

הערכות שווי תאגידים בצל הרפורמה המשפטית, מה נשתנה? ומהו פוטנציאל הנזק של הרפורמה המשפטית לכלכלת ישראל?



מעריך השווי האקטואר [רועי פולניצר](#) מסביר מה השתנה בכל הקשור להערכת שווי חברות בצל הרפורמה המשפטית והאם קיים קשר בין הרפורמה המשפטית לבין כלכלת ישראל. הסכנה האמיתית: השיח האלים.

ראשית, המקום הראשון שנבדוק הוא תזרימי המזומנים בטווח הקצר. תמיד קל לחפש את המטבע האבוד מתחת לפנס של מחיר ההון, אבל זה לא המקום הנכון, לפחות לא בתחילה.

מדוע יש לבחון את תזרימי המזומנים לטווח הקצר? קודם כל, בניגוד לאינטואיציה הראשונה, עם קצת השקעה ומחשבה אפשר לעשות זאת, למרות אי הוודאות. והתוצאה הרבה יותר מושכלת מאשר הוספת פרמיית סיכון למחיר ההון.

אבל לא פחות חשוב, גם מבחינה ניהולית, צריך לעשות זאת. כלומר, עסק שמרים ידיים, ואומר לעצמו שאינו יכול לאמוד תזרימי המזומנים שלו בטווח הקצר, בעצם מתחמק משימתו העיקרית בימים אלו, והיא ניהול של תזרימי המזומנים שלו.

מכאן גם משימתו של מעריך השווי: לדרוש מן ההנהלה (וגם לסייע בידיה) להכין תזרימי מזומנים מעודכנים, **תוך הטמעה של השלכות הרפורמה המשפטית המוצעת על תזרימי המזומנים בטווח הקצר**.

ברור שתזרימי המזומנים בטווח הקצר לא צפויים להיפגע כתוצאה מהרפורמה המשפטית המוצעת (לא זוהי מסקנת לגבי השפעת ההמחאה הציבורית). איך אני יודע? אם מעריך השווי יעשה שימוש בניתוח פנימי/פנדמנטלי של העסק המוערך (ובפרט של "מחוללי השווי" Value Drivers) שלו, כמו: הביקוש למוצרי העסק, מכירות כמותיות, מחירי מכירה, עלויות חומרי הגלם, הוצאות ישירות אחרות, כל זאת בהתחשב בשינויים הצפויים של הרפורמה המשפטית המוצעת על המשק הוא ימצא שלא תהיינה השלכות לרפורמה המשפטית המוצעת על תזרימי המזומנים של העסק בטווח הקצר.

כמובן שמומלץ ליישם את עקרון ההשוואה בתחום הערכות השווי גם כאן, ולנסות לנתח שינויים בתזרימי המזומנים הצפויים של עסקים דומים (הצהרות/תחזיות של פירמות, אמירות המתלוות לדוחות כספיים, דוחות אנליסטים).

שנית, יש לתת את הדעת לטווח הבינוני של העסק, היינו, טווח של 2-5 שנים מהיום.

ותרתי (ככלכלן שהוא מעריך שווי ואקטואר מוסמך) אחר תשובות של מעריכי שווי תאגידים נוספים (כלומר כלכלנים שצריכים לתת חוות דעת כלכליות כתובות לצרכי מס, לצרכי עסקאות, לצרכי דיווח כספי-חשבונאי ולצרכים משפטיים ולא כתבים כלכליים או פרופסורים לכלכלה שאין להם שום אחריות על הדברים שיוצאים להם מהפה), ולאחר ערב העיון, נוכחתי לדעת שכל מעריכי השווי שנכחו בערב העיון (גם כאלו החברים בתנועת CRIME MINISTER והם דווקא האהובים עליי ביותר מהבחינה האישית והמקצועית) אומרים את מה שידעתי מן ההתחלה.

אפשר, אם כן, לענות על השאלה שהצגתי בקצרה, או ארוכות. אתחיל בתשובה הקצרה: לא השתנה שום דבר!

התשובה הארוכה מורכבת, כמובן יותר.

המושגים "שווי הוגן" ו-"שווי שוק הוגן" (כן, יש הבדלים ביניהם) לא השתנו כמלוא הנימה. גם הגישות המרכזיות, גישת השוק (שווי שוק או מכפילי שווי) וגישת ההכנסות (DCF) – היוון תזרימי מזומנים) לא השתנו כלל.

נשאלת השאלה האם השתנה משהו באופן היישום של הגישות המרכזיות הללו?

