

"דמודאראן מטומטם! מה אתה בכלל מקשיב לו?!"



הערה חשובה: פרופ' אסוואת' דמודאראן הוא אושיה רבת זכויות בתחום הערכות השווי בעולם, אינני חושב שהוא מטומטם, נהפוך הוא. הכותרת שנלקחה למאמר זה היא ציטוט מתוך שיחה המובאת במאמר זה.

אינפלציה שנתית ברמה של 10% על המשק!!!, הוא חתם בכעס.

"דמודאראן מטומטם! מה אתה בכלל מקשיב לו?! הדמודאראן הזה שאתם כולכם מעלים על נס, בכלל לא מכיר בתור כלכלן ומעריך שווי אינפלציה של 10%. אתה יודע מתי הייתה פעם אחרונה אינפלציה של 10% בארה"ב?", הוא שאל בכעס. "לא", משכתי בכתפי. "אז אני אגיד לך מתי, בשנת 81, איך אני יודע את זה? כי אני הייתי אנליסט דאז ואני זוכר טוב מאוד את שנת 81. דמודאראן שלך הוא יליד 60 לערך, הוא לא סיים תואר ראשון בכלכלה עדיין בשנת 81. אז הפרופסור הזה שכולכם מעריצים עכשיו ומצטטים אותו מדבר איתי על אינפלציה שנתית של 10%", הוא שוב שאג.

"אינפלציה של 10% לשנה היום מפרקת את המשק לשניים", הוא סיכם כאשר נרגע, "ילד, אני יודע מה קורה למשק באינפלציה של 5% לשנה, אתה בכלל יודע מה זה אינפלציה שנתית של 3% 5% לשנה?". "כן", עניתי "סל קניות שעולה בתחילת השנה 100 ש"ח, עולה בסוף השנת 105 ש"ח". "תגיד, באיזו שנה נולדת?", הוא זרק לעברי. "בשנת 1980", עניתי. "אתה יודע מה הייתה האינפלציה השנתית בישראל בשנת 80?! אתה לא יודע, אני אגיד לך. 130%". "מתי אחיך נולד?", הוא המשיך, "ב-83", עניתי. "אתה יודע מה הייתה האינפלציה בישראל ב-83? אתה לא יודע, אני אגיד לך. 200%. איך אני יודע? כשאתה ואחיך עוד אכלתם גרבר אני הייתי אנליסט של תמר קופות גמל. אז לא קראו לזה הערכת שווי חברות, אז קראו לזה ניתוח כדאיות להשקעה במניות חברה. מכל מקום מתחילת שנות ה-90 אני עובד רק עם תזרימי מזומנים ריאליים ושיעורי היוון ריאליים ולא איכפת לי מה פרופ' כזה עושה ומה פרופ' אחר אומר – אני יודע מה זו אינפלציה דו-ספרתית וגם תלת-ספרתית ואתה דמודאראן לא יודעים מהי אינפלציה דו-ספרתית".

אריה המקצוע השני, איש נעים הליכות וחביב ופחות אימפולסיבי הגיב בצורה שונה. "אני מסב את תשומת ליבך רק לכך שברגע שעובדים עם שיעור היוון נומינלי גם התחזית חייבת להיות נומינלית", הוא פתח (הוא תמיד אוהב לפתוח במשהו ידוע ומוכר כדי להוריד התנגדויות), "כך למשל, את התחזית המכירות יש לערוך על בסיס אנפלציה בתוכה כך גם עלויות החומרים וכך גם עלויות השכר וכך גם עלויות המימון בתחזית. והאמן לי, אני יודע את

והיו את ה"יתכשטים" (כמו שאומרים בידיש) שהפנו אותי ל"ערך הסף" של דמודאראן והוסיפו "איננו יכולים לענות על שאלותיך", "יש סיבה לכך שתפוצת האחריות והשימוש בעבודות מוגבלת למזמיני העבודה בלבד", "אנחנו בשיא העומס ואין לנו זמן לנהל תכתובות מייל כרגע", "אנו מנועים מלהתייחס לעבודות ספציפיות ולשיקולים הרלוונטיים בכל אחת מהם" והטוב מכולם כתב לי "ראה את "ערך הסף" של דמודאראן ונא חדל משאלותיך בינתיים".

"ערך הסף" של דמודאראן

באחת המצגות של המלומד ה"ה Aswath Damodaran (שאותו נכחתי: "דמודאראן") שכותרתה "Part I Discounted Cash Flow Valuation" וסימולה הוא B40.3331 (גילוי נאות: הורדתי אותה מהאתר שלו באוגוסט 2010), בעמוד 169 נכתב כהאי לישנא (תרגמתי בעצמי, אז רק קחו בחשבון שאני לא משהו באנגלית ושכולו הוצאתי 100 במבחן ה-TOEFL®):

"...") אם האינפלציה המקומית נמוכה (>10%), היצמד לתזרימי מזומנים נומינליים מכיוון שהמיסים מבוססים על הכנסה נומינלית והוון אותם באמצעות מחיר הון נומינלי. אם האינפלציה המקומית גבוהה (<10%) עבור לתזרימי מזומנים ריאליים והוון אותם באמצעות מחיר הון ריאלי."

