IFRS בשטח

להכיר את ה- IFRS דרך שוק ההון

שלומי שוב

עורכת: עדי רביבו

מעודכן ליום 23 באוקטובר 2008

החוברת מבוססת על הטור השבועי - "IFRS בשטח" בעיתון דה מרקר
המתפרסם מידי יום חמישי.

תוכן עניינים

עמוד

1. המעבר ל-IFRS

1.1 ענף התקשורת מציג: קסמו של ה- IFRS 3-4

1.2 המתנה שקיבלו חברות הביטוח מה - IFRS 5-6

1.3 ומה לגבי המשתמשים? 7-8

1.4 עיוותי המס של החשבונאות החדשה 9-10

1.5 רעידת אדמה חשבונאית בארה"ב מתקרבת 11-12

1.6 שעת המבחן של הביקורת 13-14

2 מכשירים פיננסים

2.1 שינוי פני האיגוח 15-16

2.2 השגיאה של ה- IFRS 17-18

2.3 נגזרים משובצים 19-20

2.4 ניירות ערך זמינים למחיקה 21-22

2.5 ה - RESTATMENT הראשון של ה- IFRS 23-24

2.6 קרנות הון בסיכון 25-26

2.7 הכללים שסייעו לפרדי מק לעמוד בתחילת השנה בדרישות ההון הפדראליות 27-28

2.8 "ה- IFRS רופא חולים" 29-30

2.9 הכתובת היתה צריכה להיות על הקיר 31-32

2.10 השטחת האינפלציה 33-34

2.11 התקן החשבונאי שמסעיר את האמריקאים 35-36

2.12 ה-IFRS נחלץ לעזרת הבנקים באירופה 37-38

3 חברות מוחזקות

3.1 המהפכה החשבונאית שתבוא אחרי מהפכת ה- IFRS – חלק א' 39-40

3.2 המהפכה החשבונאית שתבוא אחרי מהפכת ה- IFRS – חלק ב' 41-42

3.3 הסוכרייה החשבונאית ברכישה של Barr 43-44

3.4 הבסיס הרעוע של שיטת השווי המאזני 45-46

4 נדל"ן ובניה

4.1 מדד אמון המשקיעים רבעון ראשון 2008 47-48

4.2 סטירת לחי לקבלנים היזמים 49-50

4.3 מדד אמון המשקיעים רבעון שני 2008 51-52

5 שינויים בשער החליפין של מטבע חוץ

5.1 עניין של נקודת התייחסות 53-54

5.2 הקשר החזק שבין שער החליפין והרווח הגולמי 55-56

5.3 מרוויחות אבל בעצם מפסידות 57-58

6 נושאים נוספים

6.1 תשלום מבוסס מניות- הרהורים חשבונאיים 59-60

6.2 יוזמה פיננסית פרטית PFI/BOT- החדשות הטובות והחדשות הרעות של יזמי ה- BOT 61-62

6.3 הפרשות, התחייבויות תלויות ונכסים תלויים- החשבונאות המוזרה של הבנקים 63-64

6.4 דוח תזרים מזומנים- רמת הנזילות של דוח התזרים החדש 65-66

1. המעבר ל-IFRS

1.1 ענף התקשורת מציג: קסמו של ה- IFRS

חברות תקשורת סובלות כידוע מירידת שווי מואצת של הציוד הטכני שלהן ללא קשר הכרחי לאורך החיים השימושיים שלו. מה שפחות ידוע הוא שבעת המעבר ל- IFRS נעשה שימוש בענף זה בכלל חשבונאי אשר הצליח "להעלים" את ההפסד הנ"ל מהדוחות הכספיים. איך זה עובד? הכל מתחיל בזה שה- IFRS מאפשר להשתמש בשווי ההוגן של רכוש קבוע ליום המעבר כעלות הנחשבת שלו (deemed cost) במקום בעלות הרשומה לפי הכללים הישנים. הקסם עובד מאד פשוט – הקטנת ערכו של הרכוש הקבוע בספרים תוביל להקטנת הוצאות הפחת בעתיד ומכאן לגידול ברווח התפעולי ואף הגולמי.

דוגמה בולטת לכך אפשר למצוא בהוט אשר הקטינה את הערך של קבוצת ציוד הקצה שלה ליום המעבר (1 בינואר 2007) ב- 146 מיליון ₪. אם נניח כי הציוד הנ"ל מופחת בממוצע על פני 7-6 שנים, נמצא כי מדובר בהקטנת הוצאות הפחת של כ- 22 מיליון ש"ח לכל שנה. לצורך ההמחשה, מדובר בהשפעה של יותר ממחצית מהרווח לפני מס של הוט לשנת 2007 בנטרול סכום זה !

אך הוט לא המציאה את הקסם. "בזק" שהיתה אחת הסנוניות הראשונות לאמץ את ה- IFRS כבר בשנת 2006, הזמינה הערכת שווי ממומחה חיצוני ובעקבותיה הקטינה בדיעבד את הערך של קבוצת מיתוג תמסורת וכוח ליום המעבר שלה בכ- 1.7 מיליארד שקל. כתוצאה מכך השיגה "סוכרייה" בדמות הקטנת הוצאות הפחת לשנת המעבר של כ- 360 מיליון ₪. חישוב פשוט מלמד כי החיסכון בהוצאות הפחת מספיק לכ – 5 שנים בממוצע. כדי לקבל פרופורציות, מדובר ביותר מ- 20% מהרווח לפני מס של בזק לשנת 2007 אילולא השימוש בעלות הנחשבת.

אגב, החשיבה כי קיטון בעודפים יפגע בסיכויים לחלוקת דיבידנד בעתיד שגויה מיסודה. נהפוך הוא, חברות התקשורת הנ"ל נמצאות ביתרת עודפים אפסית או גירעונית כך שהפעולה הנ"ל דווקא מגדילה את סיכוי תשלום הדיבידנדים במסלול של רווחי השנתיים האחרונות. אם נוסיף לכך את העובדה שמס הכנסה ממשיך להכיר בהוצאות פחת לפי הכללים הישנים הרי לכם "win win situation".

אין להיחפז ולהאשים כאן את ה- IFRS, שהרי ככלל הוראות מעבר הן טכניות מטבען וקשה למצוא בהן היגיון צרוף, מעבר לעצם ישימותן וליצירת אחידות בין כל המושפעים מהן. כך הדבר גם במקרה של המעבר ל- IFRS אשר לא נכתב במיוחד עבור ישראל ומיועד ליישר קו עם כר נרחב של מדינות שחלקן יישמו בעבר כל מיני כללי חשבונאות מוזרים. מצד שני, אין גם להאשים את החברות הישראליות אשר פועלות באופן לגיטימי ומובן בהתאם לאינטרסים הדיווחים שלהן. אינטרסים אלו יכולים אף להוביל לכך שהשימוש בשווי הוגן כעלות הנחשבת הוא סלקטיבי פר נכס, כפי שה- IFRS מתיר.

יש להדגיש כי שימוש בשווי הוגן כעלות נחשבת נעשה גם אצל חברות מחוץ לענף התקשורת, אם כי מדובר בדרך כלל במקרים ספוראדיים ובכיוון הפוך של השפעה - גידול בערך הרכוש הקבוע. פז לדוגמה הגדילה באופן כזה את יתרת העודפים וההון העצמי שלה ליום המעבר במעל 400 מיליון ₪ שמייצג מאות אחוזים מיתרת העודפים וכרבע מסך

ההון העצמי שלה. דוגמה נוספת שממחישה היטב את מימדי ההשפעה, ניתן למצוא בחברת טקסטיל קטנה בשם ארגמן שהגדילה באותו אופן את הערך של המקרקעין במפעל ברומניה בסכום של כ- 73 מיליון שקל (בניכוי מס) מה שהכפיל את הונה העצמי בכ- 4 פעמים! יש לציין כי ארגמן נהנית מכל העולמות שהרי מדובר במקרקעין שבגינו לא תרשמנה בעתיד הוצאות פחת, כך שלא צפויה השפעה שלילית על הרווחים המדווחים בעתיד. "win win situation" כבר אמרנו?

כל שנותר למשקיעים הוא לנסות להיות מתוחכמים יותר בקריאת הדוחות ולהכיר בעובדה שגם אם הזיכרון האנושי קצר הרי שהדי המעבר יורגשו היטב גם בדיווחים הכספיים של השנים הבאות.

1.2 המתנה שקיבלו חברות הביטוח מה – IFRS

שנות היישום הראשונות של ה- IFRS בישראל ילוו בהשפעות של עיוותים שהם תוצר לוואי של המעבר. אחד המקרים המעניינים לעיוות חשבונאי כזה בעקבות המעבר נובע משינוי סיווג של השקעות שוטפות בניירות ערך לקבוצת הנכסים הפיננסיים הזמינים למכירה, אשר מאפשר לחברות המדווחות לרשום פעמיים מבחינה חשבונאית את אותו רווח כלכלי!

בהתאם לכללים בישראל, השקעה שוטפת ייצגה את כל אותן השקעות בניירות ערך סחירים שהן חלק מהאמצעים הנזילים, אינן מוחזקת לזמן ארוך ולפי מהותן ניתנות למימוש מיידי. השקעה שוטפת נמדדה על פי השווי ההוגן בכל תאריך מאזן כאשר ההפרשים נזקפו לדוח רווח והפסד. לעומת זאת, בהתאם ל- IFRS השקעה בניירות ערך מסווגת לקבוצת הנכסים הפיננסיים הנמדדים בשווי הוגן דרך דוח רווח והפסד רק אם היא מוחזקת למסחר או מיועדת לקבוצה זו במקרים מסוימים.

כפועל יוצא, השקעות בניירות ערך סחירים שסווגו בעבר כהשקעה שוטפת מאחר ולא הוחזקו לטווח ארוך לא יכולות להיות מסווגות לקבוצת הנכסים הפיננסים הנמדדים בשווי הוגן לרווח והפסד, אם אינן מוחזקות למסחר או אינן מיועדות לקבוצה זו. כפועל יוצא, במעבר ל- IFRS יש לסווג את אותן השקעות דווקא לקבוצת הנכסים הפיננסים הזמינים למכירה. קבוצת הנכסים הפיננסיים הזמינים למכירה נמדדת אמנם גם בהתאם לשווי ההוגן אך השוני הוא שהפרשים בשווי ההוגן אינם נכללים בדוח רווח והפסד אלא נזקפים לקרן הונית עד למועד המימוש. המשמעות של סיווג כזה, כאשר מדובר בהשקעות רווחיות, היא שהרווח על נייר הערך ירשם פעמיים: בפעם הראשונה לפי הכללים בישראל עד ליום המעבר ובפעם השנייה בעתיד במועד המימוש בפועל של נייר הערך.

דוגמה מצוינת לכך ניתן למצוא בדוחותיהן הכספיים של חברות הביטוח בארץ. חברות הביטוח סיווגו בעבר כהשקעה שוטפת את הנכסים הסחירים הלא נגזרים שאינם נכללים בתיקי השקעות כנגד פוליסות משתתפות ברווחים (נוסטרו). לעומת זאת, על פי ה- IFRS נכסים סחירים אלו מסווגים בדרך כלל כנכסים פיננסיים זמינים למכירה.

מאחר ומדובר בנכסים רווחיים, הרי שביום המעבר ל- IFRS (1 בינואר 2007) סיווגו חברות הביטוח את הרווחים שאותם כבר רשמו בדוח רווח והפסד לקרן הונית. הטבלה שלהלן מציגה את אותם רווחים (בניכוי מס) שתיקנו את יתרת העודפים ונזקפו לקרן הון, בהינתן שכל הקיטון בעודפים בגין ניירות ערך נובע משינוי הסיווג לתיק הזמין למכירה:

החברה	**1 בינואר 2007**	**31 בדצמבר 2007**
	מיליוני ₪	**מיליוני ש"ח**
כלל ביטוח	139	96
מגדל	51	69
הראל	98	101

אם ניקח לדוגמה את חברת הביטוח מגדל, נראה כי עד ליום 1 בינואר 2007 (לפני ישום ה- IFRS) רשמה רווחים בניכוי מס כתוצאה מעליית ערך של הנכסים הנ"ל בסך של 51 מיליון ₪. כמו כן, בשנת 2007, שנה שבה עדיין לא מיושם ה- IFRS רשמה מגדל רווחים בניכוי מס של 18 מיליון ₪ (=51 – 69). עד כאן הכל נראה הגיוני, רק שכעת

בעקבות המעבר ל- IFRS מגדל זוקפת נכון ליום 31 בדצמבר 2007 את כל ה- 69 מיליון ₪ לקרן הון משערוך ניירות ערך זמינים למכירה. קרן ההון הנ"ל תופשר לדוח רווח והפסד בעתיד כשניירות הערך ימומשו.

כל שנותר למשקיעים, איפוא, הוא לנסות ולהתמצא ברזי ה- IFRS. על אף שמדובר בתוצר לוואי חד פעמי של מעבר משפה אחת לשנייה, יש לו משמעות גדולה מבחינת החברות המדווחות. אם נוסיף לכך את הבעיות המובנות של שיטת הטיפול בקבוצת הזמין למכירה, הרי שלא מדובר רק ברישום כפול של אותו רווח, אלא גם שהפעם השנייה רישום הרווח יהיה גמיש הרבה יותר. הדבר נובע מכך ששיטת טיפול בעייתית זו מאפשרת להנהלות ניהול רווחים לגיטימי לחלוטין על ידי הפשרת קרן ההון בכל עת וכמות בה יחפצו. לצורך התזמון הנכון כל שנדרש הוא למכור את נייר הערך לפי ערכו בשוק...

1.3 ומה לגבי המשתמשים?

עד כה, באופן טבעי הטרידה מהפכת ה- IFRS בעיקר את הגורמים הקשורים להכנת הדוחות הכספיים. מדובר בעיקר על חשבים, CFO's, מנכ"לים ורואי חשבון של החברות הציבוריות. לאחרונה נוכחו לדעת שגם הדירקטורים החלו להיות מעט מוטרדים (וכנראה מעט מדי). החשש מבחינת הגורמים המדווחים והיועצים שלהם מוצדק בהחלט – מדובר במהפכה של ממש, שמשנה סדרי בראשית. עם זאת, אנו נוטים לשכוח את הגורם שבעבורו כל המערכת החשובה הזו עובדת – המשתמשים בדוחות הכספיים. משקיעים במניות, משקיעים באגרות חוב, מלווים, אנליסטים ואחרים, צריכים להיות מוטרדים לא פחות מהמדווחים עצמם ואולי אף הרבה יותר, שהרי בסופו של דבר הם אלו שמוציאים את הכסף מהכיס. לא יהיה זה מוגזם להניח כי עצם היותם חיצוניים לחברה וניזונים רק מדיווחיה הכספיים, כמו גם העובדה שהמיומנות שלהם ב- IFRS מוגבלת, אם בכלל קיימת, עשויים להותיר אותם מהר מאד אובדי עצות.

למעשה, המשתמשים בדוחות צריכים להיות מודאגים מה- IFRS לפחות בשני היבטים. בהיבט הראשון, ישום ה- IFRS יקשה מאד על ניתוח הביצועים של החברות המדווחות, שמשמש כידוע בסיס למודלים העיקריים לניתוח דוחות כספיים, הערכות שווי ולקביעת יכולת החזר חובות. הערבוב בין נתוני השווי ונתוני העלות עשוי להותיר במבוכה את התפיסות המקובלות של שימוש בנתונים בסיסיים ביותר כמו רווח תפעולי, EBITDA, רווח נקי, רווח למניה ותזרים מפעילות שוטפת. יתר על כן, בהתאם ל- IFRS לא כל השינויים בנכסים וההתחייבויות של החברה נרשמים בדוח רווח והפסד, אלא חלקם נזקפים ישירות להון העצמי. כנקודת מוצא לניתוח הביצועים על המשתמש להבין אילו פריטים יש לנטרל מהרווח ואלו פריטים יש להוסיף לו. למותר לציין, כי מעבר לקושי הטבעי בביצוע התאמות כאמור, הרי שהן עשויות להשתנות מחברה אחת לשנייה כך שיתכן ולצורך הבנת הדוח של חברה אחת יידרשו התאמות מסוימות שכלל אינן נדרשות בחברה אחרת.

ההיבט השני נוגע לגמישות הרבה בישום ה- IFRS. כתקינה מבוססת עקרונות מאפשרת ה- IFRS גמישות דיווח רבה, הן מאחר והוראות המעבר ל- IFRS מקנות חופש פעולה רב ביותר והן מאחר וכללי ה- IFRS עצמם מקנים חופש פעולה נרחב בבחירה של מדיניות חשבונאית. למעשה, ללא קריאה מדוקדקת והבנה של המדיניות החשבונאית של כל חברה, המשתמשים לא ידעו את טיבם של הנתונים, גם אם לרגע המונחים שמשמשים לתיאור הנתונים יראו מוכרים מהעבר.

שלא יהיה ספק, בהתאם לכללי המשחק החדשים, ההנהלות של הגופים המדווחים תבחרנה את שיטות הטיפול החשבונאי העדיפות להן מתוך האפשרויות הדיווחיות השונות. מבחינת המדווחים נוצרת כאן הזדמנות אדירה ויש לומר גם נדירה. בכוחה של בחירת מדיניות חשבונאית מושכלת לשפר באופן ניכר את הדיווחים הכספיים של החברה, הן בשנת המעבר והן בשנים הבאות. עצם העובדה כי במקרים רבים אין לכך השפעה על מיסוי החברות מותירה בעיקר את הבחירה לאינטרסים דיווחים ולמידת ההשפעה על היכולת של החברות לחלק דיבידנד. לא יהיה זה מוגזם לומר, כי ב"מטבח" שבו מבשלים כעת את הדוחות הכספיים של החברות הציבוריות ושל חברות פרטיות שמתעתדות לעבור ל- IFRS רצים עשרות "טריקים" שהם בגדר אפשרויות חשבונאיות לגיטימיות לחלוטין.

התוצאה הישירה היא גידול בפער שבין החברות המדווחות ובין קוראי הדיווחים שלהן. בכדי להבין את נתוני ה-IFRS אין מנוס מלהפשיל שרוולים ולהציץ לתוך ה"מטבח" שבו מכינים אותם. פעולה שאינה פשוטה כלל ועיקר למי שאינו רואה חשבון, לאור החומה המרתיעה של המקצוע, לפחות "על הנייר". אחרת, לא נשאר סיכוי רב להבין את טיבו של "התבשיל" החדש.