לגבי אופן יישום גישת השוק

אז לגבי גישת השוק, מומלץ דווקא לאמץ את המתודה של האקטוארים ולא של מעריכי השווי. לאמור, אם רוצים לאמוד את שווייה של חברה ציבורית בשיטת שווי השוק, אז על מנת להימנע מתנודות מקריות של השוק מומלץ לחשב את ערך החברה (או את ערך המניה) כממוצע של החודש שקדם למועד הערכת השווי.

בנוסף, אם רוצים לאמוד את שווייה של חברה ציבורית או פרטית בשיטת המכפיל, אז מתוך רצון להימנע מסטיות מקריות של השוק מומלץ לבצע את חישוב המכפיל הרצוי (הכנסות, EBITDA, הון עצמי ועוד) על פי ממוצע שווי השוק של כל חברה ב-30 הימים שסובבים את מועד הערכת השווי (קרי, בין ה-15 הימים שקדמו למועד הערכת השווי ל-16 הימים שלאחר מועד הערכת השווי).

לגבי אופן יישום גישת ההכנסות

מה, איפה אפשר לומר על זאת בלא שיישמע טריוויאלי או עמום?

התקופה הנוכחית (הרפורמה המשפטית המוצעת והמחאה הציבורית) מציבה אתגרים רבים, בתחומי המשפט, הכלכלה, החברה ועוד. בלי להקטין מחשיבותם של כל אלה, עדיין צריך להמשיך ולבצע הערכות שווי: עסקאות ממשיכות להתבצע, החשבונאות לא מוותרת ורשויות המס ממתינות בתור.

לפיכך, עלינו לשאול את עצמנו אם יש לעדכן משהו במתודולוגיות של הערכות השווי, או אולי להחליפן בכלל. רבים אכן שואלים אותי: מה נשתנה? מהן ההשפעות של הרפורמה המשפטית המוצעת והמחאה הציבורית על הערכת שווי תאגידים?

ובכן, תשובתי היא שלרפורמה המשפטית שלעצמה לא צפויה השפעה על הערכות השווי, אך כמו שחברת אל על נתיבי אוויר לישראל בע"מ כתבה בדוחות הכספיים שלה לשנת 2022 שפורסמו ביום ה-2.3.2023 שעל רקע הרפורמה המשפטית המוצעת והמחאה הציבורית (קרי, הניסיונות הבלתי פוסקים מצד מתנגדי הרפורמה, בין אם אלו פוליטיקאים בהווה וראשי ממשלה לשעבר, מטכ"לים ומפכ"לים לשעבר, ראשי מוסד ושב"כ לשעבר ונגידי בנק ישראל לשעבר לפעול ללא לאות לבידוד של ישראל בזירה הבינלאומית, לסנקציות מצד ארה"ב והאוי"ם, לריסוק מערך המילואים ושבירה של כוחות הביטחון ולריסוק הכלכלה והורדת דירוג האשראי של המדינה, בהתאמה), לא ניתן להעריך האם וכיצד ישפיעו המחלוקות שהתעוררו בארץ בשבועות האחרונים, על מצבה הכלכלי של החברה והיקף פעילות החברה כמו גם על שווייה – התוספת בסוגריים אינה במקור.

ובכן, לגבי השוויים עצמם, אין צורך להרחיק לכת... ומספיק להביט במחירי המניות בבורסה. אלו מציגות תנודתיות במדדים השונים, המשקפת מה שאפשר לכוון בהשאלה מעולם הפסיכיאטריה "מניה-דפרסיה".

ואולם, השאלה הנשאלת כלפי מעריכי שווי, כמוני, מכוונת ל**מתודולוגיה** של הערכות השווי – האם זו השתנתה?

ובכן, לא התעצלתי, ובכובעי כיו"ר לשכת מעריכי השווי והאקטוארים הפיננסיים בישראל יזמתי ערב עיון בנושא השפעת הרפורמה המשפטית על הערכות השווי

לשקף גם את סך כל הפחדים של המשקיעים בשוק, גם אם אינם בהכרח רציונליים.

מילה אחרונה בנושא: כמובן, אין להתעלם ממחירי השוק הנצפים. אולם, התנודתיות מחייבת אותנו להתייחס בזירות למכפילים מחושבים, ולשקול מדידה שלהם ומיצוע על-פני מספר שבועות, חלף מדידה במועד יחיד.

האם הרפורמה המשפטית מסוכנת לכלכלת ישראל

הסכנה האמיתית לכלכלת ישראלית, איננה הרפורמה המשפטית המוצעת אלא השסע החברתי והשיח המסוכן מאוד והאלים שיש כיום ברחובות וברשתות. זה מה שמסוכן לכלכלת ישראל.

