בישראל עלה במשך שנים. בניגוד למגמת עליית השכר בארצות הברית, תיקון 16 ותיקון 20 לחוק החברות שיזמה רשות ניירות ערך בישראל הטילו מגבלות על תהליך אישור שכר נושאי משרה ובעלי שליטה. כתוצאה מהחקיקה, מגמת עליית שכר מנהלים בכירים בחברות הציבוריות בישראל רוסנה בשנים האחרונות. נתונים ראשוניים לגבי היקפי שכר המנכ"לים בשנת 2020 בחברות שמוניתיהן נסחרות בבורסה לניירות ערך בתל אביב לא הראו ירידות שכר. מצד שני, חברות רבות דיווחו על נקיטת צעדי התייעלות המלווים בפיטורי עובדים, אך כמעט כולן נמנעו מדיווחים על הורדת שכר עובדים במהלך המגפה.

דיווחי החברות בארצות הברית מאפשרים תובנה משמעותית נוספת - מידת אי השוויון בשכר המנכ"לים מול העובדים. רשות ניירות ערך האמריקנית יזמה בשנת 2015 חקיקה במסגרת חקיקת דוד-פרנק המחייבת

את החברות לדווח על שכר העובדים החציוני יוחס בין שכר המנכ"ל לשכר עובד חציוני החל משנת 2017. מדיווחי החברות עולה כי חלה ירידה בשכר העובד החציוני וירידה זו הייתה גדולה מהירידה בשכר המנכ"לים.

יוחס השכר בין המנכ"ל לבין העובד החציוני בחברה מאפשר לקבל מושג לגבי מידת השוויון בשכר בחברה. למשל, שכרו השנתי של סאנדר פיצ'אי, מנכ"ל אלפאבט-גוגל, היה בשנת 2019 כ-280 מיליון דולר, פי 1,085 משכר העובד החציוני. שכרו של עובד חציוני באלפאבט-גוגל היה כ-258 אלף דולר בשנה. לידיעת עובדי גוגל, שרמת אי השוויון בשכר בה הייתה בשנת 2019 מהגבוהים בעולם. בשנת 2020 ירד שכר המנכ"ל פיצ'אי לכ-7 מיליון דולר. אי שוויון אינו נחלתה של תעשיית ההיי-טק בלבד. שכרו השנתי של מיוגאל פטריצ'יו, מנכ"ל קראפט-היינץ יצרנית הקטשופ, היה בשנת 2019 כ-43 מיליון דולר, פי 1,034 משכר העובד החציוני, ושכרו ירד בשנת 2020 לכ-6 מיליון דולר. שכרו של עובד חציוני בקראפט-היינץ היה כ-42 אלף דולר בשנה, כשישית משכר העובד החציוני באלפאבט-גוגל.

תרשים 2 - שינויים ביחס בין שכר מנכ"ל לשכר עובד חציוני בחברות הציבוריות הגדולות בארה"ב



מקור: EQUILAR

דרישות הגילוי של רשות ניירות ערך מאפשרות ללמוד על פער גדול בין שכר עובדי היי-טק לשכר עובדי תעשיית המזון, המצביע על אי שוויון בולט בשכר בין עובדים בתעשיות שונות. בדיקת השתנות רמת אי השוויון בשכר בשנות הקורונה מראה כי היחס החציוני בין שכר מנכ"ל לשכר עובדים עמד על 227:1 בשנת 2020. יחס זה עלה במידה ניכרת מ-191:1 בשנת 2019 - ראו תרשים 2.

התוצאות מראות כי מגפת הקורונה הביאה לירידת שכר קטנה עבור מנכ"לים ולירידת שכר גדולה אצל העובדים. לכן היחס בין שכר מנכ"ל לשכר עובד חציוני עלה משמעותית. כלומר, מגפת הקורונה פגעה מעט בשכר המנכ"לים ופגעה הרבה יותר בשכר העובדים, תוך עלייה בשיעור האבטלה. דרישות הגילוי של רשות ניירות ערך האמריקנית אפשרו ללמוד על הגדלת אי השוויון בשכר שיצרה מגפת הקורונה.