השאלה שנותרת פתוחה היא רק באיזו מידה יצליחו המשתמשים להתגבר על הפער? נראה כי לעניין זה יש לבצע הבחנה בין סוגי המשתמשים: המשתמשים הפשוטים והמשתמשים המאורגנים. צריך לומר את האמת, אין הרבה סיכוי שהמשתמשים הפשוטים, אלו שאנו מכנים לעתים "הציבור", יצליחו להדביק את הפער. מונחיה המבלבלים של השפה החדשה כמו גם השונות הרבה שהיא מייצרת צפויים להרחיק מהדוחות הכספיים את אותם משתמשים פשוטים, אם עדיין נותרו כאלה.

לעומתם, המשתמשים המאורגנים – גופים מוסדיים, בנקים, אנליסטים ומשקיעים גדולים ינסו להקצות משאבים על מנת להתאים את עצמם לשפה החדשה. כאמור, לא מדובר בהתאמות פשוטות – בדמות תיקון חד פעמי של מודל, אלא בהתאמות דינאמיות, שעשויות להשתנות בין מקרה אחד למשנהו. אך צפוי הוא שבטווח הקצר גם אותם משתמשים מאורגנים יתקלו בקשיים לא מעטים.

לסיום, חשוב לומר באותה נשימה: לאור ההתפתחויות הגלובליות, המהלך של אימוץ ה- IFRS בישראל הוא המהלך הנכון ביותר ואף יותר מכך - הבלתי נמנע. לטובת שיפור ההשוואתיות עם החברות בעולם (בעיקר באירופה) ואולי אף בטווח הארוך שיפור הרלבנטיות של הדיווח הכספי נשלם בשנים הקרובות "מס" בדמות פגיעה בהשוואתיות בין הדיווחים של החברות בארץ והמאמץ של כל המשתתפים בשוק ההון להתרגל לשפה החדשה, על חסרונותיה ויתרונותיה. ואולי כבר הגיעה העת שהחשבונאות תפרוץ את מחסומי הקליקה המקצועית הסגורה. כטיפ לכל אותם צעירים אשר בוחרים כעת מסלול לימודים ורואים עצמם כמשתתפים פוטנציאלים בשוק ההון: אל תתלבטו, בדרך לשוק ההון לכו ללמוד את מקצוע החשבונאות החדש.

1.4 עיוותי המס של החשבונאות החדשה

לאחרונה הודיעה רשות המיסים כי החברות שעברו ליישם את ה- IFRS תידרשנה בשנת 2008 להמשיך ולהתבסס על כללי החשבונאות הישראליים לצורך חישוב הכנסתן החייבת לצורכי מס. מעבר לחוסר הוודאות המיסוי החלטה זו יוצרת עיוותים בהתנהלות העסקית, לרבות צורך לנהל מערכות חשבונאיות כפולות.

כדוגמה אחת מיני רבות לעיוות זה ניתן לציין את החברות ששינו לאחרונה את מטבע הפעילות שלהן בדוחות הכספיים משקל לדולר, אך ממשיכות להיות ממוסות מנקודת ראות שקלית. עובדה זו יוצרת סתירה בין החשיפה העסקית שעומדת בבסיס הדיווח החשבונאי לבין החשיפה לצורכי מס ודי לציין שהוצאות המימון שנוצרות להן בגין הלוואות שקליות לאור תיסוף השקל כלל לא יותרו בניכוי לצורכי מס. היבט נוסף של העיוות נוגע להוצאות הפחת של הרכוש הקבוע: ירידת שער החליפין הביאה למצב נקודתי שבו דווקא בעתיד יותרו להן בניכוי הוצאות פחת שקליות אשר גבוהות יותר מהוצאות הפחת החשבונאיות שנמדדות דולרית. כפועל יוצא, רשמו אותן חברות בדוחות לרבעון הראשון של שנת 2008 הכנסה בגובה הטבת מס עתידית זו. לצורך המחשה, רק כתוצאה מהטבת המס העתידית הנ"ל רשמה פז ברבעון הראשון הכנסה של 33 מיליון שקל. בדומה, בז"ן עברה מדיווח על הפסד לפני מס של כ- 21 מיליון שקל ברבעון הראשון לדיווח על רווח נקי של כ- 8 מיליון שקל, בעיקר לאור הטבת מס זו.

שלא יהיה מקום לספק, שלטונות המס אינם צריכים לאמץ באופן גורף את ה- IFRS ויש לסטות ממנו במקרים ספציפיים בהם קיימת סתירה לעקרונות המס ובעיקר באותם נושאים שעיקרון המימוש הוא הבסיס למיסוי. כך לדוגמה אין זה הגיוני למסות את רווחי השערוך של נדל"ן להשקעה שרחוקים מאד מהמזומן שיתקבל בגינם. עם זאת ה- IFRS הביא עימו שינויים רבים אחרים מבוססי כלכלה שאינם עומדים בסתירה לעקרונות המס ואותם ראוי לאמץ ואף נראה שאין מנוס מכך.

הדוגמה הבסיסית ביותר היא הצורך להישען על הדוחות הכספיים לצורך מדידת הוצאות הפחת שיותרו בניכוי לצורכי מס. נכון לעכשיו, הוצאות הפחת המותרות בניכוי נקבעות לפי רשימה חד ערכית ומיושנת שמכונה "תקנות הפחת". הבעיה היא שהרשימה הנ"ל מפספסת בגדול את הכלכלה: היא בדרך כלל אינה מצליחה להקיף את כל סוגי הנכסים וגם אם כן – הרי שאין זה הכרח שאותו סוג של נכס ינוצל על ידי חברות שונות בדיוק באותו אופן. די להזכיר כי נכסים בלתי מוחשיים נפוצים בעולם החשבונאי החדש, כמו קשרי לקוחות ומותגים, אינם מופיעים כלל בתקנות פחת כלשהם, היעלה על הדעת שהפחתתם לא תוכר בניכוי לצורכי מס?

זה המקום להכיר בכך שלחוקי המס הסטאטיים, המתנהגים כנושאת מטוסים כבדה, קיים קושי רב בהתמודדות עם הדינאמיות העסקית והחשבונאית שמאפיינת יותר סירת מנוע. אין אולי דוגמה טובה להמחשה יותר מהשינוי החקיקתי שנעשה לפני מספר שנים בכדי להתיר בניכוי לצורכי מס הפחתת מוניטין שנרכש. אלא שאחרי שהתקבל השינוי כללי החשבונאות דווקא הפסיקו את ההפחתה והחברות מרוויחות פעמיים מהעיוות: בפעם הראשונה כאשר אינן מכירות בהפחתת המוניטין בדוחות הכספיים ובפעם השנייה כאשר הן נהנות מהטבת המס שבהפחתתו.

מהפכת ה- IFRS שמקרבת את החשבונאות לכלכלה היא הזדמנות מצוינת ובלתי חוזרת ליצור מערכת מס פשוטה ובהירה שתשקף את החשיבה העסקית של החברות. נקודת המוצא למיסוי חייבת להיות, אף יותר מבעבר, מבוססת

חשבונאות, לפי תפיסת המס המכונה גישת העקיבה. לנקודת מוצא זו, יש לקבוע מספר מצומצם וברור של סטיות מה- IFRS שאינן עולות בקנה אחד עם עקרונות המיסוי. גם הניסיון האירופאי מלמד כי המיסוי ברוב מדינות אירופה המתקדמות מבוסס IFRS כאשר רמת ההתאמות משתנה ממדינה למדינה.

לטובת המשק כולו נותר כעת להעניק את מלוא התמיכה לרשות המיסים שבוחנת כעת את הנושא, בצוות משותף עם לשכת רואי חשבון, לשכת עורכי הדין ופורום ה- CFO, לבצע את ה- RESHUFFLE האמיץ במערכת המס הישראלית.

1.5 רעידת אדמה חשבונאית בארה"ב מתקרבת

רשות ניירות ערך בארה"ב (SEC) פועלת בימים אלה על מנת לאפשר בקרוב לחברות אמריקאיות (מנפיקים מקומיים) לבחור ליישם את ה- IFRS במקום את הכללים בארה"ב (U.S. GAAP)! מדובר ברעידת אדמה של ממש אשר צפויה להצטרף להחלטה של ה- SEC מתחילת השנה לקבל החל משנת 2008 דוחות כספיים של מנפיקים זרים הערוכים בהתאם ל- IFRS ללא צורך בביאור התאמה.

די להזכיר שארה"ב, שוק ההון הגדול בעולם, אף פעם לא נטלה חלק במוסדות ה- IASB (או בגלגולו הקודם ה- IASC) ולו בשל החשש שהחלטותיו יחייבו אותה באיזושהי דרך. ההתנערות לא נבעה רק מהרצון של התעשייה האמריקאית החזקה והמשפיעה לשמור על אינטרסי הדיווח שלה, אלא גם כללה גוון של זחיחות מנצחים מעבר לפטריוטיות האמריקאית הרגילה. רק שהכל התנפץ ביום בהיר אחד כאשר אנרון קרסה באופן פתאומי וחשפה את החולשה הגדולה ביותר של התקינה האמריקאית: הניסיון להיכנס לפרטי הפרטים עד כדי יצירת "ספרי בישול" אפשר לקברניטי אנרון לעקוף את הכללים בקלות יחסית ובגדול. ההכרה בכישלון על רקע רוחות הגלובליזציה החזקות הביאה לכך האמריקאים מדברים כבר כמעט שנה ובקול רם על מפת דרכים ("roadmap") לאימוץ ה- IFRS בארה"ב.

על אף שה- IFRS וה- US GAAP התקרבו מאד זה לזה בשנים האחרונות קיימים ביניהם עדיין פערים משמעותיים כדוגמת האפשרות שקיימת רק ב- IFRS למדוד נדל"ן להשקעה לפי שווי הוגן. הבדל משמעותי נוסף נוגע לכללי ה- SEC בנושא PUSH DOWN ACCOUNTING שאינם מקובלים ב- IFRS. לדידם של האמריקאים, כאשר מבוצעת רכישה מלאה (או כמעט מלאה) של מניות חברה בת, ערב הנפקתה בבורסה, הרי שקיימת הצדקה לשנות את בסיס המדידה בדוחות הכספיים של החברה הבת עצמה ולכן לשערך את נכסיה והתחייבויותיה, לרבות נכסים בלתי מוחשיים ומוניטין. בכך למעשה "דוחפים למטה" את הטיפול מהדוחות הכספיים של החברה האם לדוחות החברה הבת.

מקרה קלאסי של "PUSH DOWN" היא סלקום אשר הנפיקה לראשונה בארה"ב בתחילת 2007 (וכעבור מספר חודשים רשמה את המניות למסחר גם בתל אביב) לאחר שקצת יותר משנה קודם נרכשו 69.5% ממניותיה על ידי חברת השקעות דיסקונט כ- 6 מיליארד שקל שבכך עלתה להחזקה כמעט מלאה בסלקום.

על אף שכחברה דואלית עמדה לסלקום האפשרות להכין את דוחותיה הכספיים בהתאם לכללים בארה"ב, היא המשיכה ליישם לאחר הנפקתה את הכללים בישראל ועברה לכן ליישם את ה- IFRS החל משנת 2008. כפועל יוצא, סלקום אינה מיישמת את כללי ה- "PUSH DOWN" דלעיל אשר היו יכולים לשנות את דוחותיה הכספיים ללא הכר: השערוך לשווי הוגן והפחתת נכסים בלתי מוחשיים היו גורמים להגדלת ההון העצמי בכ- 3.5 מיליארד שקל ולהקטנת הרווח בכל שנה בעשרות מיליוני שקלים! בכדי להבין סדרי גודל: ההון עצמי של סלקום ליום 31 בדצמבר 2007 לפי ה- IFRS מסתכם ב- 837 מיליון ₪ בלבד. אין עוררין כי במקרה זה מדובר בהשפעה שלילית על הרווח ובאופן מכריע יותר על מדדים כדוגמת תשואה לנכסים ותשואה להון העצמי.

בשונה מסלקום, מספר לא מבוטל של חברות ישראליות דואליות מדווחות כיום כפי שמתיר להן חוק הרישום הכפול לפי הכללים בארה״ב ובראשן טבע וחברות גדולות נוספות שנכללות במדד ת״א 25 כמו אלביט מערכות, נייס וכן המתחרה הגדולה פרטנר.

לאור המציאות העכשווית לפיה חברה ישראלית שמיישמת את ה- IFRS יכולה להיסחר בכל בורסה בעולם ללא כל דרישות להתאמה, אין להתפלא אם נראה בקרוב חברות דואליות ישראליות מחליטות על מעבר יזום ל- IFRS. מעבר ליתרונות הדיווחים הרבים של ה- IFRS ביחס לתקינה האמריקאית הרי שכתקינה מסודרת, מובנית ומבוססת עקרונות (הכוללת קצת יותר מ- 40 תקנים חשבונאיים) היא חוסכת מהחברות את השעבוד לתקינה האמריקאית המפורטת לעייפה ובכלל זה לאלפי פרסומים מקצועיים אשר לעיתים כובלים את החשיבה העסקית.

1.6 שעת המבחן של הביקורת

המעבר החד של כללי החשבונאות ל- IFRS הותיר מאחור את הביקורת על הדוחות הכספיים. הסיבה לכך נעוצה בשני המאפיינים הבולטים ביותר של השפה החדשה: היותה תקינה מבוססת עקרונות שיישומה נתון לפרשנויות ולשיקול דעת והתבססותה הניכרת על השווי ההוגן.

כל סטודנט למנהל עסקים לומד את העיקרון הבסיסי לפיו הדוחות הכספיים, על כל השיטות והאומדנים המיושמים בהם, הם מצגי ההנהלה ונמצאים באחריותה הבלעדית כאשר תפקידו של רואה החשבון הוא לחוות את דעתו עליהם. אלא שבפרקטיקה גבולות אלו מטושטשים ובמקרים רבים רואה החשבון המבקר הוא גם זה שמייעץ להנהלה כיצד להכין את הדוחות ולעתים קרובות אף עורך אותם בעצמו. ניתן לדמות זאת כמעט לעבודתו של הסנגור והשופט יחדיו באותו המשפט. מציאות זו נוחה מאד לשני הצדדים: הדבר מאפשר להנהלות שלא להשקיע משאבים ומאמץ ולהישאר בתפיסה של "ראש קטן" – בנוסח הכללים החשבונאיים שייכים לרואי החשבון. כמו כן, הדבר מאפשר לרואי החשבון לבסס את מעמדם מול הלקוח ואף להעניק לו מוצר בעל ערך מוסף שהרי הביקורת עצמה אינה נתפסת ככזו.

אך מה שהיה אפשרי בעבר בעולם ה"חיים הפשוטים" של השחור והלבן הפך להיות בלתי אפשרי בעידן ה- IFRS שבנויה על שיקול הדעת של ההנהלה. הבעיה היא שלהנהלות כיום אין בדרך כלל את היכולת ו/או הרצון לקבוע מהו הטיפול החשבונאי הראוי. לתוך הריק שנוצר בתקופת המעבר נכנסו משרדי ראיית החשבון הגדולים והכתיבו גישות ופרשנויות שונות. אחד מתוצרי הלוואי הוא שבדוחות ה- IFRS כיום יתכנו אירועים כלכליים זהים לחלוטין שהטיפול החשבונאי בהם נקבע באופן שונה רק בגלל שהם מבוקרים בידי משרדי רואי חשבון שונים.

נקודת האור במישור זה היא מהלך רגולאטורי בעל שלוש צלעות שיכנס לתוקף בשנת 2009. הצלע הראשונה היא האימוץ החלקי של ה- SOX שידרוש בין היתר מכל החברות הציבוריות לספק הצהרות חתומות בידי המנכ"ל וסמנכ"ל הכספים בדבר נכונות הדוחות הכספיים. הצלע השנייה הן התקנות החדשות בדבר אי תלותו של רואה החשבון שיגבילו את השירותים אותם הוא יכול להעניק לחברה המבוקרת, לרבות בהקשר של כתיבת חוות דעת מקצועית לחברה המבוקרת. הצלע השלישית היא הדרישה של רשות ניירות ערך להפרדה בין העריכה של הדוחות הכספיים לבין הביקורת עליהם.

בכדי שהמהלך המשולש יוביל לשינוי תפיסתי אמיתי בהתייחסות של ההנהלות לדוחותיהן הכספיים צריך ליישם ולאכוף אותו באופן מהותי כפי שמקובל בארה"ב גם אם הדבר יהיה כרוך בגידול משמעותי של עלויות הדיווח ולא להסתפק בעמידה טכנית בדרישות בכדי לצאת ידי חובה.

אך גם ההתמקדות של רואה החשבון בביקורת, על אף שהיא הכרחית, לא תספיק במסע ההצלה של הביקורת. בכדי לשמור על האפקטיביות של הביקורת כמבקרת איכות של הנתונים הכספיים בעידן ה- IFRS יש לבצע שינוי קונספטואלי עמוק בביקורת המסורתית. צריך להכיר בכך שביקורת חשבונאות של שווי ההוגן צריכה להתמקד בבדיקת הנחות ואומדנים והיא שונה לחלוטין מביקורת חשבונאות של עלות שהתמקדה בספירת המלאי.

חשוב להדגיש, מדובר בבעיית ביקורת כלל עולמית שככל הנראה תוביל בסופו של דבר לשינוי במקצוע ראיית החשבון ובאופיים של העוסקים בו. בכדי להתחיל את השינוי הקונספטואלי יש לבחון אימוץ גורף של תקני הביקורת הבינלאומיים והסדרת התחום של מעריכי השווי אשר פרוץ כיום לחלוטין.

2. מכשירים פיננסים

2.1 שינוי פני האיגוח

אחד החששות הכבדים שנשמעו בעקבות ההחלטה לאמץ ה- IFRS בישראל נגע לפגיעה בשימוש הנפוץ בפעולת איגוח או ניכיון לקוחות. על אף שמבחינה כלכלית ועסקית פעולת איגוח/ניכיון מייצגת גיוס מזומן על בסיס התשלומים העתידיים של הלקוחות, השאלה החשבונאית המרכזית היא האם ניתן לטפל בכך כמכירה ולכן לגרוע את היתרה המאזנית של הלקוחות, או לחלופין לטפל בכך כגיוס הלוואה תוך שעבוד יתרת הלקוחות לטובתה.