ככלכלן אני קובע שאין שום דבר ברפורמה המשפטית המוצעת, איך שהיא לא תסתיים (בפשרה או ללא פשרה) שפוגע בכלכלת ישראל לגופו של עניין. שואלים אותי כל הזמן, אז איך אני מסביר את זה שמוציאים כספים לחו"ל. אז תשובתי היא שאני כמעריך שווי לא מנתח את מצבה הפיננסי של חברה רק על פי הוצאותיה, אלא על פי הוצאותיה ביחס להכנסותיה. הוא הדין לגבי המשק.

הרי בכל משק לאומי, יוצאים כספים ונכנסים כספים. יש עודף של למעלה מ-20 מיליארד דולר בחשבון השוטף של ישראל, כל שנה. אז יצאו כמה מיליארדים, אבל כמה נכנסו פנימה? את זה לא סופרים? למען הטר ספק, ברור שנכנס כל יום כסף לישראל ונמשכות ההשקעות בישראל. בקיצור, אין שום קשר בין הרפורמה לבין כלכלת ישראל, מהסיבה הפשוטה: מה שמניע את כלכלת ישראל זה מאות אלפי העסקים הקטנים (מעריכי שווי ואקטוארים עצמאיים כבר אמרתי), מיליוני העובדים, 400 אלף העובדים בהייטק עם ההון האנושי שלנו. המנוע של 8200 הוא שמייצר לנו יומי הייטק בלי סוף.

יש כאן פער בין פוטנציאל הנזק של הרפורמה המשפטית לכלכלת ישראל (שבעיקרון לא אמור להיות קיים) לבין מה שאנחנו רואים כרגע שניזון הרבה מפסיכולוגיה, מפאניקה, מתחושות, מאמירות, מקמפיין ממומן. ואני כרגע לא רואה את פוטנציאל הנזק לכלכלת ישראל מהרפורמה המשפטית.

אין ספק שאם יהיו פה מהומות ומלחמות אזרחים חס וחלילה, אז בוודאי שתיפגע הכלכלה הישראלית. כאמור השיח האלים הזה מסוכן מאוד לכלכלה הישראלית ולחברה הישראלית עוד לפני הכלכלה. אי אפשר להדליק מדורה ולצעוק שיש אש, לשלוח 100 אלף אנשים לרחובות ואז לדבר על כך שיש דם, אלימות, מהפכה ומלחמה. **ועוד מילה, לאנשי מקצוע לפעמים יש נטייה לבלבל בין עמדתם הפוליטית לבין עמדתם המקצועית. ומכאן המחלוקת בין הכלכלנים.**

אז מה השתנה ב-perpetuity? לטעמי, ברוב הענפים, לא השתנה דבר. להיפך, דווקא כרגע עלינו להתאפק, ולשאול את עצמנו, למשל: מדוע ששיעור הגידול בביקוש למזון או לכלי נשק (ייתוחים או חמאה), הדוגמה הנפוצה בימים הרחוקים של לימודי הכלכלה שלי) ישתנה בטווח הארוך? האם הרפורמה המשפטית תביא לשינוי בילודה שנים מהיום? האם היא תביא למלחמה אזורית? לצערי הרב, מסופקני.

חמישית, לבסוף אני מגיע לגביע הקדוש של מערכי השווי: מחיר ההון. מהו מחיר ההון בצל הרפורמה המשפטית? האינסטינקט המיידי של רבים הוא שיש להעלות את מחיר ההון.

לכאורה, הרי ברור שהריבית חסרת הסיכון הנומינלית בשוק עלתה, ומחיר ההון מבטא את המציאות הכלכלית כמו גם את הסביבה העסקית. לכאורה, איפה יש להגדיל אותו – אבל מאחר והפרקטיקה המיטבית בארץ היא לעבוד על מודל ריאלי, כלומר, לבנות תחזית תזרימי מזומנים ריאליים (קרי, ללא ציפיות אינפלציוניות) ולגבש מחיר הון ריאלי, הרי שהריבית הריאלית ארוכת הטווח בישראל במועד כתיבת שורות אלו נמצאת באותה הרמה שבה הייתה בערב הצגת הרפורמה המשפטית לציבור (ב-4 בינואר 2023) וכן בסוף השנה (31 בדצמבר 2022).