הסיבה המרכזית לעליית מחירי הדיור היא היעדר תשתיות – כל השאר זה פירוורים

(אלי אמיר, פורסם 22.12.2021)

המומחים מונים שלל סיבות למשבר הדיור הגובר - ממדיניות מכירת הקרקעות הממשלתיות ועליית מחירי ההובלה, עד הביורוקרטיה והמחסור בעובדים. אולם כדי לפתור את מצוקת הדיור יש צורך לבנות תחילה קווי רכבת, בתי ספר ובתי חולים

למה מחירי הדיור עולים? מאמרים מלומדים בעיתונות מנסים למנות את כל הסיבות מדוע מחירי הדיור עולים. לאחרונה קראתי מאמר המונה 11 סיבות לעליית מחירי הדיור לפי הסדר המופיע במאמר: הממשלה מוכרת קרקע לכל המרבה במחיר, עליית מדד תשומות הבניה, עליית מחירי הובלה, התחדשות עירונית (תמ"א), משקיעי הנדל"ן, ריבית נמוכה, חסמי תשתיות, ביורוקרטיה (זמן לאישור תכניות), מחסור בעובדים, מחסור בדיור להשכרה, וחוסר וודאות להשלמת פרויקטים.

כשקראתי את המאמר נזכרתי בקומדיית הנעורים American Graffiti משנות 1973. בסצנה מהסרט, בוגר תיכון מנסה להיכנס למכולת השכונתית ולקנות בקבוק ויסקי. מכיוון שאינו בגיר דיו הוא הוגה תוכנית מבריקה. הוא נכנס למכולת ומבקש מהמוכר עט כדורי, משחת שיניים, סוכריות מנטה, בקבוק ויסקי, חפיסת שוקולד, בטריות, וסרגל. אולי המוכר לא ירגיש בבקבוק הוויסקי, המתחבא ברשימת הקניות.

רק סיבה אחת

לדעתי, יש רק סיבה אחת מדוע מחירי הדיור ממשיכים לעלות: היעדר תשתיות. מהן אותן תשתיות? לא מדובר בצנרת ביוב או קווי חשמל, את אילו מתקנים די מהר. מדובר בתחבורה ציבורית, בתי ספר (כולל לגיל הרך) וגישה למערכת הבריאות. כל הסיבות האחרות תפלות ביחס לסיבה העיקרית שהיא היעדר תשתיות. וגם אם יהיו תשתיות, עדיין יהיה צורך להגדיל את מלאי יחידות הדיור באמצעות התחלות בניה וסיום בניה תוך זמן סביר. בשנים האחרונות, לא היו מספיק התחלות בניה כדי לשרת את גידול האוכלוסייה השוטף. בטווח הקצר ניתן לתת תמריצים כספיים לקבלנים על סיום יחידות דיור.

אוכלוסיית מדינת ישראל גדלה בשיעור של כ-1.6% בכל שנה. בנוסף, יותר ויותר אנשים גרים לבד. זה אומר שצריך לבנות בישראל כיום בסביבות 80 אלף דירות חדשות כל שנה כדי לספק את הביקוש, ועדיף שחלקן הגדול יהיה דירות קטנות יחסית. הלמ"ס טוען שתוך 40 שנה יהיה תוכפל האוכלוסייה בישראל. זה אומר שיהיה צורך להכפיל את מספר יחידות הדיור בישראל, כלומר תוספת של מעל 2 מיליון יחידות דיור. כדי לבנות כמות כזאת של דירות לא מספיק לבצע תמ"א, או להסתמך על המרכזים האורבניים הקיימים. יש לתכנן שכונות חדשות וערים חדשות. כדי לעשות את זה חייבים **תחילה** לבנות קווי רכבת, בתי ספר ועוד בתי חולים. כל זה דורש תכנון לטווח ארוך של 10-5 שנים. אין פתרון אחר.

מבט אל שוק ההון ממחיש את עליית מחירי הדיור. הטבלה מציגה נתונים על 6 קרנות נאמנות המשקיעות

בחברות שעיסוקן הוא נדל"ן (בסדר אלפא בתי). השורה האחרונה מציגה את תשואת מדד ה-S&P500. התשואות הנדיבות של קרנות הנדל"ן משקפות גם עליית מחירים וגם צפי לעליית מחירים בעתיד.

תשואה ב-36 חודשים אחרונים	תשואה ב-12 חודשים אחרונים	קרנות נדל"ן
85.47%	51.23%	אי. בי. אי.
84.76%	41.45%	אלטשולר שחם נדל"ן
80.88%	43.64%	אנליסט נדל"ן
--	50.08%	ילין-לפידות
105.32%	43.51%	מגדל נדל"ן
119.36%	46.94%	מור נדל"ן
76.15%	25.86%	מדד S&P500

במהלך מאי 2021 אישרה וועדת הכספים שינויים בתקנות המאפשרים למשקיעים מוסדיים להשקיע בצורה מוגברת בתשתיות. יתכן שחלק מההשקעות החדשות יונתב לתשתיות כגון תחבורה ציבורית אך די ברור שתכנון ערים חדשות, בניית בתי ספר ובתי חולים אינם נמצאים בתוכניות של המשקיעים המוסדיים. זהו תפקידה של הממשלה.