ולראייה, קבלו צילום מסך:

- Should I use real or nominal cash flows?
 - If discounting real cash flows > real cost of capital
 - If nominal cash flows > nominal cost of capital
 - If inflation is low (<10%), stick with nominal cash flows since taxes are based upon nominal income
 - If inflation is high (>10%) switch to real cash flows

Aswath Damodaran

נחזור ל-2015, ניגשתי להתייעץ עם שניים מידידי הטובים שהם "אריות המקצוע" (כלומר, מעריכי שווי ותיקים של 40 שנה ויותר), פעם אחת כדי לשאול לדעתם על "ערך הסף" של דמודאראן ופעם שנייה להבין עם איזה שיעור היוון ואלו תחזיות יש לעבוד כיום, בתור מי שעבדו כמעריכי שווי בשנות ה-80 העליונות (קרי, בשנים של אינפלציה תלת ספרתית).

אריה המקצוע הראשון שאג עליי מייד כאשר הצגתי בפניו את "ערך הסף" של דמודאראן. "אינפלציה של 10%?", הוא שאג, "אתה בכלל יודע מה זה אינפלציה של 10%? הפעם האחרונה שהייתה אינפלציה של 10% אתה היית בתיכון בכלל – אתה בכלל עוד לא היית כלכלן שמבין מהן ההשלכות ההרסניות של

בשנת 2015, בתפקידי כמנכ"ל לשכת מעריכי השווי והאקטוארים בישראל (IAVFA) (שאותה נכחתי: "הלשכה"), הובלתי את כתיבתם של גילויי הדעת של הלשכה בנושא הערכות השווי ואף השתתפתי באופן פעיל בחיבורם. גילויי דעת מספר 2 של הלשכה עסק בין היתר בקביעה האם על מעריכי השווי בישראל, בבואם לקבוע את שווייה הכלכלי של חברה או פעילות עסקית באמצעות שיטת ה-DCF, להשתמש בשיעור היוון ריאלי או נומינלי.

נאמר מראש, כל ספרי המימון בארה"ב מדברים על שימוש בשיעור היוון נומינלי. שיעור היוון ריאלי הוא תולדה של היפר-אינפלציה שהמשק הישראלי חווה במחצית הראשונה של שנות ה-80 של המאה הקודמת, בעוד שארה"ב מעולם לא חוותה היפר-אינפלציה. ולכן שיעור היוון ריאלי, הוא מושג שנלמד בארה"ב רק בתארים מתקדמים לכלכלה ומימון ועל כן הוא איננו שכיח בקרב הפרקטיקנים העוסקים במקצוע הערכת השווי.

נחזור לשנת 2015, עת ישבתי על המדוכה להחליט מה עושים עם שיעור ההיוון. דעתי הייתה חצויה. ראיתי מעריכי שווי שהעריכו אותה חברה מרבעון לרבעון, פעם הם היוונו את תזרימי המזומנים הצפויים לנבוע מאותה חברה באמצעות שיעור היוון ריאלי ופעם באמצעות שיעור היוון נומינלי. מאחר שהייתי מיוודד עם מעריכי שווי שונים, שנים לפני הקמת הלשכה, שאלתי את אותם "זוגגנים" לפשר הזיגזוג. כמומחה בינלאומי מוסמך לניהול סיכונים פיננסיים ומימון תשובותיהם זיעזעו אותי.

חלקם ענו לי שהסיבה לזיגזוג נעוצה בכך ש-: "לרוב אין חשיבות מהותית בבחירה בין שיעור היוון ריאלי או נומינלי, כל עוד תזרימי המזומנים משקפים עקביות דומה" (שזה בולשיט).

אחרים ענו לי שהסיבה לזיגזוג מקורה ב-: "שיקולי מדידה זמנית מידע, הקשורים לעיתים למצב הריבית חסרת הסיכון ומידת הייצוג או הנומטיביות שלה באותה עת או צורך לשמור על עקביות עם מידע זמין אודות מחיר החוב של החברה" (שזה בולשיט בריבוע).