בהשוואה לכללים האמריקאיים שיושמו עד כה בישראל, ה- IFRS נוקשה ביחס לטיפול כגריעה (מימון חוץ מאזני) לאור העובדה שהיא מתמקדת בהיבטים הכלכליים של העסקה ולא רק בהיבטים המשפטיים של העברת השליטה. בהתאם, רק כאשר הישות המדווחת מעבירה במהות (substantially) את כל הסיכונים וההטבות הנובעים מהבעלות על הנכס הפיננסי, יש לגרוע את הנכס הפיננסי. קביעה זו מתבססת על החשיפה להשתנות תזרימי המזומנים נטו שינבעו מהנכס הפיננסי לפני ההעברה ואחריה. כך לדוגמה, בהתאם ל- IFRS לא ניתן לגרוע שטרות במצבים שבהם קיימת זכות חזרה למעביר השטר.

כפועל יוצא, חברות ישראליות רבות שגרעו בעבר את יתרות הלקוחות נדרשו בעקבות ה- IFRS להחזיר אותן למאזניהן. הדוגמאות הבולטות לכך הן מענף הכימיקלים: מכתשים אגן וכימיקלים לישראל הוסיפו ליתרת הלקוחות ליום המעבר (1 בינואר 2007) 826 מיליון ₪ ו- 923 מיליון ₪, בהתאמה. במאמר מוסגר, יש לציין כי ענף הליסינג שמבצע איגוחים רבים אינו מושפע מה- IFRS מהטעם הפשוט שגם לפני כן רשם את התקבולים כהלוואות מאחר והתזרימים בליסינג אינם מהווים נכס חשבונאי נוכחי שניתן לכן לגריעה.

על אף שההבדל בין שתי האפשרויות הטיפול החשבונאי הוא בעיקר ניפוח מאזני, לגריעת הלקוחות מהמאזן משמעויות אדירות מבחינת הבנת המצב העסקי של החברות, שהרי הפריבילגיה הדיווחית במקרה של גריעה היא השגת הלוואה שלא מקבלת ביטוי במאזן – "מימון חוץ מאזני". הטבלה שלהלן ממחישה עד כמה משמעותי השינוי ליום המעבר על ניתוח המצב העסקי:

	לפני IFRS (מימון חוץ מאזני)		**אחרי IFRS (מימון תוך מאזני)**	
	ימי לקוחות	**יחס התחייבויות/הון**	**ימי לקוחות**	**יחס התחייבויות/הון**
מכתשים אגן	94	1.3	147	1.5
כימיקלים לישראל	50	1.1	73	1.2

נשאלת איפוא השאלה כיצד השינוי של ה- IFRS משפיע על ההתנהגות העסקית של החברות? מכתשים אגן לדוגמה מדווחת כי שינתה במהלך הרבעון השלישי של שנת 2007 את תנאי עסקת האיגוח, כך שהחל ממועד זה עסקת האיגוח עומדת בדרישות הגריעה החדשות. לעומת זאת, בכימיקלים לישראל לא שונו תנאי האיגוח כך שלסוף שנת 2007 ימי הלקוחות והמנוף הפיננסי נמצאים ברמתם החדשה ואף למעלה מכך. לצורך המחשה, מספר ימי הלקוחות של כימיקלים לסוף שנת 2007 עומד על כ- 80.

חשוב להדגיש כי לא מדובר כאן בשינוי טכני של תנאים אלא בשינוי מהותי שמעביר סיכונים לצד השני לעסקה. לכן אין זה ברור כלל כי ניתן לבצע אותו באותה קונסטולציה ואם כן סביר להניח שיהיה כרוך בעלות נוספת. לצורך המחשה, ניתן לפנות לתחום פשוט יותר של ניכיון כרטיסי אשראי. קריסטל לדוגמה אשר נוהגת לנכות את מרבית סכומי כרטיסי האשראי המתקבלים מלקוחותיה (הוסיפה ליום המעבר 44 מיליון ₪ ליתרת הלקוחות) מדווחת כי בחודש דצמבר 2007 חתמה על תיקון להסכם ניכיון כרטיסי אשראי על מנת להעביר את זכות החזרה למוסדות הפיננסיים וכתוצאה מכך רשמה החברה הוצאה נוספת של כ- 1,316 אלפי ₪ (בניכוי מס). הוצאה זו מייצגת כ-3% מיתרת הלקוחות.

ניתן להיווכח כי שינוי השפה החשבונאית אכן משפיע על ההתנהלות העסקית של החברות. סביר כי חברות שאינן מעוניינות או אינן יכולות לבצע את שינוי התנאים יפעלו לצמצום היקפי פעילות האיגוח או הניכיון שהרי אין בה כבר יתרון דיווחי על פני גיוס רגיל של אשראי. עם זאת, חשוב לומר כי מדובר באחד השינויים החשובים של ה- IFRS: סגירת הפירצה הדיווחית מבטלת מצד אחד את העיוות באינטרסים העסקיים ומצד השני משפרת את הדיווח הכספי לכלל המשתמשים, ולא ממעניקה יתרון למשקיעים או אנליסטים מתוחכמים שהיו מבצעים את הנטרולים הנ"ל.

2.2 השגיאה של ה- IFRS

אף אחד אינו מטיל ספק בשאיפה של ה- IFRS לקרב ככל הניתן את החשבונאות כשפת העסקים לכלכלה שעומדת בבסיסה. עם זאת, לא ניתן להתעלם מאחת השגיאות החשבונאיות הבולטות ביותר ב – IFRS אשר נוגעת לטיפול החשבונאי בכתבי אופציה שתוספת המימוש שלהם צמודה למדד (או למטבע חוץ) ובאגרות חוב להמרה צמודות כאמור.

בהתאם ל – IFRS כתבי אופציה צמודים למדד או לדולר מסווגים כהתחייבות ולא כהון עצמי, כפי שהיה מקובל בעבר. ההשלכות של כך אינם רק במישור ההצגה, לפיו ההון העצמי קטן וסך ההתחייבויות גדלות, אלא גם במישור מדידת התוצאות העסקיות. בעוד הון עצמי נמדד על פי העלות (לאמור, הסכום שגויס בהנפקה) הרי שהתחייבויות כאלה נמדדות על פי שווי הוגן בכל תאריך מאזן, כאשר ההפרשים בשווי ההוגן נזקפים לדוח רווח והפסד. חברת קרדן לדוגמה, רשמה כתוצאה מהאמור לעיל ברבעון הראשון של השנה הוצאות מימון נוספות של כ- 20 מיליון ₪ שהיוו כמחצית מהרווח הנקי לאותו רבעון.

העיוות האדיר הוא דווקא במדידת התוצאות. ככל שהחברה תצליח יותר ובעקבות כך מחיר המניה שלה יעלה, כך גם תרשום יותר הוצאות כתוצאה מכך שהשווי של כתבי האופציה עולה אף הוא. לשם חידוד העיוות: יתכן שחברה אשר הרוויחה מהפעילות בתקופה מסוימת תציג בשורה התחתונה הפסד רק מפני שהיא טובה כל כך....

בכדי לנסות להציע פתרונות, חשוב להבין ראשית את מקור השגיאה של ה – IFRS. הכל מתחיל בזה שה- IFRS נדרשה לקבוע האם סכומים שחברה קיבלה ואותם היא לא תידרש להחזיר יסווגו תמיד כהון עצמי. ה- IFRS החליטה בצדק שלא, ולצורך כך נקבעה ההבחנה בין סכומים כאמור אשר אינם משקפים יחסים בין חברה לבין בעלים שיטופלו כהתחייבות לבין אלו שאכן משקפים ולכן יטופלו כהון עצמי בהתאם למהות היחסים.

לצורך המחשה נשתמש בדוגמה הפשטנית הבאה: נניח כי גורם מסוים (ספק, בעל מניות פוטנציאלי, בעל שליטה או כל אחד אחר) הפקיד בחברה מסוימת סך של 100,000 ₪ כתשלומים על חשבון מניות שיונפקו בעוד שנתיים. במועד ההפקדה מחיר המניה של החברה הינו 10 ₪. בהתאם להסכם, מספר מהמניות שיונפקו לאותו גורם יקבע בעתיד בהתאם למחיר המניה במועד ההנפקה בפועל. נניח שבמועד הנפקת המניות מחיר המניה ירד ל- 5 ₪ ולכן החברה הנפיקה 20,000 מניות (=100,000 / 5). אין ספק שבראיה של אותו גורם, בתקופת השנתיים, הוא אינו נושא בסיכון בעלים וגם לא בסיכוי בעלים. במילים אחרות, הוא אדיש לשינוי במחיר המניה, שהרי יקבל בכל מקרה מניות בשווי של 100,000 ₪. כפועל יוצא החברה תסווג את הסכום שהתקבל כהתחייבות ותמדוד אותו בשווי הוגן.

מכאן נולד הכלל לפיו בכדי שסכום מסוים שהחברה קיבלה על חשבון מניות ואין לה מחויבות להחזירו יסווג כהון עצמי, הוא חייב להיות בסכום קבוע ובמספר קבוע של מניות. בדוגמה שלנו, היה צריך לקבוע מראש שאותו גורם יקבל בעוד שנתיים 10,000 מניות (=100,000 – 10). הקביעה הנ"ל נכונה והגיונית, רק הבעיה היא שכשבאים ליישם את הכלל באופן עיוור, לוקחים כמה שבויים בדרך "על לא עוול בכפם". וזה מחזיר אותנו לעיוות שנוצר לגבי סכומים שהתקבלו בגין כתבי אופציה או אגרות חוב להמרה כאמור, שמבחינה טכנית אינם עומדים בכלל של הסכום הקבוע, שהרי מדובר בסכום שישתנה בהתאם לשינויים במדד או בשער החליפין.

קיימים שני סוגים של פתרונות אפשריים לעיוות הנ״ל שאינם מקובלים כרגע על פי ה- IFRS. האחד, להתייחס לסכומים שהם צמודי מדד או מטבע חוץ כסכומים קבועים לצורך יישום הכלל ואז לטפל באותם מכשירים כהון עצמי כאילו מרכיב ההצמדה לא קיים כלל. הבעיה עם הפתרון הזה כרגע היא כי סכום קבוע צריך להימדד במונחי מטבע הפעילות שהוא השקל. פתרון אחר הוא לבצע בכלל הפרדה של מרכיב ההצמדה מהאופציות או מאגרות החוב להמרה ולטפל בו כמכשיר נפרד. כלומר, לטפל בהנפקה של כתבי אופציה כהנפקה של שני מכשירים: האחד, כתבי אופציה שתוספת המימוש שלהם אינה צמודה, השני חוזה הצמדה של תוספת המימוש (נגזר משובץ). בעוד המכשיר הראשון יטופל כהון עצמי הרי שהשני יטופל כהתחייבות ויימדד בהתאם לשווי ההוגן.

כתקינה חשבונאית מבוססת עקרונות, ששמה לה לדגל את עדיפות המהות הכלכלית של העסקאות על פני צורתן המשפטית, ה- IFRS חייבת לפתור במהרה את העיוות שנוצר. הרי לא יתכן שחברה תנפיק מכשיר אחד במסגרת שני חוזים נפרדים ותתקבל תוצאה חשבונאית אחרת מזו שהיתה מתקבלת אילו מדובר היה בחוזה משפטי אחד. נראה שלבנתיים קוראי הדוחות צריכים לזהות ונטרל את העיוות. ולסיום, עצה למדווחים: שנו את תנאי ההנפקות ואל תנפיקו כתבי אופציה או אגרות חוב להמרה צמודות.

2.3 נגזרים משובצים

אחד השינויים החשובים של ה- IFRS נוגע לדרישה להפריד נגזרים אשר משובצים במכשירים פיננסיים או בחוזים לא פיננסיים. הרציונאל של הפרדת הנגזרים המשובצים הוא לתת עדיפות למהות הכלכלית של העסקאות על פני הצורה המשפטית שלהן, שהרי מבחינה טכנית ניתן לכלול שני מכשירים נפרדים במסגרת חוזה אחד במקום בשני חוזים נפרדים.

דוגמה למכשיר פיננסי ממנו יש להפריד נגזר משובץ היא השקעה באגרות חוב להמרה וזאת מתוך תפיסה שמדובר כאן באופציית רכש הונית שמשובצת במכשיר חוב מארח (אגרות חוב רגילות). כמו כן, דוגמה לחוזה לא פיננסי ממנו יש להפריד נגזר משובץ הוא חוזה שכירות ארוך טווח במטבע חוץ. על אף שחוזה השכירות העתידי עצמו (החוזה המארח) אינו מקבל ביטוי בדוחות הכספיים, הנגזר המשובץ בו, אשר מייצג שורה של עסקאות פורוארד, יופיע במאזן ויימדד בהתאם לשוויו ההוגן בכל תאריך מאזן.

יחד עם זאת, מטעמי פשטות בעיקרם ומטעמים אחרים ה- IFRS אינו דורש להפריד את הנגזר המשובץ מהחוזה המארח בכל מקרה. מקרה שבו לא נדרשת הפרדה, הוא כאשר מדובר בנגזר של מטבע בו משתמשים באופן נרחב בסביבה הכלכלית שבה מתרחשת העסקה, והוא משובץ בחוזה מארח לא פיננסי.

השאלה המרכזית אפוא, היא האם ניתן לראות את הדולר כמטבע בו משתמשים בישראל בדרך כלל בחוזים לרכישה או למכירה של פריטים לא פיננסיים? התשובה לשאלה הנ"ל היא קריטית והיא יוצרת בדיוק את ההבדל בין הדרישה להפריד את אותם נגזרים דולריים בדוחות הכספיים לבין אי הפרדתם. נראה כי ה- IFRS במקור הותיר את ההקלה הזאת למדינות היפראינפלציוניות בהן קיימת "בריחה" מהמטבע המקומי.

עד כה לפי הפרשנות המקובלת היה צורך להפריד את הנגזר המשובץ. לראיה הועדה המקצועית של המוסד הישראלי לתקינה פרסמה בחודש נובמבר 2007 דוגמה שמפרידה את הנגזר המשובץ הדולרי. עם זאת, אותה וועדה מקצועית דווקא הפכה בשבוע שעבר (20 במאי) את עמדתה והחליטה כי הדולר היווה מטבע שמקובל להשתמש בו גם בעסקאות מקומיות בישראל שנוצרו עד ליום 31 בדצמבר 2006. המשמעות של החלטה זו היא שהחברות הישראליות אינן נדרשות ואף אינן יכולות להפריד את הנגזרים המשובצים הדולריים לגבי כל החוזים הדולריים בעבר. ההשלכות הכספיות תלויות בכיוון של אותו נגזר דולרי: ניתן לומר כי בתקופה בה שער החליפין יורד אי הפרדת הנגזר הדולרי מונעת הפסדים בפוזיציית "לונג" ומנגד מונעת רווחים בפוזיציית "שורט". צריך להבין שבכל מקרה אי הפרדת הנגזר מונעת תנודתיות דיווחית ולכן הדבר משרת את האינטרסים של כלל המדווחים!

מבלי להיכנס כלל להיבטים הכלכליים על פיהם יש לראות לכאורה בדולר כמטבע מקובל בישראל, הבעיה היא שעד כה רוב החברות בארץ הפרידו בדוחות ה- IFRS שלהן את הנגזרים הדולריים, לרבות במסגרת הרבעון הראשון של 2008. לצורך כך הן הסתמכו על הערכות שווי שהוזמנו ואף לעיתים ביצעו שינויים של הסכמים דולריים לשקלים.

לא זו בלבד שבדיעבד חברות אלו חוו עלות דיווחית מיותרת הרי שכעת מסתבר שהדוחות הכספיים שלהן אינם נכונים בהתאם ל- IFRS לפי פרשנות זו. ומעל הכל חשוב שנקפיד לשאול את עצמנו את שאלת ה- "IFRS הישראלי": עד כמה הפרשנות הזו שלנו, גם היא אם נוחה למדווחים וגם אם נמצאו המומחים הכלכליים שיחתמו עליה, נכונה בהתאם ל- IFRS?

2.4 ניירות ערך זמינים למחיקה

עיתוי ההכרה בירידת ערך של השקעה ארוכת טווח בניירות ערך ("השקעת קבע") הינו עניין חשבונאי רגיש ביותר. כללי החשבונאות עד כה דרשו להכיר בהפסד מירידת ערך רק כאשר מדובר בירידה שאינה נושאת אופי זמני, ומנהלי החברות האופטימיים מטבעם נטו לראות כמעט בכל ירידת ערך כירידה זמנית מה שגם הסתדר מצוין עם האינטרס הדיווחי שלהם.

המעבר ל – IFRS אינו נושא עימו פתרון מלא לבעיה. לעניין זה, השקעת קבע במניות או במקרים מסוימים באג"ח מכונה ב- IFRS כנכס פיננסי זמין למכירה (available for sale). הטיפול בנכס זמין למכירה נשען בשינויים מסוימים על "פטנט" אמריקאי מתחילת שנות ה- 90, לפיו הנכס הפיננסי נמדד מצד אחד בהתאם לשווי הוגן אך מצד שני השינויים בשווי ההוגן נזקפים לקרן הונית עד למועד המימוש או בעת ירידת ערך שאינה בעלת אופי זמני. הרציונאל מאחורי "יצור הכלאיים" הזה הוא הרצון להציג במאזן את הערך הרלבנטי של ההשקעה מצד אחד אך מצד שני לא ליצור תנודתיות עודפת בדוח רווח והפסד לאור הא- סימטריה הנובעת מכך שמרבית ההתחייבויות במאזן אינן נמדדות לפי שווי הוגן.

נשאלת השאלה איפוא כיצד קובעים אם ירידת הערך נושאת אופי זמני בלבד? כללי החשבונאות האמריקאיים הותירו כאן טווח לא מבוטל של שיקול דעת. ניתן למצוא דוגמה מוחשית ואקטואלית למדיניות חשבונאית קריטית זו בתיק ההשקעות של בנק הפועלים בניירות ערך מגובי משכנתאות (MBS), שם מיושמים הכללים האמריקאיים. ירידת הערך עליה דיווח הבנק בדוחות הכספיים לשנת 2007 בתיק ה- MBS (כ- 600 מיליון ₪), כולה, טופלה על ידו כירידה זמנית ולכן לא באה לידי ביטוי בדוח רווח והפסד. לאחרונה דיווח הבנק על ירידת נוספת בתיק ה- MBS של 224 מיליון דולר, אך לא ציין כיצד תטופל בדוחות הכספיים של הרבעון הראשון – האם כזמנית או לא?. עם זאת, הבנק הותיר לעצמו את האופציות פתוחות בכך שהדגיש בדיווח המיידי כי להערכתו ירידות ערך אלו אינן משקפות את הערך הכלכלי האמיתי של התיק בהנחה של המשך החזקתו לטווח ארוך ועד מועדי הפירעון.