התובנה המקצועית במקרה זה, כמובן, מורכבת, יותר, והנטייה שלי, ושל רוב מערכי השווי היא שונה: באופן עקרוני מחירי ההון לא השתנו. יש לגעת במחיר ההון באופן מהותי, רק אם לא נעשו התאמות לתזרימי המזומנים, או שכלו כל הקיצין ואין דרך לדעת אלו התאמות יש ליישם.

במקרה כזה יש להוסיף שיעור תשואה נוסף למחירי ההון, המכונה "פרמיית סיכון ספציפית" ("specific risk premium"). יחד עם זאת, פטור בלא כלום אי-אפשר, ורבים בחנו את "רכיב פרמיית הסיכון בשוק" (MRP), אותו מרכיב של מחיר ההון העצמי המשקף את הפער הממוצע על-פני זמן בין התשואה הנדרשת על מניות ובין התשואה חסרת הסיכון (תשואת אג"ח ארוכות טווח).

התוצאה היא שמכל מיני זוויות (השוואה למכפילי רווח, מדידת השינויים בריבית הנומינלית חסרת הסיכון ובאינפלציה בישראל בשנת 2022 לעומת שנת 2021) הוגדלה הפרמיה הזו בסדר גודל של -1.6% -2.2% במקומות שונים. אינני בטוח שהדבר נתמך מבחינה תיאורטית (שהרי מחיר ההון נועד להיוון תקופות חיזוי ארוכות ולא לטווח הקצר-בינוני), אבל, עלינו לזכור, הערכת שווי איננה מדע טהור, אלא בעיקר פרקטיקה, וככזו, עליה

כאן עולות שתי שאלות חשובות: 1. מתי תיפסק המחאה הציבורית? 2. האם יש ליישם שינויים במודל העסקי?

כך, למשל, חברת היי-טק שמעודדת את עובדיה לעשות רילוקיישן ולנטוש את הארץ במסגרת המחאה הציבורית, חייבת לשאול את עצמה מתי היא תשיב את העובדים הללו לפעילות מלאה (אם בכלל) בארץ, ולנסות להעריך אם בהמשך הביקוש שלה לחללי עבודה, ולעבודה במשרדים בכלל, יישאר כמקודם.

אני יודע, התשובה הקלה היא שאי-אפשר לדעת, אבל תשובה זו נכונה תמיד. גם קודם אי-אפשר היה לדעת (במובן של ידיעה ודאית), אבל פשוט הדחקנו את זה!

בכל כמה שנים קורה כאן בארץ אירוע משמעותי שיכול לעצור זמנית את הכלכלה (פעם אחת זו קורונה, פעם אחת זה אירוע ביטחוני בישראל, פעם אחת זה משבר פיננסי בארה"ב). אני בטוח שיש לקחת זאת בחשבון, ושוב, לא במסגרת מחיר ההון. אז איך ניתן בכל זאת לקחת בחשבון משברים או יציאה מהם?

שלישית, במצבים של אי-ודאות בהערכת השווי (במציאות ובשיקוף המתודולוגי שלה בהערכת השווי), מומלץ לבנות **תרחישים לצורך שיקוף** אי הודאות. נכון, לא פשוט לבנות תרחישים, אך מנסיוני, בנייה מושכלת שלהם, מאפשרת לחשוף את הסיכונים והסיכויים הניצבים מעבר לאופק באופן שיטתי, המאפשר גם כימות שלהם.

יהיו שיגידו, אוקיי, אבל אז אתה מעביר את הבעיה לאומדן ההסתברות של התרחישים השונים. תשובתי לכך היא: נכון, אבל גם בבעיה זו אני יודע לטפל בצורה מושכלת יותר (אם גם סובייקטיבית) מאשר להוסיף פרמיה למחיר ההון.

רביעית, כמו תמיד, רוב השווי נובע בכלל מערך השייר (terminal value), שבאופן פרדוקסלי מעריכי השווי מקדישים לו מעט זמן, יחסית. ובכן, גם כאן השתנו הדגשים: צריך גם צריך להקדיש זמן לשנה המייצגת, המהווה הבסיס לערך השייר, ולהטמיע בה את הנחות היסוד של העסק אודות המודל העסקי, הביקוש למוצרים, והרווחיות ארוכת הטווח שלו, בהתחשב בשינויים ארוכי הטווח שייחבן שהמחאה הציבורית תאץ.

בנוסף, לא לשכוח את שיעור הצמיחה לטווח הארוך (perpetuity) שמנסיוני, כגודל חשיבותו כן מיעוט הזמן המוקדש לו בהערכת שווי וניתוחים פיננסיים.