אחדים ענו לי שהסיבה לזיגזוג נובעת מ-: "שיקולי המטבע העיקרי בו פועלת החברה" (עוד חרטא). והיו את ה"יתכשטים" (כמו שאומרים בידיש) שהפנו אותי ל"ערך הסף" של

כהומאז' לאריות המקצוע, שאותם אני מכבד, מעריך ומוקיר, כמו גם את פרופ' דמודאראן (שאינו התכתבתי מספר פעמים בתחום הערכות השווי ושאר בירך את הלשכה שהקמתי ונתן את הסכמתו לשים את תמונתו וביכרתו באתר הלשכה), מציב טבלה עם שיעורי האינפלציה השנתיים בישראל ובארצות הברית, מהשנה שאריות המקצוע החלו ללמוד לתואר ראשון בכלכלה באוניברסיטת תל-אביב ועד לסוף שנת 2021 (תקופה של 50 שנה):

| האינפלציה השנתית | | האינפלציה השנתית | |
|------------------|--------|------------------|--------|
| שנה | בישראל | שנה | בישראל |
| 2021 | 2.80% | 1996 | 4.70% |
| 2020 | -0.69% | 1995 | 1.20% |
| 2019 | 0.60% | 1994 | 1.80% |
| 2018 | 0.80% | 1993 | 2.40% |
| 2017 | 0.40% | 1992 | 2.10% |
| 2016 | -0.20% | 1991 | 1.30% |
| 2015 | -1.00% | 1990 | 0.10% |
| 2014 | -0.20% | 1989 | 1.60% |
| 2013 | 1.82% | 1988 | 1.50% |
| 2012 | 1.63% | 1987 | 2.10% |
| 2011 | 2.17% | 1986 | 3.20% |
| 2010 | 2.66% | 1985 | 1.60% |
| 2009 | 3.91% | 1984 | -0.40% |
| 2008 | 3.80% | 1983 | 3.80% |
| 2007 | 3.40% | 1982 | 2.90% |
| 2006 | -0.10% | 1981 | 3.20% |
| 2005 | 2.39% | 1980 | 3.40% |
| 2004 | 1.21% | 1979 | 2.70% |
| 2003 | -1.89% | 1978 | 2.30% |
| 2002 | 6.50% | 1977 | 1.60% |
| 2001 | 1.41% | 1976 | 2.80% |
| 2000 | 0.00% | 1975 | 3.40% |
| 1999 | 1.34% | 1974 | 2.20% |
| 1998 | 8.62% | 1973 | 1.60% |
| 1997 | 6.99% | 1972 | 2.30% |

מניח הנחות שאינן משקפות את הקשרים הכלכליים האמיתיים בין גורמים כגון אינפלציה, שיעורי עליית מחירי השירותים / הסחורות / המוצרים שהחברה מספקת / מוכרת, שיעורי עליית מחירי חומרי הגלם, שיעורי עליית המשכורות ושיעורי עליית עלויות המימון של החברה, למרות שידוע כי רמת האינפלציה איננה זהה עבור רכיבים שונים (מחירי מוצרים, חומרי גלם, משכורות ועלויות מימון).

למעשה ברגע שעובדים עם שיעור ניכיון נומינלי הרי שגם התחזית חייבת להיות נומינלית. כיום ישנם אנשי מקצוע בישראל המבצעים תחזית ריאלית במחירים קבועים מבלי לכלול אינפלציה כללית או ענפית, ברצותם שווי גבוה הם מכריזים כי התחזית הינה ריאלית ומהווים אותה בשיעור ניכיון ריאלי, וברצותם שווי נמוך הם קובעים כי התחזית הינה נומינלית ורצים להוון אותה בשיעור ניכיון נומינלי וברצותם לקבוע טווח שווי הם מציגים את שני השוויים או ממצעים אותם ומציגים את התוחלת שלהם.

הלשכה רואה תופעה זו כבעייתית ושואפת לעקור אותה מקרב קהילת מעריכי השווי בישראל. על כן, חשוב להסביר כי אם רוצים להשתמש בשיעור ניכיון נומינלי כמקובל בעולם הרי שלא ניתן להסתפק ב"ערך הסף" שקבע המלומד ה"ה פרופ' Aswath Damodaran, אלא לבוא את עליית מחירי השירותים / הסחורות / המוצרים שהחברה מספקת / מוכרת, את עליית מחירי חומרי הגלם שלה, את עליית עלויות השכר שלה וכמובן את עליית עלויות המימון שלה.

רוצה לומר, מאחר ועל פי רוב, מעריכי השווי בישראל אינם כוללים מימד אינפלציוני בתחזיות שלהן – הרי שתחזיות אלו הינן תחזיות ריאליות! ומאחר ולא ניתן להכריז על תחזיות אלו כנומינליות לעת מצוא, הרי שעל מעריך השווי לעבוד עם שיעור ניכיון ריאלי ולא נומינלי!