המקרה המדובר של בנק הפועלים ממחיש היטב את טווח שיקול הדעת הטמון בטיפול החשבונאי לפי הכללים האמריקאים. עם זאת, ההתייחסות בתקינה הבינלאומית שונה במקצת. ה – IFRS אינו משתמש במונח "שאינה בעלת אופי זמני" אלא קובע כי ירידת הערך תוכר בדוח רווח והפסד אם היא משמעותית או מתמשכת. ניתן לראות זאת גם כך, התקינה הבינלאומית מסתכלת יותר על המצב הקיים מאשר על העתיד, מה שעשוי לצמצם את מרחב שיקול הדעת. על אף שה- IFRS אינו נוקב בתקופת זמן מסוימת או בשיעורים מסוימים, נראה כי קביעת תקופת ארוכה משנה כלא מתמשכת או קביעה של ירידה של יותר מעשרים אחוזים ביחס לעלות המקורית שלא משמעותית אינן סבירות בעבור חברות שמיישמות את ה- IFRS.

אין עוררין כי הירידות בבורסה בתקופה האחרונה על רקע המעבר ל- IFRS צפויות לחדד את נושא "משמעותית או מתמשכת" בדוחות של החברות לרבעון הראשון, אל מול התמריץ הדיווחי הברור והמוכר של המנהלים שלא להכיר בירידות הערך בדוח רווח והפסד. יתר על כן, גם הקביעות של ה- IFRS לפיהן לאחר שהוכרה ירידת ערך לראשונה כל

ירידת ערך עוקבת תטופל כמתמשכת וכן כי ירידת הערך במכשירים הוניים לא חוזרת לדוח רווח והפסד, מוסיפות לתמריץ הנ"ל.

יש בכוחו של ה- IFRS לשפר באופן משמעותי את המצב הקיים, אך לצורך כך יש לצפות מההנהלות בארץ לפתח מדיניות חשבונאית ברורה לגבי השיעור המינימאלי של ירידת ערך אותו הן רואות כמשמעותי ולגבי תקופת הזמן אותה הן רואות כמתמשכת. לעניין זה, לא ניתן להסתפק בישום הדוק ועקבי של המדיניות הזו אלא יש לתת לה גילוי בדוחות הכספיים.

לסיום וכדי שלא ישתמע אחרת, הטיפול ב- IFRS בנושא התיק הזמין למכירה סובל מהתחלואים הרבים של התקינה האמריקאית והפתרון האמיתי טמון בביטול השיטה הקיימת ומעבר גורף בעתיד למדידה של כל המכשירים הפיננסיים לפי שווי הוגן תוך זקיפת השינויים לדוח רווח והפסד.

2.5 ה- RESTATMENT הראשון של ה- IFRS

אחד השינויים המשמעותיים של ה- IFRS נוגע להקשחה משמעותית ביותר של תנאי הכשירות לגידור החשבונאי. הקשחה זו עשויה ליצור תנודתיות מלאכותית ברווח החשבונאי מאחר והיא באה על רקע הדרישה הבלתי מתפשרת של ה- IFRS למדוד את כל הנגזרים פיננסיים בהתאם לשווים ההוגן. מי שהרגישה את גלגלי האכיפה היטב על בשרה היא חברת אל על שביצעה בשבוע שעבר הצגה מחדש (RESTATMENT) של דוחותיה הכספיים לשנת 2007 ושל הרבעון הראשון של 2008 בעקבות אי עמידה בתנאי הכשירות לגידור חשבונאי. אל על תיקנה את הרווח הנקי לשנת 2007 מ 29 מיליון ₪ ל- 45 מיליון ₪, תיקון של כ- 50%.

בכדי לעמוד על הצורך בגידור החשבונאי חשוב תחילה להבין את הפער הקיים בין חשיפה כלכלית לבין חשיפה חשבונאית. פער זה יכול לנבוע מ- "mismatch" מדידתי באופן שבו הפריט בגינו נדרשת ההגנה אינו נמדד על פי שווי הוגן כמו הנגזר אשר משמש להגנה. זהו המקרה לדוגמה במקרה של כניסה לעסקת החלפת ריבית על מנת להגן על סיכון הריבית של הלוואה בריבית קבועה. כמו כן, הפער יכול לנבוע מ- "mismatch" הכרתי: הפריט שבגינו נדרשת ההגנה טרם הוכר בדוחות הכספיים למרות שהנגזר שמשמש להגנה הוכר ונמדד לפי שווי הוגן. זהו המקרה של אל על אשר מבצעת עסקאות בנגזרים פיננסיים לצורכי הגנה מפני שינויים עתידיים במחירי הדלק הסילוני - מרכיב משמעותי ביותר בהוצאותיה. בעוד הנגזר הפיננסי מוכר בדוחות הכספיים הרי רכישת הדלק הסילוני טרם בוצעה ונצרכה ולכן אינה משפיעה עדיין על הדוחות הכספיים.

כל מטרת הטיפול החשבונאי בגידור היא לסגור את הפער דלעיל באמצעות יצירת הקבלה בין ההשפעות של הנגזר המשמש להגנה המגדר ושל הפריט בגינו נדרשת ההגנה על דוח רווח והפסד. אולם, בכדי לזכות בפריבילגיה הזאת מציב ה- IFRS תנאי כשירות נוקשים אשר דורשים בין היתר, את יעוד המכשיר, עמידה בדרישות תיעוד קפדניות והוכחת אפקטיביות גבוהה בתחילת הגידור ובמהלכו.

המקרה של אל על הוא מעניין מאחר ולאור עליית מחירי הדלק הסילוני נצברו לה דווקא רווחים מעסקאות הגידור שאת ההכרה בהם דחתה בדיווח הראשוני למועד ההכרה בהוצאה הרלבנטית בעתיד. לכן בעקבות תיקון הדוחות אל על הפסידה פעמיים: בפעם הראשונה מעצם הצורך לתקן דוחות כספיים שכבר פורסמו לציבור, על אף ששוק ההון הישראלי אינו מעניש על כך עדיין את החברות. בפעם השנייה, בכך שהתיקון של הרווח היה לכיוון מעלה, שהרי בדרך כלל תיקוני טעות הם בכיוון ההפוך ולכן החברות יכולות להתנחם בכך שידווחו על אותו הרווח גם בעתיד.

אך אל על היא רק חברה אחת מיני רבות שנפגעו בנושא זה מה- IFRS. ניתן אף לומר כי רוב רובם של הגידורים החשבונאיים לפי הכללים שהיו מקובלים בישראל אינו עומד כלל בכללי הכשירות של ה- IFRS. כך לדוגמה, בסקטור של חברות הגז והנפט ניתן למצוא את יואל שעושה שימוש במכשירים פיננסיים על מנת לצמצם חשיפה לסיכוני מטבע וסיכוני ריבית, הגדילה את הוצאות המימון שלה בשנת 2007 בכ- 92 מיליון ₪, שמהווים כ- 20% מהרווח לפני מס. באותו ענף ניתן גם למצוא את דלק אנרגיה, שמבצעת הגנה על מחיר הגז בגין ההסכם עם חברת חשמל לאספקת גז באמצעות נגזרים שעומדים על שווי הוגן שלילי של עשרות מיליוני שקלים אשר נזקף לדוחות הכספיים באופן מלא.

אין ספק שמאחר והמעבר ל- IFRS התרחש על רקע התרסקות הדולר, מדדים גבוהים ושוק תנודתי, הועצם הפאראדוקס לפיו דווקא חברות שמגינות על עצמן מבחינה כלכלית/עסקית מגדילות את החשיפה החשבונאית שלהן. יחד עם זאת צריך לזכור שב- IFRS קיימים מנגנוני ביטול חשיפה שלא היו בעבר שהעיקרי שבהם הוא האפשרות לבחור את מטבע הפעילות בהתאם למהות העסקים. כך שכל אותן חברות שעברו ממטבע פעילות שקלי למטבע פעילות דולרי ביטלו את החשיפה החשבונאית שלהן להתרסקות הדולר. כמו כן, ה- IFRS מאפשר לבחור במדידה מכשירים פיננסיים מסוימים לפי שווי הוגן ובכך ליצור קיזוז של השפעת הנגזר המשמש להגנה.

2.6 קרנות הון בסיכון

ענף קרנות הון הסיכון עובר לאחרונה, בשקט יחסי, מהפכה דיווחית של ממש. עד כה, בהתאם לכללים בישראל מדדו קרנות הון הסיכון את השקעותיהן על בסיס עלותן בניכוי ירידת ערך שאינה נושאת אופי זמני. לעומת זאת התפיסה של ה- IFRS היא שיש למדוד את אותן השקעות על פי שווי הוגן תוך זקיפת ההפרשים בשווי ההוגן לדוח רווח והפסד.

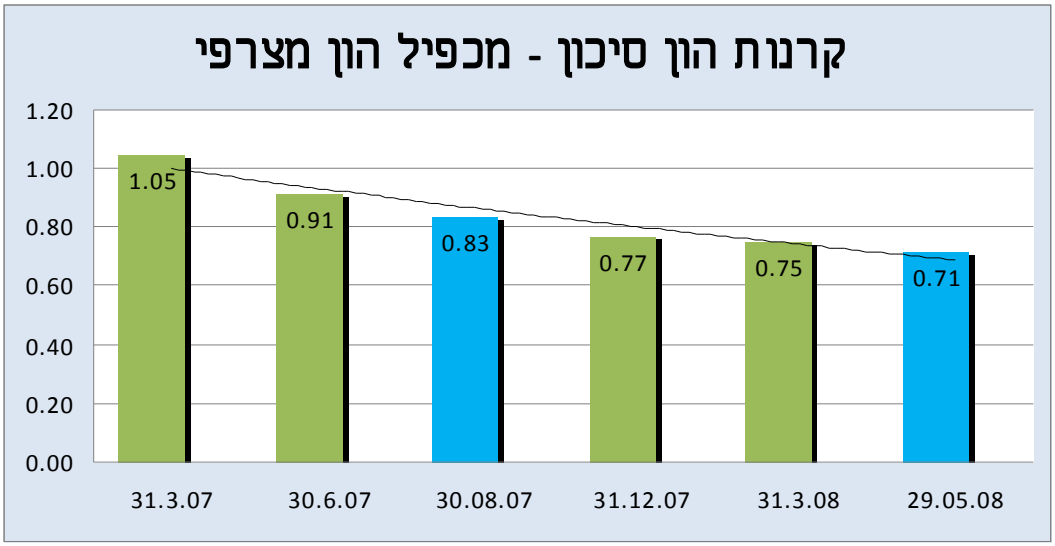
המעבר לשווי הוגן מגדיל בדרך כלל את ההון העצמי ואת הרווח מהטעם הפשוט ששווי הוגן כבסיס מדידה אמור להיות גבוה מעלות ההשקעה שממנה בכל מקרה היתה מנוכה ירידת ערך במידת הצורך. הנתונים בשטח אכן מלמדים כי בעקבות אימוץ ה- IFRS עלה סך ההון העצמי המצרפי של חמש קרנות הון הסיכון הציבוריות הישראליות הבולטות ליום 31 בדצמבר 2007 מסך של כ- 375 מיליון שקל לסך של כ- 519 מיליון שקל, עליה של כמעט 40%.

התפיסה של ה- IFRS לטיפול בהשקעות של קרנות הון סיכון מבוססת על אופי הפעילות הייחודי ובכלל זה הניהול הקבוצתי של ההשקעות. מאפיין הפעילות הבולט לפיו הקרנות מממשות את השקעותיהן עם הבשלתן ("מימוש העץ") ולא מנהלותן מתוך מטרה למשוך בעתיד דיבידנדים ("קטיפת הפירות"), הוביל גם את ה- IFRS שלא לדרוש את יישום את שיטת השווי המאזני המקובלת לגבי השקעות שמקנות השפעה מהותית. לקביעה זו משמעות גדולה לאור השווי המאזני האפסי של השקעות הון סיכון שנובע מרישום הוצאות מחקר גדולות, אשר בדרך כלל עומד בסתירה מוחלטת לשוויין ההוגן.

כפועל יוצא, הדוחות הכספיים של הקרנות מבוססים כעת במידה מכרעת על אומדני שווי הוגן שהרי מדובר בדרך כלל בהשקעות בישויות בשלבי פיתוח שאינן סחירות. טכניקות הערכת השווי כוללות התבססות על עסקאות אחרונות בתנאי שוק – גיוסים אחרונים, הסתמכות על מכשירים אחרים דומים וכן אף שימוש במודל ערך נוכחי של תזרימי מזומנים. יש לציין כי הנחה היא שלאור ההתנהלות העסקית בתעשייה זו המידע על השווי ההוגן במקרים רבים זמין או ניתן להשגה.

כידוע אחת האינדיקציות לרמת האמון של המשקיעים באומדני השווי ההוגן הינו מכפיל ההון. כלומר, היחס בין שווי השוק של המניות כפי שנגזר ממחירי הבורסה לבין ההון העצמי החשבונאי. ברמה התיאורטית ניתן לצפות כי מכפיל ההון של קרנות הון הסיכון יהיה גדול מ- 1 בכל מועד שהרי השווי ההוגן החשבונאי צריך לשקף מנקודת ראות אובייקטיבית את כל הציפיות לעתיד ויותר מכך : החשבונאות עדיין אינה מתמחרת את פרמיית הניהול של הקרנות.

הגרף שלהלן מציג את מכפיל ההון המצרפי של חמש קרנות הון הסיכון הציבוריות הבולטות בעקבות דוחות הרבעון הראשון (שכללו גם מספרי השוואה לרבעון מקביל אשתקד על בסיס שווי הוגן) :



הטבלה הוכנה על ידי יבגני נובוסולוב

הממצאים בשטח מלמדים על תופעה בולטת: מכפיל ההון המצרפי של קרנות הון הסיכון ירד בשנה האחרונה מ- 1.05 ל- 0.71. בנטרול הירידה במדד ת"א 100 בתקופה המקבילה (6.7%), מדובר בירידה של כמעט 30%! מדובר בנתון מעורר דאגה בהתחשב בעובדה שהחישובים לשנה קודמת מתבססים גם הם על נתוני שווי הוגן לאותם מועדים כפי שפורסמו לאחרונה.

על אף שקרנות הון הסיכון הציבוריות בארץ אינן מהוות מדגם מייצג מספיק מבחינת היקפים כספיים חשוב לציין כי הן מקיפות השקעות בתחומים מגוונים כגון: תקשורת, תוכנה, אלקטרוניקה, אינטרנט, מדעי החיים ומכשור רפואי. בכל מקרה, לא ניתן להתעלם מכך שמכפיל ההון המצרפי לסוף חודש מאי 2008 - מועד פרסום הדוחות הכספיים לרבעון הראשון עומד על 0.71 בלבד. לצורך המחשה, ובכפוף למגבלת המדגם כאמור, נתון זה נמוך משמעותית ממכפיל ההון המצרפי של חברות הנדל"ן המניב שעמד על 0.91 לאותו המועד בדיוק.

רמת האמון הנמוכה של המשקיעים ששומרים מרווח ביטחון ("דיסקאונט") גדול יחסית על ההון העצמי מלמדת ככל הנראה על כך שהמשקיעים חוששים מהפסדים קיימים שטרם הוכרו ומכך שהגיוסים הבאים יתבססו על שוויים נמוכים הרבה יותר.

2.7 הכללים שסייעו לפרדי מק לעמוד בתחילת השנה בדרישות ההון הפדראליות

מעבר לצרכים הרגילים של שוק ההון ושלטונות המס, התפקיד של החשבונאות במוסדות פיננסיים הוא קריטי בכדי לאפשר לרגולציה להבטיח את יציבותם הפיננסית. פאני מאיי ופרדי מק, שתי ענקיות המשכנתאות שעומדות כיום במרכז הסערה בארה"ב, ידעו להשתמש היטב בכללים אמריקאיים חדשים בנושא FAIR VALUE OPTION (FVO) על מנת להציג מצב פיננסי טוב יותר לפני המשבר. המדובר בשני תקנים חשבונאים חדשים (FAS 157 & 159) שאפשרו לחברות לבחור להשתמש במודל השווי ההוגן לצורך מדידת מכשירים פיננסיים החל מיום 1 בינואר 2008 וזאת באופן סלקטיבי.

פרדי מק לדוגמה, הגדילה את יתרת העודפים שלה לתחילת שנת 2008 כתוצאה מה- FVO בכ- 1 מיליארד דולר שהצטרפו לגידול של עוד כ- 1.3 מיליארד דולר בהון העצמי כתוצאה מהאפשרות למדוד מכשירים פיננסיים בלתי סחירים לפי שווי הוגן. פעולות אלו סייעו לפרדי מק לצמצם את הפסדי האשראי הכבדים של שנת 2007 ואף לעמוד בדרישות הפדראליות להון עצמי מינימאלי שנקבעו בדיוק בכדי למנוע את המצב בו עומד כעת הממשל האמריקאי.

חשוב להדגיש כי פאני מאיי ופרדי מק אינן לבד, גם חברות אמריקאיות אחרות שיפרו באותה הזדמנות את מצבן הדיווחי ללא הכר. כך לדוגמה, בנקי השקעות הגדולים בארה"ב שהרגישו היטב את משבר הסאב פריים איזנו במידה ניכרת את ההפסדים הצורבים מהשקעותיהם הכושלות באמצעות רישום רווחים גדולים כתוצאה מנפילת ערכן של אגרות החוב שהונפקו על ידם רק מאחר ובחרו באפשרות למדוד אותן לפי שווי הוגן.

בכדי להבין את משמעות השינוי די לציין כי בסיס המדידה המסורתי של מכשירים פיננסיים רבים, בעיקר בצד ההתחייבויות, שמאומץ כיום ב- IFRS הוא בסיס העלות. כך לדוגמה, אגרות חוב סחירות נמדדות ב- IFRS בדוחות הכספיים של החברה המנפיקה בהתאם לעלותן המופחתת ולא בהתאם למחירן בשוק גם אם הוא שונה בתכלית.

האמריקאיים "השמרנים", מתוך רצון לעודד את השימוש בשווי הוגן לקראת אימוץ גורף ומחייב שלו בעתיד, הם דווקא אלו שהשאירו את הפרצה הגדולה. מעבר לויתור על בסיס המדידה האחיד שכשלעצמו עומד בסתירה לעקרונות החשבונאות הבסיסיים, הוראות המעבר של ה- FVO אפשרו לכל חברה לבחור בדיוק אלו מכשירים פיננסיים היא מעוניינת למדוד בשווי הוגן למועד המעבר ולכן גם העניקו אפשרות לגיטימית לניהול רווחים. בהתאם, חברה שמעוניינת לשפר את הונה העצמי יכולה לבחור במודל השווי ההוגן רק לגבי אותם מכשירים פיננסים ששווים טוב יותר מבחינתה ביום המעבר. מנגד, חברה שמעוניינת להבטיח רווחים גבוהים יותר בעתיד יכולה לבחור במצב ההפוך: לפגוע דווקא ביתרת העודפים שלה ליום המעבר על ידי אימוץ המודל החדש רק לגבי אותם מכשירים פיננסיים ששווים גרוע יותר מבחינתה.