הרבה יותר קל להעלות את מס הרכישה בתקווה שזה יבריא משקיעים מהשוק ומחירי הדיור לא יעלו. את מס הרכישה אפשר להעלות בישיבת ממשלה אחת וזה מאד קל ופופוליסטי. בדרך זו גם מקושרים עוד כמה שקלים מהציבור כדי לממן פעילויות אחרות שאינן קשורות כלל לדיור. זהו מקסם שווא. אם יהיו פחות משקיעים יהיו גם פחות התחלות בניה והמחירים יעלו אף יותר. מספר הדירות להשכרה גם הוא ירד ושכר הדירה יעלה, מה שיעלה עוד יותר את מחיר הדירות. עליית מס הרכישה רק גורמת לתנודות גבוהות יותר בביקושים. היא איננה גורמת למיתון עליית המחירים בטווח הארוך.

פתרון קסם אחר הוא הורדת מחיר הקרקע. מדוע להוזיל את הקרקע? צריך לחשוב הפוך. איך מייקרים את הקרקע. במקום להפוך את הקרקע למצרך זול, יש להשביח אותה. את זה עושים על ידי תשתיות. כרגע הקרקע בנגב, בעוטף עזה, וברמת הגולן שווה פחות כי אין מספיק תשתיות. השקעה בתשתיות - כבישים, קווי רכבת מהירים למרכז, בתי ספר ובתי חולים - תהפוך את הקרקע למוצר מבוקש יותר. טוענים נגד הממשלה שהיא מונפול בשוק הקרקעות. אבל אי אפשר להפשיר קרקעות לבניה כאשר לוקח 45 דקות לצאת מהשכונה לכביש המהיר. לפני שמפשירים קרקעות לבניה, חייבים ליצור תנאי מגורים סבירים, שזה אומר שירותי תחבורה, חינוך ובריאות.

יש המאשימים את הריבית הנמוכה, עלויות הובלה, ועלויות בניה, בעליית מחיר הדיור. אילו גורמי שוק נתונים שאינם רלוונטיים ביחס לגורם המשמעותי ביותר והוא פיגור בהכנת תשתית למאות אלפי יחידות הדיור הבאות. מדוע להתעסק בגורמים שאין לאף אחד בישראל שליטה עליהם? מומלץ להתעסק אך ורק בגורם המשמעותי ביותר והוא היעדר תשתיות. התעסקות בגורמים האחרים היא פשוט מיותרת ו**מסיטה** את תשומת הלב מהבעיה המרכזית.

נעבור למרכיב הזמן לאישור תוכניות בניה. איזו עירייה רוצה לאשר תוכנית בניה אם אין באזור כבישים, רכבות, בתי ספר וגישה למערכות בריאות? אישור תוכניות בניה באזור ללא תשתית הוא מתכונת ליצירת סלאמס

ופשע. קודם צריך להכין את התשתית ולאחר מכן לאשר בניה למגורים. יש גם לזכור שהכנסות מארנונה למגורים הן גרעוניות והעיריות מעוניינות בארנונה מעסקים ולא ממגורים. נכון. אבל השקעה בתשתיות מביאה עסקים חדשים ועסקים חדשים מביאים הכנסות מארנונה. בסופו של דבר הכל מוביל להשקעה בתשתיות.

הפתרון לא פשוט

אין פתרון פשוט. יש להשקיע היום בהכשרת מורים וגנות, הכשרת רופאים ואחיות, בניית בתי ספר ובתי חולים, וכמובן סלילת רכבות מהפריפריה למרכז. אם יתחילו לעשות את זה היום אולי בעוד 10 שנים מחירי הדיור יפסיקו לעלות.

הכל מתנוקז לקביעת סדר עדיפויות על ידי הממשלה. הרבה יותר קשה לתכנן הקמת תשתיות שישרתו את תושבי המדינה בדורות הבאים. אבל אין ברירה, חייבים להתמקד בזה היום. ראו הוזהרתם: בשנה הבאה מחירי הדיור יעלו ב-10%. טיבה של אינפלציה הוא שהיא הולכת וצוברת מהירות אם לא מטפלים בה. בעוד 3-4 שנים העלייה במחירי הדיור תהיה 15-20% לשנה ואז יפרוץ כאן משבר חברתי בעל סיכון קיומי למדינה.