נקודה נוספת שחשוב לציין היא שהמרה או מעבר מעלות הון ממוצעת משוקללת (WACC) ריאלית לעלות הון ממוצעת משוקללת נומינלית, לחילופין מעלות הון עצמי (Cost of Equity) ריאלית לעלות הון עצמי נומינלית או לחילופין מעלות חוב (Cost of Debt) ריאלית לעלות חוב נומינלית, לא נכון שתעשה באמצעות שימוש במשוואת פישר (1930), היות וחלק מהרכיבים אינם משתנים כתוצאה מהשינויים הצפויים במדד המחירים לצרכן (למשל, הביתא הנומינלית איננה שונה מהביתא הריאלית, רכיב פרמיית הסיכון בשוק הנומינלית איננה שונה מרכיב פרמיית הסיכון בשוק הריאלית, פרמיית הגודל, פרמיית הענף וכיוב' קומפוננטות).

זה first-handed. בשנות ה-80 כשעבדתי בכלכלן הייתי מקבל תחזיות לעליית מחירי המוצרים, לעליית מחירי החומרים ולעליית עלויות השכר והייתי מרכיב תזרימי מזומנים נומינליים ולכן גם עבדתי על שיעורי היוון נומינליים. מנסיוני כיום הנהלות של חברות וגם מעריכי שווי בשוק אינם כוללים מימד אנפלציוני בתחזיות ולכן אני תמיד עובד משנות ה-90 עם שיעור היוון ריאלי ותחזית ריאלית", הוא אמר. "אז מה דעתך על ערך הסף של דמודאראן?"; שאלתי. "הוא לא מבין על מה הוא מדבר בכלל. מה גם שבישראל שיקולי המיסוי לרוב מורכבים יותר בהקשר האינפלציוני שלהם", הוא ענה.

ואכן, שני אריות המקצוע צדקו. בשנת 2021 האינפלציה השנתית בישראל הסתכמה ב-2.80%. מהדורות החדשות נפתחו מדי ערב ביוקר המחיה, בסל הקניות שמתייקר ובאינפלציה שגואה ומעיקה על הציבור - וכל זה בזמן שהאינפלציה אפילו לא הגיעה ליעד העליון שקבע בשעתו נגיד בנק ישראל לשעבר, פרופ' סטנלי פישר, לאינפלציה בישראל. אז כנראה ששני אריות המקצוע צדקו. ב-15 באוגוסט 2022, פורסם מדד המחירים לצרכן לחודש יולי. מדד זה חתם את האינפלציה תקופתית ל-7 החודשים הראשונים של שנת 2022 ב-4.39%, כלומר, במונחים שנתיים מדובר על אינפלציה של 7.64%!!! הפעם האחרונה שהיינו קרובים לאינפלציה שנתית שכזו הייתה בשנת 1998, כאשר האינפלציה השנתית הסתכמה ב-8.62% (כשאני רק סיימתי את הבגרויות והתחלתי טירונות חי"ר בבאי"ח נח"ל, שבתל-ערד).

אז מה הוחלט בסוף בגילוי דעת מספר 2?

הפסקאות הבאות לקוחות מתוך גילוי דעת מספר 2 של הלשכה:

"...)

לעניין שיעור ניכיון ריאלי או נומינלי נתחיל מכך שגילוי דעת זה מחייב עקביות, כלומר חישוב תזרימי המזומנים במונחים נומינליים תוך היוון בשיעור ניכיון נומינלי, או לחילופין חישוב תזרימי המזומנים במונחים ריאליים תוך היוון בשיעור ניכיון ריאלי. כמובן שמעריך השווי יכול לנסות להתחכם בכך שיבחר לקחת תזרימי מזומנים ריאליים ולנסות להפוך אותם לתזרימי מזומנים נומינליים על ידי הכפלת כל תזרים בשיעור האינפלציה החזויה לאופק ההיוון שלו ואז להוון את כל התחזיות בשיעור ניכיון נומינלי.

הבעיה בהתחכמות המתוארת היא שמעריך השווי מניח הנחות אקטואריות ותאמות הדדית, שאין להן כל אחיזה במציאות. רוצה לומר, מעריך השווי

הערה חשובה: פרופ' אסוואת' דמודאראן הוא אושיה רבת מעללים וזכויות בתחום הערכות השווי בעולם, אינני חושב שהוא מטומטם, נהפוך הוא. אף אחד לא ייקח ממנו את הישגיו הרבים והייחודיים בתחום הערכות השווי. אם מישהו מרגיש חלילה שבמאמר זה פגעתי בכבודו של פרופ' דמודאראן, אני מצטער על כך. זו לא הייתה כוונתי, ומי שחושב כך כנראה פירש אותה שלא כהלכה. אני מאחל לפרופ' דמודאראן רק בריאות והצלחה. חשוב לי לומר שוב, מעולם לא טענתי חלילה שפרופ' דמודאראן מטומטם או לא מבריק ומעולם לא ביטלתי את הישגיו או התייחסתי אליו שלא בכבוד. בכל מקרה אני מאחל לפרופ' המון בריאות והצלחה.