הטעות האמריקאית נוגעת אך ורק לשלב הביניים ולכן אין למהר ולהאשים את עקרון השווי ההוגן עבור מכשירים פיננסיים. השווי ההוגן, בשונה ממדידה לפי עלות, מתיימר לפחות להציג את המצב הכלכלי האמיתי, גם אם לצורך כך נעשה שימוש באומדנים עבור מכשירים בלתי סחירים. לשימוש גורף ואחיד במודל השווי ההוגן יתרונות אדירים נוספים: הוא יוצר סימטריה מאזנית ואף מייתר כמעט לחלוטין את הצורך בכללים מסובכים לגידור חשבונאי.

מבחינה כלכלית גרידא ניתן גם אפילו להבין את הפראדוקס לפיו חברה רושמת רווח בגין אגרות החוב שהנפיקה בעקבות עליית סיכון האשראי שלה עצמה, שהרי בצד השני - המשקיעים באגרות החוב מפסידים כסף.

לסיום, חשוב להדגיש כי הדברים אינם נוגעים לחברות הישראליות המאמצות את ה- IFRS. הסיבה לכך היא שהמוסד הבינלאומי לתקינה (IASB) בחר בחוכמה רבה לדלג על שלב הביניים וזאת מתוך כוונה ברורה לעבור בעתיד הקרוב לאימוץ גורף ומחייב של מודל השווי ההוגן עבור כל המכשירים הפיננסיים.

2.8 "ה- IFRS רופא חולים"

הנחמה של חברות שחוו בתקופה האחרונה ירידה משמעותית במחיר המניה מגיעה דווקא מהכיוון של כללי החשבונאות. כתוצאה מעיוות חשבונאי רושמות חברות אלו הכנסות מימון גדולות דווקא כתוצאה מירידת מחיר המניה שלהן. הדבר נובע מכך שבהתאם ל – IFRS כתבי אופציה שתוספת המימוש שלהם צמודה למדד או למטבע חוץ ומרכיב ההמרה של אגרות חוב להמרה צמודות כאמור, מסווגים במאזן כהתחייבות ולא כהון עצמי וזאת בשונה מכפי שהיה מקובל בעבר ומכפי שה- IFRS עצמו מטפל במכשירים דומים ללא מרכיב ההצמדה.

לעיוות חשבונאי זה השלכות ניכרות על מדידת התוצאות העסקיות. בשונה מהון עצמי אשר נמדד בהתאם לכללים החשבונאיים על פי עלותו (לאמור, הסכום שגויס בהנפקה), התחייבויות מסוג זה נמדדות על פי שווי הוגן בכל תאריך מאזן, כאשר ההפרשים בשווי ההוגן נזקפים לדוח רווח והפסד. כפועל יוצא, אם בסופו של דבר כתבי האופציה יפקעו או לחלופין אגרות החוב לא תומרנה למניות, הרי שהחברה תרשום במצטבר את כל התקבול הראשוני בגינם כהכנסות מימון.

הדוחות הכספיים של הרבעון הראשון מלמדים כי העיוות הנ"ל תרם משמעותית לתוצאות המדווחות של חברות שחוו ירידה חדה במחיר מניה. כך לדוגמה, כתוצאה מהעיוות החשבונאי רשמו ארזים, טאו תשואות ואוסיף ברבעון הראשון של השנה הכנסות מימון של כ- 20, 41 ו- 30 מיליון שקל, בהתאמה. לצורך ההמחשה, העיוות החשבונאי סבסד את ההפסד לפני מס המדווח של אוסיף בכ- 40% והקטין אותו מכ- 72 מיליון שקל לכ- 42 מיליון שקל! המשך הירידות החדות במחירי המניות ברבעון השני צפוי להוביל לתופעה דומה גם בדוחות העוקבים.

לעיוות החשבונאי, שיוצר מצב אבסורדי שהוא בבחינת "רשע וטוב לו - צדיק ורע לו", יש גם צד שני שנוגע לחברות שמחיר המניה שלהן עולה ובעקבות כך הן מחויבות לרשום הוצאות מימון גדולות. כדוגמה לכך ניתן לציין את חלל תקשורת שעלייה של 7.2% במחיר מנייתה ברבעון הראשון יצרה לה הוצאות מימון של כ- 3 מיליון דולר בגין מרכיב ההמרה של אגרות חוב, אשר הובילו אותה לדווח על הפסד ברבעון הראשון. אך צפוי הוא שהעלייה החדה יותר במחיר המניה של חלל ברבעון השני (19.8%) תוביל את חלל לרישום הוצאות מימון כבדות הרבה יותר בדוחות הרבעון השני שיתפרסמו בשבועות הקרובים!

יש לציין כי לקראת המעבר ל- IFRS חברות ציבוריות רבות, פעלו על מנת להפסיק את ההצמדה של תוספת המימוש לגבי כתבי אופציה קיימים וזאת מתוך תפיסה פוזיטיבית לגבי מחיר המניה. עם זאת, תופעת הפסקת ההצמדה שכיחה הרבה פחות לגבי אגרות חוב להמרה וזאת בין היתר לאור המורכבות הנובעת מכך שלא מדובר במקרה זה בשינוי מיטיב למחזיקים.

שלא יהיה מקום לספק, מדובר כאן בשגיאה חשבונאית של ה- IFRS שעומדת בסתירה לתפיסה החשבונאית הקיימת של הון עצמי. על אף שלכאורה הטיפול החשבונאי הנ"ל מייצג את נקודת הראות של מחזיק מניה רגילה צריך לזכור שההון העצמי החשבונאי אינו מורכב רק מאותן יתרות ששייכות לבעלי המניות הרגילות.

לצורך בחינת התוצאות המדווחות והשוואתן לחברות אחרות בענף, במצב הדברים קיים, ההמלצה היא לזהות את העיוות הנ"ל בדוחות הכספיים של החברות ולנטרל אותו מסעיף המימון.

2.9 הכתובת היתה צריכה להיות על הקיר

בשונה ממשברים פיננסיים גדולים שפקדו את האמריקאיים בשנים האחרונות הקריסה של בנקי ההשקעות אינה תוצר של כשל בכללי החשבונאות. בעוד אנרון עשתה שימוש בישויות חוץ מאזניות בכדי להביא למצג שווא ומשבר הסאב-פריים נהנה מרוח גבית של כללי האיגוח האמריקאיים, דווקא חשבונאות השווי ההוגן של בנקי ההשקעות והגילויים לגביה היו אמורים להציף את הבעיות הקשות שהובילו לקריסה.

המאזן של הבנקים להשקעות שלא היו כפופים לרגולציה מלמד כי פעלו ביחס הון לנכסים מזערי של כ- 3-4% אשר מותיר כרית ביטחון נמוכה מאד לספיגת הפסדים בגין הנכסים וכן יוצר סיכון גבוה לבעיית נזילות שהרי לא קיימת בהכרח זהות בין מועדי הפירעון/מימוש של הנכסים וההתחייבויות.

בניתוח המצב הכספי לא ניתן להסתפק ביתרת הנכסים המופיעה במאזן הן מאחר ולא כולם נמדדים בשווי הוגן והן מאחר והמדידה לפי שווי הוגן כשלעצמה אינה בהכרח אומדן מדויק. בכדי להבין את טיבם של נתוני השווי ההוגן של הבנקים להשקעות יש לציין כי התקינה האמריקאית קובעת היררכית שווי הוגן בת שלוש רמות אשר מלווה בגילוי בביאורים. "level 1" מתייחסת למקרים שבהם קיים מחיר שוק פעיל לנכסים פיננסיים זהים. ב"level 2" נמצאות הערכות של מחירים מצוטטים בשווקים לא פעילים או כאשר ניתן לבסס את ההערכה בעיקר על נתוני שוק. ב" level 3" נמצאות הערכות המבוססות על נתונים שאינם מבוססי שוק – במילים אחרות: הערכות שמבוססות על הערכות. לדוגמה, מכשירים פיננסים מגובי המשכנתאות כמו ה- CMBS וה- ABS נפלו ל"level 2 " או ל"level 3 " בעוד מכשירים מורכבים יותר כמו ה- CDO הידוע לשמצה נפלו ל"level 3 " שהתמחור שלה כמו גם הנזילות שלה הם הבעייתיים ביותר. אחת התופעות שהובילו לנפילת הבנקים היו המעברים של נכסים סחירים מ- "level 1 " ל- level 2" ואף ל"level 3 " בעקבות הידללות השווקים הפעילים.

עובדה שממחישה היטב את בעיית תמחור הנכסים ומשבר הנזילות היא שכשבוע לפני נפילתה פרסמה ליהמן הודעה לעיתונות ובה דיווחה על הון עצמי של 19 מיליארד דולר המשקף ליום 31 באוגוסט יחס של 3.2%. די לציין כי בסוף מאי 2008 היו לליהמן נכסים ב"level 3 " בסך של 41 מיליארד דולר שהיו כמעט פי שניים מהון העצמי. קשה היה לצפות כי כרית ביטחון הצנומה תספיק כדי לספוג את החשיפה למשבר הסאב- פריים. שלא יהיה מקום לספק, המצב הכספי של יתר בנקי ההשקעות אינו טוב יותר: יחס הון לנכסים של מורגן סטנלי לדוגמה היה 3.6% בעוד סך הנכסים ב"level 3 " הסתכם ב- 69 מיליארד דולר פי שניים מהונה העצמי. אין זה מפתיע איפוא שמורגן סטנלי בחרה לרוץ השבוע יחד עם גולדמן זאקס לזרועות הרגולציה. כנראה שעוד יהיה מקום לברר את טיבם של ההנחות והאומדנים ששימשו את ליהמן וחברותיה בחישובי השווי ההוגן ואת חלקו של רואה החשבון המבקר, לרבות בנושא העסק החי.

יש לציין כי הנתונים הנ"ל עוד עושים חסד עם בנקי ההשקעות: כתוצאה מכלל אמריקאי חדש, שאפשר מדידת אגרות חוב שהונפקו לפי שווי הוגן, הכירו אלה בשנה האחרונה ברווחים כתוצאה מירידת מחירי אגרות החוב שלהם עצמם

וכך הגדילו באופן מלאכותי את הונם העצמי. לדוגמה ליהמן הכירה כתוצאה מכך בשמונת החודשים הראשונים של השנה ברווח לפני מס של 2.4 מיליארד דולר.

ניתן להקביל במידה מסוימת בין פעילות של חברת נדל"ן מניב לבין פעילות בנקאית ולכן גם קשה להתעלם מקווי הדמיון לענף הנדל"ן המניב בארץ שנמצא ברמת מינוף גבוהה - יחס הון לנכסים ענפי של כ- 20%. יתכן כי בהעדר נתוני שוק השוואתיים השווי ההוגן של הנדל"ן מוטה כלפי מעלה, כך שהיחס האמיתי יכול להיות נמוך משמעותית. כלל לא בטוח שהתמחור ורמת הנזילות של נכס נדל"ן ברוסיה טוב יותר מזה של נכס פיננסי ב"level 3 ". לעניין זה, ראוי לציין כי ה- IFRS דורש לתת גילוי למידה שבה השווי ההוגן של הנדל"ן להשקעה אינו מבוסס על נתוני שוק השוואתיים. על רקע ירידות מחירי הנדל"ן החדות באירופה ובארה"ב נתונים אלו מותירים לנו סיבות טובות להיות מודאגים.

2.10 השטחת האינפלציה

התופעה הבולטת ביותר בדוחות הכספיים של הרבעון השני היתה הוצאות המימון הכבדות שהיכו ברווחי החברות. הסיבה העיקרית לכך היתה שיעור האינפלציה הגבוה ברבעון השני (כ- 2.5%) והשפעתו על מדידת ההלוואות ואגרות חוב שהן בעיקר צמודות מדד.

בהתאם לכללים בישראל עד כה, השלכות ההצמדה למדד הסתכמו בהתאמת הערך של ההתחייבות בגובה עליית המדד בפועל במהלך התקופה המדווחת, ללא כל התחשבות בתחזיות. לעומת זאת, בעדר קביעה מפורשת ב- IFRS ועל אף שכמעט כל החברות בארץ המשיכו ליישם את הכללים הקודמים ניתן לחלופין לבחור במדיניות חשבונאית שתתחשב בתחזית לאינפלציה לאורך חיי המכשיר. הטכניקה הסבירה ביותר לכלול את התחזיות האינפלציוניות היא באמצעות חישוב מדי תקופה של שיעור ריבית אפקטיבי מעודכן שמשקלל בתוכו את תחזיות האינפלציה לעתיד. לצורך קביעת התחזיות האינפלציוניות ניתן להשתמש בדוח האינפלציה של בנק ישראל או לחלץ את ציפיות השוק על ידי השוואה בין שיעורי התשואה של מכשירים צמודים למכשיר דומים שאינם צמודים. בהתאם לשיטה זו, שיעור הריבית האפקטיבי המעודכן שחושב ישמש לקביעת הוצאות המימון בתקופה הבאה.

לצורך ההמחשה, נניח כי חברה גייסה בתחילת הרבעון הלוואה צמודת מדד בסך של 100 מיליון שקל לתקופה של 10 שנים בריבית צמודה של 4.5% לשנה. כמו כן, נניח כי מדד המחירים לצרכן עלה במהלך אותו הרבעון בשיעור של 2.5% הגבוה משמעותית ביחס לקצב הרב שנתי. במקרה כזה, בהתאם לכללים בישראל ההלוואה נמדדת לסוף הרבעון בסך של 102.5 מיליון שקל (כולל הפרשי הצמדה של 2.5 מיליון שקל). כפועל יוצא, הוצאות המימון בגין ההלוואה היו מסתכמות ב- 3.7 מיליון שקל שמתוכן מרכיב הריבית הוא רק 1.2 מליון שקל (=102.5 * 4.5%* 1/4).

התחשבות בתחזיות האינפלציוניות במקרה זה תוביל לרישום הוצאות מימון נמוכות בהרבה. אם נניח כעת כי שיעור הריבית האפקטיבי השנתי (מותאם לאינפלציה) לתחילת הרבעון הינו 6%, הרי שהוצאות המימון לרבעון יסתכמו רק בכ- 1.5 מיליון שקל (=100 * 6% * 1/4) ויהוו רק כ- 40% מהוצאות המימון ללא התחשבות בתחזיות! מצב הדברים יכול היה כמובן להתהפך אם שיעור האינפלציה הרבעוני בפועל היה שלילי או נמוך מהקצב הרב שנתי הצפוי.

אחד הענפים שסובל מאד מעיוותי האינפלציה הוא ענף הליסינג אשר כידוע ממומן בהתחייבויות מדדיות עצומות. על אף שמבחינה כלכלית, קיימת בליסינג התפעולי הגנה אינפלציונית מאחר וחלק גדול מתשלומי הליסינג החודשיים צמודים למדד, הרי שמבחינה חשבונאית חברות אלו "חשופות בצריח". הדבר נובע מהפרשי עיתוי בהכרה החשבונאית: בעוד הוצאות המימון בכל גובה ההתחייבויות מוכרות באופן מיידי הרי שהכנסות מהפרשי ההצמדה יוכרו רק בעתיד בעת ההכרה בהכנסות החודשיות על פני תקופה הליסינג.

עיוות חשבונאי זה הוביל את חברות הליסינג ובכלל זה דן רכב (AVIS), ניו קופל ואלבר לשנות ברבעון השני את המדיניות החשבונאית שלהן על מנת לכלול את התחזיות האינפלציוניות ולמתן באופן משמעותי את העיוות האינפלציוני. כך לדוגמה, שינוי המדיניות החשבונאית בדן רכב שלה התחייבויות מדדיות של כ- 1.5 מיליארד שקל הביא להקטנת הוצאות המימון לרבעון השני בכ- 30 מיליון שקל! על מנת להבין סדרי גודל, הרווח לפני מס של דן רכב

ברבעון השני לאחר שינוי המדיניות הסתכם בכ- 25 מיליון ₪, כך **שללא שינוי המדיניות ככל הנראה דן רכב היתה מדווחת על הפסד ברבעון השני.**

ענף נוסף שסובל קשות מאותה בעיה הוא ענף הנדל"ן המניב לאור קיומן של הכנסות משכר הדירה צמודות למדד שיוכרו רק בעתיד, אך שם כנראה עוד לא גילו את ה"פטנט" ששומר על יציבות בהוצאות המימון.

לסיום, השטחת האינפלציה נכונה יותר הן מבחינה חשבונאית והן מבחינה כלכלית, שהרי היא יוצרת זהות יחסית לטיפול החשבונאי בהלוואה בלתי צמודה בריבית קבועה. עם זאת, אין לצפות בהכרח כי חברות רבות ירוצו כעת לאמץ שיטה זו גם אם בכוחן להצדיק את שינוי המדיניות לאור מורכבותה הרבה והעלויות הכרוכות בישומה.

2.11 התקן החשבונאי שמסעיר את האמריקאיים

בשבועות האחרונים אנו עדים לגלי ביקורת גוברים בארה"ב על כללי ה- "Mark to Market" החשבונאיים. הכוונה היא לכללים שלפיהם נמדדים נכסים פיננסיים בהתאם למחיר השוק שלהם בכל מועד מאזן. האשמה המרכזית היא שכללים אלה גורמים להתרחבות המשבר הפיננסי מאחר ומחירי השוק של נכסים פיננסיים כמו מכשירי האשראי למיניהם צונחים ומחייבים לכן את המוסדות הפיננסיים להכיר בהפסדים ולמחוק את הונם העצמי. הטענה היא שצניחת המחירים אינה ריאלית בעקבות מכירות "כפויות" שמתבצעות לאור מחנק האשראי, אותן אף נהוג לכנות "fire sale".

התקן האמריקאי שנמצא בלב המחלוקת הוא FAS 157 שעוסק באופן הקביעה של שווי הוגן בדוחות הכספיים. תקן חשבונאות זה קובע היררכיה בת שלוש רמות לקביעת השווי ההוגן אשר מלווה בגילוי מקיף בביאורים. "level 1" מתייחסת למקרים שבהם קיים מחיר שוק פעיל לנכסים פיננסיים זהים. ב"level 2" נמצאות הערכות של מחירים מצוטטים בשווקים לא פעילים או כאשר ניתן לבסס את ההערכה בעיקר על נתוני שוק. ב"level 3" נמצאות הערכות המבוססות על נתונים שאינם מבוססי שוק – במילים אחרות: הערכות שמבוססות על הערכות.

ביטוי חריף לניסיון התערבות פוליטית בחשבונאות נמצא בחוק להצלת הכלכלה האמריקאית שחוקק לאחרונה בארה"ב. החוק מסמיך את רשות ניירות ערך האמריקאית (SEC) לעכב את ישומו של FAS 157 עבור ישויות מסוימות או עבור קטגוריות מסוימות כל עוד הדבר נחוץ או נמצא באינטרס הציבורי והוא עקבי עם הגנת המשקיעים. יש לציין כי החוק גם דורש מה – SEC לבצע חשיבה מחודשת לגבי התקן הנ"ל ולהגיש לקונגרס דוח שיכלול המלצות בנושא תוך 90 יום.

אין זה מפתיע שלחשבונאות תפקיד מרכזי בתפקוד של מוסדות פיננסיים אך זה בהחלט חדש ואף מדאיג שה"אינטרס הציבורי" יכול למנוע ישום של כלל חשבונאות מסוים. מצוקת השעה, ככל הנראה, אפשרה להכניס לחוק כל גחמה של חבר קונגרס.

על מנת לעשות סדר בדברים, חשוב להדגיש כי ההגדרה של שווי הוגן בחשבונאות אינה כוללת מחיר שנקבע במכירה כפויה או במכירת ייאוש, ולכן בעקבות היעלמות השווקים כאשר לא קיים כבר שוק פעיל יש להפעיל שיקול דעת לגבי מידע זמין לגבי עסקאות בודדות שבוצעו. אם הנסיבות מורות כי אותן עסקאות נעשו מתוך ייאוש יתכן וניתן יהיה שלא להשתמש בהם ולקבוע כי "level 3" רלבנטית יותר במקרה זה מ- "level 2". על מנת להבהיר ולחדד נושא זה פרסמה בשבוע שעבר ה- SEC בשיתוף עם המוסד האמריקאי לתקינה חשבונאית (FASB) הוראת פרשנות ל- FAS 157. המשמעות המעשית היא שבמקרים מסוימים ניתן למדוד את השווי ההוגן של ניירות ערך מגובי משכנתאות או נכסים אחרים בשווקים שאינם עוד פעילים בהתאם לערך הנוכחי של תזרים המזומנים הצפוי.
אך אין למהר ולהספיד את חשבונאות השווי ההוגן. ההוראה החדשה אינה מהווה נסיגה כלשהי מחשבונאות השווי ההוגן ואף לא מעקרונות ההיררכיה של השווי ההוגן – מחיר שוק פעיל הוא עדיין האומדן הבלעדי לשווי ההוגן ומדובר רק במקרים בהם לא קיים שוק פעיל.

התקווה היא שה- SEC לא תיכנע ללחצים פוליטיים ולא תפעיל את הסמכות שהוקנתה לה על פי החוק החדש. האשמה של החשבונאות במשבר הפיננסי הנוכחי שקולה להריגה של שליח שבא לבשר בשורה רעה. חשבונאות השווי ההוגן ו- FAS 157 במיוחד על כל גילויו, מספקים למשקיעים את המידע הפיננסי הטוב ביותר האפשרי שאינו מנותק מהמציאות. כנראה שאין ולא יהיה גם בעתיד תחליף להישענות הבלעדית של החשבונאות על מחירי שוק פעיל.

2.12 ה- IFRS נחלץ לעזרת הבנקים באירופה

בשבוע האחרון אישר ה- IASB בהליך בזק תיקון של התקן הבינלאומי IAS 39 לפיו ניתן להימנע באופן רטרואקטיבי ממדידה של נכסים פיננסיים מסויימים לפי "MARK TO MARKET". מדובר בגלגל הצלה לבנקים האירופאיים שהרי אלה יוכלו כעת להימנע מהכרה בהפסדים הנובעים מהירידות התלולות של החודשים האחרונים.

בכדי להבין את המשמעות של ההחלטה, חשוב תחילה לציין כי כלל הנכסים הפיננסיים במאזן מסווגים ל- 4 קבוצות שונות: הקבוצה הראשונה נקראת "נכסים פיננסיים הנמדדים בשווי הוגן דרך רווח והפסד" והיא מייצגת בעיקר נכסים פיננסיים שמוחזקים על ידי ההנהלה לצורכי מסחר. הקבוצה השניה נקראת "נכסים פיננסיים זמינים למכירה" והיא מייצגת בעיקר נכסים פיננסים שלא סווגו לאחת הקבוצות האחרות. הקבוצה השלישית נקראת "נכסים פיננסיים מוחזקים לפדיון" והיא מייצגת בעיקר אגרות חוב המוחזקות על ידי ההנהלה עד למועד הפדיון. הקבוצה הרביעית כוללת נכסים פיננסיים שנוצרו על ידי החברה עצמה כדוגמת הלוואות שניתנו, חייבים ולקוחות.

הטיפול החשבונאי בכל אחת מהקבוצות שונה בתכלית: בעוד הקבוצה הראשונה מייצגת את מה שנהוג לכנות "MARK TO MARKET", כלומר מדידה על פי שווי הוגן (מחירי שוק) בכל מועד מאזן כאשר ההפרשים נזקפים לדוח רווח והפסד, הרי שהקבוצה השלישית והרביעית נמדדות על בסיס העלות. הקבוצה השניה מייצגת פתרון ביניים: היא נמדדת בהתאם לשווי ההוגן בכל תאריך מאזן אך ההפרשים נזקפים לקרן הונית ולא לדוח רווח והפסד.

כפי שניתן להיווכח הבסיס לסיווג הקבוצתי נשען לא רק על סוג הנכס הפיננסי אלא גם על כוונות ההנהלה לגביו. לכן קיים חשש כבד לניהול רווחים כך שחברות ישנו את סיווג הנכסים באופן שבו בעיתות של עליות שערים יסווגו את הנכס הפיננסי לקבוצה הראשונה ולעומת זאת בעיתות של ירידות שערים יסווגו אותו לקבוצות האחרות. על מנת לסגור את הפירצה נקבע עד כה ב- IAS 39 כי לא ניתן יהיה לשנות בעתיד את הסיווג המקורי לקבוצת ה- "MARK TO MARKET".

תיקון הבזק מאפשר לשנות "במקרים נדירים" סיווג של נכסים פיננסיים שסווגו במקור לקבוצת ה- "MARK TO MARKET" כאשר במקביל כבר הוצהר שהמשבר הפיננסי הנוכחי הוא "מקרה נדיר". השינוי מהווה אמנם צעד חשבונאי לאחור אך הדבר המדהים וחסר התקדים הוא שהתיקון יחול באופן רטרואקטיבית החל מיום 1 ביולי 2008. המשמעות היא שלמרות שהתיקון התבצע בחודש אוקטובר חברות תוכלה "לשנות את כוונותיהן" בדיעבד!

כפועל יוצא, יוכלו הבנקים האירופאיים להעביר באופן רטרואקטיבי נכסים פיננסיים שסווגו בעבר לקבוצת ה- "MARK TO MARKET" לאחת הקבוצות האחרות ובכך להימנע מרישום הפסדים. חשוב להדגיש, כללי רישום של ירידת הערך בקבוצות האחרות שונים בתכלית. כך לדוגמה אם משונה סיווגן של אגרות חוב לקבוצת המוחזקים לפדיון הרי שהרישום של הפסד מירידת הערך יהיה נתון באופן בלעדי להערכות החברה ולא לנתוני שוק.

אין ספק שמדובר בתיקון פוליטי שנובע מלחצים כבדים של האיחוד האירופאי שמצידו אף לא מסתפק בכך. כל התערבות פוליטית החשבונאות היא רגע עצוב שהרי הדוחות הכספיים צריכים להציג למשקיעים את המצב הפיננסי לאשורו מבלי לערב אינסרסים זרים. בכל מקרה אין פשוט לקבל שינוי משמעותי ורטרואקטיבי כזה שעוקף את כל הליכי התקינה המקובלים ואף אינו מתבסס על נימוק חשבונאי אמיתי מלבד התאמה לכללים בארה"ב.

בזווית הישראלית מדובר במתנת חג לכלל החברות שמיישמות את ה- IFRS ובמיוחד לחברות הפיננסיות הציבוריות כמו חברות הביטוח ובתי ההשקעות שכבר בדוחות הכספיים לרבעון השלישי תוכלנה להימנע במידה ניכרת מרישום הפסדי המפולת האחרונה.

3. חברות מוחזקות

3.1 המהפכה החשבונאית הבאה – חלק א' (מאמר ראשון מתוך שניים)

לא יאומן! עד כמה שזה נשמע דמיוני לחלק מאיתנו ועל אף שאנו נמצאים בעיצומה של מהפכת ה- IFRS, עומדת בפתח מהפכה חשבונאית נוספת לא פחות משמעותית. המהפכה החדשה נקראת בעגה המקצועית "PHASE II" מאחר והיא תוצר השלב השני בפרויקט רחב ההיקף של התקינה הבינלאומית בנושא צירופי עסקים במשותף עם האמריקאיים. הכללים החדשים יחולו אמנם רק מיולי 2009 אך צפויות להיות להם השלכות משמעותיות מאד על התנהגות המנהלים כבר כיום. המהפכה החדשה רלבנטית גם עבור חברות שמיישמות את הכללים בארה"ב, החל מתחילת שנת 2009.

השינוי של PHASE II הוא מעבר כמעט טוטאלי של כללי החשבונאות לתפיסת הישות האחת. בכדי להבין את המשמעות, יש להבחין בין שתי תפיסות חשבונאיות שונות: תפיסת זכויות הבעלות (Proprietary concept) ותפיסת הישות האחת (Entity concept). ההבדל בין שתי התפיסות נוגע להתייחסות של כל אחת מהן לבעלי מניות המיעוט: בעוד תפיסת זכויות הבעלות מתייחסת אליהם כאל בעלי הון זרים (גם אם מוצגים בהון העצמי), הרי שתפיסת הישות האחת מתייחסת אליהם כאל חלק אינטגראלי מבעלי המניות של הקבוצה.

ליישום תפיסת הישות האחת השלכות משמעותיות ביותר על הדוחות הכספיים, החל בטיפול החשבונאי בשינויים בשיעור ההחזקה, דרך מדידת מוניטין וזכויות המיעוט וכלה בהשלכות נוספות שנוגעות למערכת היחסים בין בעלי מניות הרוב והמיעוט. במאמר זה אתמקד בהשלכות השינוי על הטיפול בירידה בשיעור החזקה בחברה בת.

בהתאם לתפיסת זכויות הבעלות, שהיתה מקובלת עד כה, ירידה בשיעור ההחזקה בחברה בת כתוצאה ממכירה ישירה של מניות או מהנפקה בחברה הבת, גררה רישום של רווח (הפסד) מהמימוש. מנגד, תפיסת הישות האחת יוצרת הבחנה בין ירידה בשיעור ההחזקה שאינה מלווה באיבוד השליטה לבין כזו שכן: בעוד המקרה הראשון מייצג עסקה עם המיעוט שהוא אליבא תפיסת הישות האחת בעל מניות לכל דבר ועניין ולפיכך מטופל במישור ההוני (בדיוק כמו הנפקת מניות), המקרה השני מייצג יציאה רעיונית של חברת הבת מהגוף המאוחד ולכן יגרור רישום של רווח גם על המניות אותן החברה האם ממשיכה להחזיק!

ננסה להמחיש זאת באמצעות שתי דוגמאות פשטניות. הדוגמה הראשונה מתייחסת למכירה חלקית ללא איבוד שליטה. נניח כי חברה א' מחזיקה ב- 60% מהמניות של חברה ב', שהונה העצמי מסתכם ב- 100 מיליון ₪, מיום הקמתה. כעת, חברה א' מוכרת 2% מהון המניות של חברה ב' תמורת 20 מיליון ש"ח. בהתאם לכללים בישראל ובהתאם ל- IFRS כיום תרשום חברה א' רווח של 18 מיליון ש"ח (= 100*2% - 20). לעומת זאת, בהתאם ל- Phase II מדובר בפעולה הונית שאין לה השפעה על דוח רווח והפסד.

הדוגמה השנייה מתייחסת לאיבוד שליטה כתוצאה ממכירה חלקית. נניח כי חברה א' שולטת בחברה ב', שהונה העצמי מסתכם ב- 100 מיליון ₪, באמצעות החזקה של 51% מהמניות מיום הקמתה. חברה א' מוכרת כעת 2% מהון המניות של חברה ב' תמורת 20 מיליון ש"ח (מייצג שווי חברה של מיליארד ₪ בהתעלם מפרמיית שליטה) ומאבדת

את השליטה. במקרה כזה, חברה א' רושמת כיום רווח של 18 מיליון ש"ח (= 100*2% - 20) כתוצאה מהמכירה של ה-2%. אך בהתאם ל- Phase II ירשם בנוסף רווח של 441 מיליון ש"ח כתוצאה מה"שיערוך" של ה-49% הנותרים (= 100* 49% - 1000* 49%).

סיכום התוצאות ממחיש את השינוי הדרמטי:

	לפי הכללים כיום	**PHASE II**
ירידה בשיעור החזקה ללא איבוד שליטה	**18 מיליון ש"ח**	--
ירידה בשיעור החזקה כולל איבוד שליטה	18 מיליון ₪	**459 מיליון ₪ (= 441 + 18)**

אין ספק כי המשמעות הדיווחית של כך היא אדירה וצפוי כי מנהלים יעדיפו לממש מניות בחברות בנות ללא איבוד שליטה עד ליולי 2009 ומנגד לממש מניות באופן חלקי עם איבוד שליטה רק לאחר יולי 2009. לדוגמה, חברה ציבורית שמעוניינת להציף ערך באמצעות הנפקה ראשונה לציבור של חברה בת פרטית או באמצעות מכירה לשוק של מניות חברה בת ציבורית תזדרז לעשות זאת עד יולי 2009.

עד כה נגענו רק בחלק מההשלכות של PHASE II, במאמר הבא נעסוק בין היתר בהשלכות המשמעותיות של עליה בשיעור החזקה ונציע למנהלים דרכים לתכנן מראש את עסקאותיהם.

3.2 המהפכה החשבונאית שתבוא אחרי מהפכת ה- IFRS (חלק ב')

אנו נמצאים, כאמור, בפתחה של מהפכה חשבונאית נוספת שמכונה "PHASE II". השינוי של PHASE II הוא מעבר כמעט טוטאלי של כללי החשבונאות לתפיסת הישות האחת (Entity concept) אשר מתייחסת אל בעלי מניות המיעוט כאל חלק אינטגראלי מבעלי המניות של הקבוצה. הכללים החדשים יחולו אמנם רק מינואר 2010 אך צפויות להיות להם השלכות משמעותיות מאד על התנהגות המנהלים כבר כיום והם רלבנטיים גם עבור חברות שמיישמות את הכללים בארה"ב.

במאמר הקודם הסברנו את ההשלכות של PHASE II על הטיפול החשבונאי בירידה בשיעור החזקה בחברה בת וכעת נעמוד על ההשלכות של עליה בשיעור ההחזקה. בהתאם לכללים כיום עליה בשיעור ההחזקה מטופלת כרכישה נוספת של מניות, כך שהמוניטין החדש נרשם רק בגין הרכישה הנוספת ("step by step"). מנגד, תפיסת הישות האחת יוצרת הבחנה בין עליה בשיעור ההחזקה בחברה בת קיימת לבין כזו שמלווה בהשגת שליטה. המקרה הראשון מייצג עסקה עם המיעוט שהוא אליבא תפיסת הישות האחת בעל מניות לכל דבר ועניין ולפיכך מטופל במישור ההוני (בדומה לרכישת עצמית של מניות). המקרה השני מייצג יציאה של החברה הכלולה (מכירה רעיונית) כתוצאה מכניסה לראשונה של חברת הבת לגוף המאוחד ולכן יגרור רישום של רווח על המניות שהוחזקו לפני כן!

ננסה להמחיש זאת באמצעות שתי דוגמאות. הדוגמה הראשונה מתייחסת להשגת שליטה כתוצאה מרכישה נוספת. נניח כי חברה א' מחזיקה בשיעור של 49% מהמניות של חברה ב' מיום הקמתה שאינו מקנה שליטה. ההון העצמי של חברה ב' מסתכם ב- 100 מיליון ש"ח. חברה א' רוכשת 2% נוספים מהמניות של חברה ב' תמורת 20 מיליון ש"ח (מייצג שווי חברה של מיליארד ש"ח בהתעלם מפרמיית שליטה) ומשיגה שליטה.

בהתאם ל- Phase II חברה א' תרשום רווח של 441 מיליון (= 100* 49% - 1000* 49%) כתוצאה מה"שיערוך" של ה- 49% הישנים כנגד מוניטין. יש לציין כי בהתאם לכללים המקובלים בישראל המוניטין נרשם אך ורק בגין הרכישה הנוספת בסך של 18 מיליון ש"ח (= 2%*100 – 20).

הדוגמה השנייה מתייחסת לרכישה נוספת כאשר כבר קיימת שליטה. נניח כי חברה א' מחזיקה בשיעור של 51% מהמניות של חברה ב' מיום הקמתה שמקנה שליטה. ההון העצמי של חברה ב' מסתכם ב- 100 מיליון ש"ח. חברה א' רוכשת 2% נוספים מהמניות של חברה ב' תמורת 20 מיליון ש"ח. בהתאם ל- Phase II יש להקטין את ההון העצמי ב- 20 מיליון ש"ח. יש לציין כי בהתאם לכללים המקובלים בישראל כיום נרשם במקרה כזה מוניטין נוסף של 18 מיליון ש"ח.

אין ספק כי המשמעות הדיווחית של כך היא אדירה וצפוי כי מנהלים יעדיפו לרכוש מניות בחברות בנות קיימות עד ליולי 2009 (בכדי לא "לאכול" את ההון העצמי שלהם) ומנגד לרכוש מניות נוספות לצורך השגת שליטה רק לאחר יולי 2009, בכדי להציף ערך ולרשום רווח על המניות הקיימות.

ניתן לסכם אפוא את האינטרס הדיווחי בעקבות PHASE II בכך שאם מדובר בשינויים בשיעורי ההחזקה שאינם מלווים באיבוד/השגת שליטה, עדיף להזדרז ולבצע אותם לפני הכניסה לתוקף (תחילת 2010) אך אם מדובר בשינויים בשיעורי החזקה שגורמים לאיבוד/השגת שליטה עדיף לבצע אותם רק לאחר מכן.

3.3 הסוכרייה החשבונאית ברכישה של Barr

בשבוע שעבר התבשרנו כי טבע רוכשת בעסקת ענק את חברת התרופות הגנרית האמריקאית באר (Barr) שהונה העצמי הינו כ- 1.9 מיליארד דולר תמורת כ- 7.5 מיליארד דולר. התמורה תשולם במזומן ובמניות.

באר, בדומה לטבע, מתמחה בעיקר בתחום הגנרי ופועלת במדינות רבות ברחבי העולם, כאשר השוק העיקרי שבו היא פועלת הוא השוק האמריקאי. בארה"ב באר משווקת לצד מעל מאה תרופות גנריות גם כמעט 30 תרופות מקוריות שהיא פיתחה. לפי הדיווחים, רק בארה"ב יש לבאר כ- 70 תכשירים הממתינים לאישור מינהל התרופות והמזון האמריקאי (FDA) ובעלי פוטנציאל מכירות שנתיות של כ- 30 מיליארד דולר.

מבלי לדעת פרטים מדויקים, לא יהיה זה ניחוש פרוע להניח כי השווי ההוגן של המו"פ בתהליך (in process R&D) של באר מהווה חלק משמעותי מתוך מחיר הרכישה העצום. בכדי לקבל סדרי גודל, שימוש בכלל אצבע לפיו כשליש מעודף מחיר הרכישה על ההון העצמי מיוחס למחקר ופיתוח בתהליך, מלמד על כך שמדובר בכ- 1.5 מיליארד דולר!

הסיפור המרכזי הוא שטבע מתכוונת להשלים את הרכישה עד סוף שנת 2008 והמשמעות של כך היא אדירה: טבע שכידוע מדווחת על פי כללי חשבונאות מקובלים בארה"ב (U.S. GAAP) צפויה לנצל ממש על "זנב המטוס" את הפרצה של התקינה האמריקאית בנושא רכישת מו"פ בתהליך שהולכת להיסגר ב- 1 בינואר 2009. בהתאם לפרצה זו, השווי ההוגן של המו"פ בתהליך ירשם כהוצאה מיידית וחד פעמית במועד הרכישה – הרבעון הרביעי של 2008. היתרונות הדיווחיים של כך הם עצומים: ניתן להסביר בקלות יחסית לשוק ההון את המחיקה החד פעמית כעיוות חשבונאי טכני שיש לנטרל אותו ומנגד לגרום לשיפור אדיר בתוצאות המדווחות בשנים הבאות. כפועל יוצא, טבע תרשום בעקבות המיזוג הכנסות כתוצאה מאותם פרויקטים וכנגדם לא תרשום הוצאות הפחתה שמייצגות את העלות של אותם פרויקטים מבחינתה. זהו הפתרון הדיווחי המושלם: רישום של הכנסות מהמיזוג ללא צורך להקביל להן הוצאות של כ- 1.5 מיליארד דולר!

חשוב להזכיר כי טבע עשתה שימוש בפרצה הנ"ל ברכישות הגדולות הקודמות שלה: סיקור בסוף שנת 2003 ואיוואקס בתחילת שנת 2006 (במקרה האחרון מחקה טבע מיידית כ- 1.4 מיליארד דולר שיוחסו למו"פ בתהליך). פרצה חשבונאית זו סייעה רבות לטבע להציג גידול מרשים בתוצאות המדווחות וברווח למניה בשנים העוקבות.

מקורה של הפרצה היא שעד כה האמריקאיים, בשונה מה- IFRS, לא ביצעו הבחנה בין הטיפול החשבונאי בפרויקט מחקר ופיתוח שמיוצר באופן עצמי לבין כזה שנרכש. התפיסה החשבונאית המקובלת לגבי פרויקט מו"פ שמיוצר באופן עצמי היא שמאחר ולא ניתן לצפות כי הפרויקט יצליח להניב הטבות כלכליות, עלויות המו"פ ירשמו בדרך כלל כהוצאות עם התהוותן. בשונה, כאשר מתבצעת רכישה של פרויקט מו"פ בתהליך, עצם ביצוע הרכישה מהווה ראיה משכנעת לכך שקיים נכס ועל כן חשוב להבחין בין שני המקרים.

בעקבות פרויקט התאימות (convergence) האמריקאיים התאימו את הכללים שלהם בנושא צירופי עסקים ל- IFRS. כפועל יוצא, חברות שמיישמות את הכללים בארה"ב מחויבות להכיר בשווי ההוגן של המו"פ בתהליך כנכס לגבי עסקאות שמועד הרכישה שלהם הוא החל מיום 1 בינואר 2009. מבחינה חשבונאית מועד הרכישה הוא בדרך כלל

מועד הסגירה של העסקה (closing). הנכס שנוצר יופחת בקצב ההכנסות שינבעו מאותם פרויקטים ו/או במקרה של כשלון הפרויקט.

המשמעות של השינוי היא פשוטה: אם מועד הסגירה של עסקת באר יהיה לפני 1 בינואר 2009, טבע תרשום גם במקרה זה את כל השווי ההוגן של המו"פ בתהליך כהוצאה חד פעמית. אגב, השלמה זריזה של העסקה תאפשר לטבע ליהנות מסוכרייה חשבונאית נוספת שעומדת לפוג והיא היוון עלויות העסקה מהותיות לעסקה כזו למוניטין שכידוע אינו מופחת כיום באופן שיטתי.

קשה להניח שלנגד עיניהם של קברניטי טבע שנכנסו לעסקת הענק לא עמד השיקול החשבונאי המפתה. החשיבות של החשבונאות בחברה כמו טבע, שדוחותיה הכספיים והרווח למניה שלה (EPS) נבחנים מדי רבעון בקפידה על ידי שוק ההון, היא אדירה ובכוחה לסייע רבות להצלחת המיזוג.

3.4 הבסיס הרעוע של שיטת השווי המאזני

אף אחד אינו מטיל ספק בכך שהשקעה בתנובה היא ההשקעה העיקרית והאסטרטגית של מבטח שמיר כיום: סכום ההשקעה, כ- 200 מיליון דולר, גדול מהונה העצמי של מבטח שמיר והוא מהווה את הנכס העיקרי במאזנה. עם זאת בחסות הבסיס הרעוע של שיטת השווי המאזני – קביעת השפעה מהותית, מבטח שמיר אינה נדרשת לצרף לדיווחיה הכספיים את דוחותיה הכספיים של תנובה.

בכדי להימנע מיישום שיטת השווי המאזני ולכן מהצורך בצירוף דוחות ויתרה מבטח שמיר לאחרונה באופן זמני, בין היתר על הזכות למינוי דירקטורים בתנובה ועל זכויות הצבעה המתייחסות ל- 7% מתוך 26.933% שהיא מחזיקה בתאגיד שרכש את תנובה. כפועל יוצא, שיעור ההחזקה בזכויות ההצבעה של ירד ל- 19.933% בלבד, נמוך מהרף של ה- 20% שמשמש את החשבונאות כחזקה לקיומה של השפעה מהותית ולכן ליישום שיטת השווי המאזני.

בהתאם לשיטת השווי המאזני השקעה בחברה שיש בה השפעה מהותית (חברה כלולה) מוכרת לראשונה לפי עלותה ומותאמת לאחר מכן לחלקה של המחזיקה בשינויים בהון העצמי של החברה הכלולה, לרבות רישום חלק ברווחיה או בהפסדיה. אך אין להתבלבל: ליישום שיטת השווי המאזני קיימות השלכות דיווחיות עקיפות כבדות משקל מאחר והחברות ציבוריות נדרשות לצרף לדיווחיהן את הדוחות כספיים של חברות כלולות פרטיות מהותיות. אין עוררין כי לדרישה זו משמעות רבה לאור העובדה כי בכך הדוחות כספיים של אותן חברות פרטיות, אשר אחרת היו נותרים חסויים נחשפים למעשה באופן מלא ועל כך תעיד פרשת ישקר והשקעות דיסקונט.

הבסיס המהותי של שיטת השווי המאזני רעוע מאד: במקרים רבים עצם הנוכחות בדירקטוריון לצד בעל שליטה דומיננטי אינה מעידה על יכולת כלשהיא שניתנת לזיהוי להשפיע על ההחלטות הפיננסיות והתפעוליות. גם ההצדקה התיאורטית לרישום חלק ברווחי החברה הכלולה הינה בעייתית, שהרי מתוך הגדרה השפעה מהותית אינה שליטה ולכן החברה המחזיקה גם אינה קובעת את מדיניות הדיבידנדים של החברה הכלולה. כפועל יוצא, נוצרת לעתים קלות בלתי נסבלת בקביעת קיומה או אי קיומה של השפעה מהותית. די לציין שהשיעור של 20% הוא המקרה היחיד ב – IFRS שבו טיפול חשבונאי נקבע בעיקרו על קוצו של סף כמותי!

יתר על כן, שיטת השווי המאזני שפותחה בתחילת שנות ה- 60 על רקע שיטת העלות מתוך מטרה לספק דיווח אינפורמטיבי יותר על הרווח והפסד של החברה המחזיקה ועל הונה העצמי, נראית היום חיוורת מאד ביחס למודל השווי ההוגן המקובל למדידת השקעות במניות שאינן מקנות השפעה מהותית. לעניין זה יש אף את העובדה שהחל מהשנה הנוכחית האמריקאיים מאפשרים לחברות לבחור ליישם את מודל השווי ההוגן לגבי השקעות בחברות כלולות במקום את שיטת השווי המאזני. אגב, במקרה האחרון הרשות לניירות ערך האמריקאית אינה פוטרת מהצורך בצירוף דוחות הכספיים.

שיטת השווי המאזני גם אינה עולה בקנה אחד עם תפיסת הישות האחת שהיא התפיסה החשבונאית החדשה לאיחוד דוחות כספיים. ישום שיטת השווי המאזני בהתאם לתפיסה זו שתיכנס לתוקף בשנת 2010 ומכונה PHASE II יוצר עיוותים דיווחים רבים. לדוגמה, עליה בשיעור החזקה שמובילה למעבר מהשפעה מהותית (חברה כלולה) לשליטה

(חברה בת) תוביל להכרה ברווח/הפסד בגין שערוך ההשקעה בכלולה לשווי הוגן מאחר וזו אינה מוצגת לפי שווי הוגן ערב העלייה לשליטה.

עד שכללי החשבונאות יתעשתו ויבטלו את שיטת השווי המאזני, המשקיעים יכולים להודות ל- IFRS שממסווג השקעות במניות כאמור כהשקעות בנכסים פיננסיים זמינים למכירה הנמדדים על בסיס שווים ההוגן, במקום על בסיס עלות כפי שהיה מקובל בעבר. המשמעות של כך היא שככל הנראה הערכות השווי המהותיות עליהם מתבססים דוחות הכספיים לפי ה- IFRS יצורפו לדיווחים של החברה המשקיעות ויספקו נתונים מעניינים ורלבנטיים מאד למשקיעים.

4. נדל"ן ובניה

4.1 מדד אמון המשקיעים – רבעון ראשון 2008

כידוע השינוי התפיסתי המשמעותי ביותר שהביא עימו ה- IFRS הוא בנושא האפשרות למדוד נדל"ן להשקעה בדוחות הכספיים לפי שווי הוגן בכל תאריך המאזן. רובן המכריע של החברות הציבוריות בענף הנדל"ן המניב בארץ בחרו את מודל השווי הוגן ובעקבות כך השתנו דוחותיהן הכספיים ללא הכר. לא זו בלבד שהבחירה במודל השווי ההוגן אפשרה להן להגדיל את ההון העצמי בעשרות ואף במאות אחוזים, אלא גם חסכה מהן רישום הוצאות פחת גדולות שהכבידו מאד על תוצאותיהן בעבר.

בפילוסופיה החשבונאית קיים מאבק מתמיד בין הרצון לפרסם מידע רלבנטי (שווי הוגן) לבין הרצון לפרסם מידע מהימן (עלות היסטורית). במסגרת ה- TRADE OFF הזה בחרה ה- IFRS לוותר במידה מסוימת על רמת המהימנות בכדי לתרום באופן ניכר לרלבנטיות. הויתור הנ"ל אינו טריוויאלי לאור הדרישה החשבונאית החד משמעית למהימנות הנתונים בדוחות הכספיים. די לציין שהתקינה בארה"ב - שוק ההון הגדול בעולם, אינה מקבלת את השווי ההוגן כבסיס מדידה של נכסים לא כספיים וזהו פער ה- GAAP הגדול ביותר כיום.

במצב הדברים הנוכחי לא ניתן להתעלם מכך שדוחות חברות הנדל"ן מציגים לשוק ההון מידע כספי מעניין ביותר שלא היה זמין קודם לכן ומותירים למשקיעים לתהות על טיבו. עם זאת, יש לקחת בחשבון שתפיסת המדידה החדשה מעבירה את כובד המשקל בניתוח הדוחות הכספיים מדוח הרווח והפסד למאזן.

אחת האינדיקציות המשמעותיות לרמת האמון של המשקיעים בשווי ההוגן החשבונאי של חברות הנדל"ן הינו מכפיל ההון שלהן. כלומר, היחס בין שווי השוק של המניות כפי שנגזר ממחירי הבורסה לבין ההון העצמי החשבונאי. ברמה התיאורטית ניתן לצפות כי מכפיל ההון יהיה גדול מ- 1 בכל מועד שהרי השווי ההוגן החשבונאי צריך לשקף מנקודת ראות אובייקטיבית את כל הציפיות לעתיד ויותר מכך: עדיין קיימים משאבים בלתי מוחשיים נוספים שהחשבונאות אינה מתמחרת כגון פרמיית ניהול.

הגרף שלהלן מציג את מכפיל ההון המצרפי של 8 חברות הנדל"ן המניב הגדולות בארץ שאימצו את מודל השווי ההוגן בעקבות דוחות הרבעון הראשון (שכללו גם מספרי השוואה לרבעון מקביל אשתקד על בסיס שווי הוגן):

הממצאים בשטח מלמדים על תופעה מדהימה: מכפיל ההון המצרפי ירד בשנה האחרונה מ- 1.45 ל- 0.82. בנטרול הירידה במדד ת"א 100 בתקופה המקבילה (6.7%), מדובר בירידה של כ- 40%! אם נביא בחשבון שנתוני השווי ההוגן החלו להתפרסם רק מסוף חודש מאי 2007 נגיע למסקנה לא פחות מרתקת: המעבר לשווי הוגן גרם לכך שמחירי הבורסה מתכנסים סביב ההון העצמי החשבונאי!

כמו כן, עצם העובדה כי החברות נסחרות באופן משמעותי מתחת להון העצמי שלהן מלמד על שחיקה באמון של המשקיעים בנתונים החשבונאיים ושמירת מרווח ביטחון ("דיסקאונט") על ההון העצמי החשבונאי. כלומר, המשקיעים מאמינים פחות להערכות השמאי שהוזמנו על ידי החברות עצמן וחוששים מהפסדים קיימים שטרם הוכרו בדוח לרבעון הראשון ואולי יוכרו בדוחות השנתיים.

אין להתעלם ממגבלת תזמון המידע הנובעת מכך שהנתונים הכספיים מתפרסמים זמן ניכר לאחר יום המאזן. אך גם אם נביא בחשבון את עליית מחירי המניות בחודשיים האחרונים (במקביל לעליית מדד ת"א 100) נגלה כי מכפיל ההון המצרפי עולה רק ל-0.91. כדי להבין סדרי גודל נציין כי כל 10% במכפיל המצרפי שווים כ- 1.5 מיליארד ₪!

לסיום, על אף הדעה הרווחת זה המקום לנפץ את המיתוס המוכר: המעבר לשווי הוגן בעקבות ה- IFRS תרם באופן ניכר למשקיעים בתמחור מניות הנדל"ן ודווקא פגע בדיעבד במחירי המניות של חברות הנדל"ן.

4.2 סטירת לחי לקבלנים היזמים

השינוי המשמעותי ביותר בכללי ההכרה בהכנסה בארץ בעקבות ה- IFRS נוגע לדחיית ההכרה בהכנסה ממכירת דירות מגורים בדוחותיהם הכספיים של הקבלנים היזמים. בעוד בעבר ההכרה בהכנסה התבצעה על בסיס קצב התקדמות העבודות לאחר שנחתם חוזה המכירה, הרי שבהתאם ל- IFRS ההכרה בהכנסה מתבצעת רק בעת סיום העבודה ומסירת הדירה ללקוח.

להשפעה שלילית זו מתווספת הדרישה הבלתי מתפשרת של ה- IFRS שלא להוון עלויות מכירה ושיווק למלאי הבניינים בהקמה כפי שנהגנו בעבר, ובמקום זאת להכיר בהן כהוצאות שוטפות בדוח רווח והפסד. ההשפעות השליליות אלו מצטמצמות במידה מסוימת על ידי האפשרות שקיימת ב- IFRS להוון עלויות ריבית למלאי הבניינים בהקמה ולהכיר בהן כהוצאה רק במועד מסירת הדירות.

ההשפעה השלילית של שינוי שיטת ההכרה בהכנסה על סעיף ההכנסות בולטת מאד בדוחות הכספיים של החברות הציבוריות הגדולות. כך לדוגמה, ההכנסות של אפריקה מגורים לשנת 2007 צומצמו בכ 54% : מ- 449 מיליון שקל ל- 208 מיליון שקל. צמצום סעיף ההכנסות גרר גם פגיעה קשה ברווח הנקי של אפריקה מגורים לאותה שנה שהצטמצם בעשרות אחוזים. אך ההשפעה אינה מסתיימת רק בתקופת המעבר. נתוני הרבעון הראשון של שנת 2008 שדווחו לפי IFRS המחישו לשוק ההון היטב את הבעיה החשבונאית : אפריקה מגורים עברה לראשונה מיום הנפקתה בבורסה לדווח על הפסד רבעוני.

הרציונאל של ה- IFRS בשינוי שיטת ההכרה בהכנסה הוא לראות את הקבלן היזם כמוכר מוצר שהוא דירת המגורים. לכן מאחר ובהתאם לכללי חשבונאות מקובלים הכנסה ממכירת מוצר מוכרת רק בעת מסירתו ללקוח הרי שהקבלן היזם לא יכול יהיה להכיר באותה הכנסה עד שמועד מסירת הדירה (לאחר טופס 4). בשונה, הכללים בישראל בעבר ראו את הקבלן היזם, כקבלן מבצע (ספק שירותי בנייה) של רוכש הדירה מרגע שנחתם עימו חוזה המכירה. לפיכך, מאחר ובהתאם לכללי חשבונאות מקובלים הכרה בהכנסה ממתן שירותים מוכרת על בסיס מתן השירות, מרגע חתימת החוזה הכרה בהכנסה התבצעה על פי קצב התקדמות העבודות.

השפעת ה-IFRS על ההכנסות של היזמיות הגדולות, במיליוני שקלים

	הכנסות ממכירת דירות ב-2007		שיעור ירידה	השפעה על עודפים נכון לסוף 2007
	לפני ה-IFRS	אחרי ה-IFRS		
אזורים	1,115	896	19.6%	71
שיכון ובינוי	1,171	717	39%	136
אפריקה מגורים	449	208	54%	26

הטבלה הוכנה על ידי יבגני וובוסלסקי

הבשורות השליליות מבחינת הקבלנים היזמים אינן מסתכמות רק בדחיית ההכרה בהכנסות אלא גם וכפועל יוצא בגידול משמעותי בתנודתיות של הרווחים המדווחים. די שפרויקט גדול אחד יסתיים ברבעון מסוים של השנה כדי שכל הרווח בגינו יתנקז לאותו הרבעון בעוד יתר רבעוני השנה, אשר נושאים באופן שווה בהוצאות הכלליות של החברה ובהוצאות המכירה השוטפות, יציגו בעקבות כך הפסדים. לא ניתן להתעלם מהעובדה שככל שחברה המדווחת

מספר פרויקטים רב יותר כך גם צפוי להתקיים במידה זו או אחרת אפקט של קיזוז בין פרויקטים, אם כי גם לא בהכרח באופן מושלם.

"הסוכרייה" החד פעמית שיכולה להמתיק אך במעט את הטעם המר שהותיר אחריו ה- IFRS היא שהרווחים שהוכרו לפי הכללים בישראל עד ליום 1 בינואר 2008 יחזרו שוב בשנים הבאות. כך לדוגמה, קבוצת שיכון ובינוי שחלק מפעילותה הוא הקמת בניינים למכירה תדווח בשנים הבאות על 136 מיליון שקל רווח ממכירת דירות, רווח שכבר דיווחה עליו לשוק ההון לפי הכללים בישראל עד ליום 31 בדצמבר 2007.

לסיכום, ניתן להיווכח כי ה- IFRS פוסע בנושא זה כברת דרך לאחור ומחביא את הערך הכלכלי האמיתי של יזמי הבנייה מפני שוק ההון. פגיעה קשה זו ברלבנטיות של הדוחות הכספיים עומדת בכיוון ההפוך למטרת החשבונאות כמו גם לתפיסה הכללית של ה- IFRS ובניגוד גמור להצפת הערך לה אנו עדים בענף הנדל"ן המניב. כתוצאה מהכשל החשבונאי אין מנוס שכובד המשקל בתמחור המניות יצא אל מחוץ לדוחות הכספיים לעבר דיווחים משלימים כמו תיאור עסקי התאגיד ודוח הדירקטוריון ולעבר ניתוחי האנליסטים. חובת ההוכחה מונחת לכן על כתפיהם של מנהלי החברות הציבוריות היזמיות שידרשו לספק לשוק ההון נתונים מהימנים ואובייקטיביים על המצב האמיתי של הפרויקטים שלהם.

4.3 מדד אמון המשקיעים – רבעון שני 2008

מכפיל ההון המצרפי של חברות הנדל"ן המניב ירד בין מועד פרסום דוחות הרבעון הראשון לשני בכ- 21%

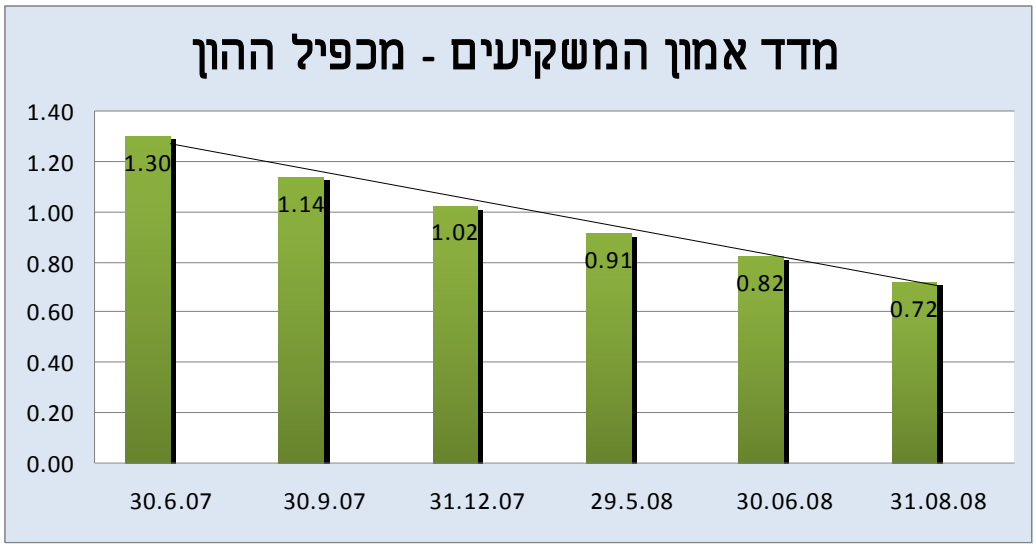
רובן המכריע של החברות הציבוריות בענף הנדל"ן המניב בארץ מיישמות בדוחות הכספיים שלהן את מודל השווי הוגן. כזכור הבחירה במודל השווי ההוגן גרמה לגידול של עשרות ואף במאות אחוזים בהון העצמי של אותן חברות וגם חסכה מהן רישום של הוצאות פחת גדולות.

במסגרת ה- TRADE OFF בין הרצון לפרסם מידע רלבנטי (שווי הוגן) לבין הרצון לפרסם מידע מהימן (עלות היסטורית) בחרה ה- IFRS לוותר במידה מסוימת על רמת המהימנות בכדי לתרום באופן ניכר לרלבנטיות. הויתור הנ"ל אינו טריוויאלי לאור הדרישה החשבונאית החד משמעית למהימנות הנתונים בדוחות הכספיים.

במצב הדברים הנוכחי לא ניתן להתעלם מכך שדוחות חברות הנדל"ן מציגים לשוק ההון מידע כספי מעניין ביותר שלא היה זמין קודם לכן ומותירים למשקיעים לתהות על טיבו. עם זאת, יש לקחת בחשבון שתפיסת המדידה החדשה מעבירה את כובד המשקל בניתוח הדוחות הכספיים מדוח הרווח והפסד למאזן.

אחת האינדיקציות המשמעותיות לרמת האמון של המשקיעים בשווי ההוגן החשבונאי הינו מכפיל ההון של חברות הנדל"ן המניב. כלומר, היחס בין שווי השוק של המניות כפי שנגזר ממחירי הבורסה לבין ההון העצמי החשבונאי. ברמה התיאורטית ניתן לצפות כי מכפיל ההון יהיה גדול מ- 1 בכל מועד שהרי השווי ההוגן החשבונאי צריך לשקף מנקודת ראות אובייקטיבית את כל הציפיות לעתיד ויותר מכך: עדיין קיימים משאבים בלתי מוחשיים נוספים שהחשבונאות אינה מתמחרת כגון פרמיית ניהול.

הגרף שלהלן מציג את מכפיל ההון המצרפי של 8 חברות הנדל"ן המניב הגדולות בארץ שאימצו את מודל השווי ההוגן בעקבות דוחות הרבעון השני, תוך ציון מכפיל ההון המצרפי גם למועד פרסום הדוחות הכספיים הרבעוניים:



הממצאים מדהימים: בעוד מכפיל ההון המצרפי במועד פרסום הדוחות הכספיים לרבעון הראשון עמד על 0.91 הרי שנכון למועד פרסום הדוחות הכספיים לרבעון השני מכפיל ההון הסתכם ב- 0.72, מדובר בירידה של כ- 21% בתוך שלושה חודשים! ברמה שנתית, החל מסוף חודש אוגוסט 2007 אז עמד מכפיל ההון המצרפי על 1.12 ירד מכפיל ההון המצרפי בכ- 36%! בכדי להבין סדרי גודל די לציין כי כל 10% במכפיל המצרפי של החברות הנ"ל שווים כ- 1.5 מיליארד שקל!

הגידול במרווח ביטחון ("דיסקאונט") על ההון העצמי מלמד על שחיקה משמעותית נוספת באמון של המשקיעים בנתונים החשבונאיים. מעבר למצב הרוח הנדלני העגום ועל אף שחלק מחברות הנדל"ן רשמו במהלך הרבעון השני הפסדי שערוך, מעידה שחיקה זו על כך שהמשקיעים חושבים שחבויים בדוחות הכספיים הפסדים גדולים שטרם הוכרו. לכך גם ניתן להוסיף שהמשך תופעת הירידה במכפיל ההון גם ברבעון השני יכולה להיות מוסברת במידה מסוימת בכך שבדוחות הרבעונים לא מתבצעות בהכרח הערכות שווי מקיפות לכלל הנכסים כמו בדוחות שנתיים.

עם זאת, אין למהר ולהספיד את מודל השווי ההוגן של ה- IFRS. ראשית, מכפיל ההון המצרפי אינו מודד את מהימנות השווי ההוגן אלא כיצד המשקיעים תופסים אותה. בהחלט יתכן שמרכיב הדיסקאונט הנוכחי משקף דווקא טעות בתפיסה של המשקיעים. שנית, אם נתחשב במינוף הגבוה של חברות הנדל"ן המניב שמשקף יחס הון לנכסים של כ- 20% בממוצע, הרי שבהתעלם מצד ההתחייבויות ה"טעות" במונחי הנכסים היא בשיעור נמוך הרבה יותר. לצורך ההמחשה, אם ניקח מצב קיצוני ובלתי מציאותי לפיו שוויין ההוגן של ההתחייבויות אינו שונה מערכן בספרים, הרי שבמונחי נכסים "טעות" האמידה היא רק בשיעור של כ- 6% בממוצע, שיעור שאין בו כדי להעיד על כך שמדובר בנתונים בלתי מהימנים. הסיבה השלישית לסיום ואולי החשובה ביותר היא שעדיף לקחת מרחקי ביטחון מאומדן רלבנטי שהוא השווי הוגן מאשר להיות תקועים עם ערכים בלתי רלבנטיים של שיטת העלות ההיסטורית גם אם מהימנותם מושלמת.

(*) יועץ IFRS ומחבר הספר "חשבונאות פיננסית חדשה: IFRS".

5. שינויים בשער חליפין של מטבע חוץ

5.1 שינויים בשער החליפין של מטבע חוץ - עניין של נקודת התייחסות

המפעלים הפטרוכימיים מדווחים כי כתוצאה משינוי מטבע פעילות לדולר הרווח לשנת 2007 יקטן מ- 36 מיליון ₪ להפסד של כ- 27 מיליון $. בתי זיקוק לנפט מדווחת בדומה כי תתקן את הרווח הנקי שלה לשנת 2007 מסך של 693 מיליוני ש"ח לסך של כ- 153 מיליון $.

אחד השינויים החשובים ביותר אשר הביא עימו ה- IFRS נוגע לבחירת המטבע לפיו נמדדים הדוחות הכספיים של החברה לרבות הרווח (מטבע הפעילות). על אף שבעבר שימוש במטבע פעילות שאינו השקל הותר בארץ רק במקרים נדירים, ה- IFRS מאפשר ואף דורש מהחברות לבחור כמטבע פעילות את המטבע אשר משקף את המהות הכלכלית של העסקים וזהו בדרך כלל המטבע שמשפיע בעיקר על מחירי המכירה של הסחורות והשירותים ועל עלויות אספקתם.

הממצאים בשטח מלמדים כי מספרן של החברות הציבוריות שמטבע פעילות שלהן אינו השקל גדל משמעותית ואף הוכפל לכדי 20% מהחברות. הענף העיקרי בארץ שמושפע מהשינוי הוא ענף הפטרוכימיה. ואכן חברות תעשייתיות העוסקות בתחום ייצור מוצרי הנפט והחומרים לתעשייה הפטרוכימית והפלסטית, כגון בתי הזיקוק לנפט והמפעלים הפטרוכימיים מדווחות על השינוי. השאלה הגדולה נוגעת אפוא, להשפעה של השינוי על הרווחיות המדווחת של אותן חברות?

ההשפעה של המעבר על הדוחות הכספיים תלויה במידה ניכרת במצבת הנכסים וההתחייבויות הכספיים של כל חברה. בעידן של שער חליפין יורד של הדולר ניתן לנתח באופן פשטני את ההשלכות של מעבר למטבע פעילות דולרי, באופן הבא:

	מטבע פעילות שקל	**מטבע פעילות דולר**	**השפעת המעבר**
עודף התחייבויות כספיות דולריות	רווח מימוני	אין השפעה	שלילית
עודף נכסים כספיים דולריים	הפסד מימוני	אין השפעה	חיובית
עודף התחייבויות כספיות שקליות	אין השפעה	הפסד מימוני	שלילית
עודף נכסים כספיים שקליים	אין השפעה	רווח מימוני	חיובית

כך לדוגמה, עודף התחייבויות כספיות השקליות של המפעלים הפטרוכימיים (כ- 1.5 מיליארד ₪ בממוצע בשנת 2007), מסביר את המעבר להפסד, כתוצאה מיצירת הוצאות מימון בדוחות הדולריים. לעומת זאת, הקיטון ברווח של בתי הזיקוק לדוגמה נובע בעיקר מעודף התחייבויות כספיות דולריות (כ- 3.8 מיליארד ₪ בממוצע), אשר ייצרו הכנסות בדוחות השקליים כתוצאה מהשחיקה של שער החליפין, אשר אינן קיימות בדוחות הדולריים. צריך לזכור

ששער החליפין בשנת 2007 ירד בשיעור של כ- 10% ולאחר תאריך המאזן המשיך לרדת בעוד 10%, כך שההשפעות הנ"ל צפויות להשתקף גם ברבעון הראשון של שנת 2008.

אין עוררין כי לקביעת מטבע הפעילות יכולה להיות השפעה ניכרת על הדיווח הכספי בכלל ועל מדידת התוצאות העסקיות בפרט ומכאן גם להשפיע על ההחלטות של המשתמשים בדוחות הכספיים. לדוגמה, חברה שנטלה הלוואה דולרית, תציג חשיפה לשינויים בשער החליפין של דולר ארה"ב, אם מטבע הפעילות שלה הוא שקל, אך לא תציג כלל חשיפה כאמור אם מטבע הפעילות שלה הוא דולר ארה"ב.

מדובר בעוד מהלך נכון וכלכלי של ה- IFRS שאף צפוי לשפר את ההתנהלות העסקית של החברות. העיוות האדיר שהיה בעבר לפיו נוצרה הבחנה בין חשיפה מטבעית כלכלית לבין חשיפה מטבעית חשבונאית, אשר בגינה לעיתים חברות חששו להגן על עצמם מבחינה כלכלית על מנת שלא ליצור חשיפות חשבונאיות למעשה בוטל. חברה שמטבע הפעילות שלה דולרי ונוטלת הלוואה שקלית, הרי שנכנסה לחשיפה מטבעית כלכלית ולכן גם חשבונאית.

5.2 הקשר החזק שבין שער החליפין והרווח הגולמי

כלל ידוע הוא שהשחיקה החדה בשער החליפין של הדולר מיטיבה עם יבואנים ומקשה על היצואנים. מבחינה חשבונאית ניתן לראות זאת באופן בולט דרך חישוב שיעור הרווח הגולמי מתוך המכירות. הרווח הגולמי הוא ההפרש שבין ההכנסות ממכירות לבין עלות המכירות שמייצגות את העלויות שהתהוו לחברה בייצור אותן הכנסות.

סעיף המכירות, הן אצל יבואנים והן אצל יצואנים, אינו אמור להיות מושפע משמעותית משחיקת שער החליפין כשלעצמה. הסיבה לכך היא שמצד אחד, היבואנים שמחירי המכירה שלהם נקובים בשקלים אינם בהכרח מתאימים אותם כלפי מטה ביחס ישר ומצד שני היצואנים שמטבע הפעילות שלהם הוא בדרך כלל דולר, מודדים את הכנסותיהם במונחים דולריים. לעומת זאת, הסעיף שאמור להיות מושפע באופן משמעותי משחיקת שער החליפין בשני המקרים הוא עלות המכירות: בעוד אצל היבואנים עלויות הרכישה קטנות וכך גם עלות המכירות הרי שאצל היצואנים המצב הפוך: המרכיבים השקליים של עלות המכירות, ובמיוחד שכר העבודה, עולים באופן משמעותי במונחים דולריים. כפועל יוצא, ניתן לצפות לגידול בשיעור הרווח הגולמי אצל היבואנים לעומת קיטון אצל היצואנים.

הירידה החדה של שער החליפין של הדולר במחצית הראשונה של השנה (12.8%-) לעומת היציבות של שער החליפין במחצית הראשונה אשתקד, מספקת אפשרות השוואה של שיעורי הרווח הגולמי בין שתי התקופות, מתוך הדוחות הכספיים של הרבעון השני המתפרסמים בימים אלה.

אחת הנהנות הבולטות מהעלייה החדה בשיעור הרווח הגולמי היא דלק רכב. שיעור הרווח הגולמי של דלק רכב עלה מ- 15.3% במחצית הראשונה של שנת 2007 ל- 19.2% במחצית הראשונה של שנת 2008. תופעה זו מיוחסת כמובן בעיקר לתיסוף של השקל מול מטבעות היבוא של דלק רכב. הגידול בשיעור הרווח הגולמי, על רקע גידול בהכנסות הובילו את דלק רכב לדווח על רווח גולמי של 552 מיליון שקל במחצית הראשונה של השנה – גידול של כ- 54% ביחס לתקופה המקבילה אשתקד! יש לציין כי במחצית הראשונה, התהוו לדלק רכב הוצאות מימון כתוצאה מביצוע עסקאות הגנה מפני התייקרות מטבעות היבוא בסך של 55 מיליון שקל. גם אם נכלול הוצאות אלה, שלא הוצגו במסגרת עלות המכירות מאחר ולא טופלו כגידור חשבונאי, במסגרת הרווח הגולמי, נמצא כי שיעור הרווח הגולמי המותאם של דלק רכב במחצית הראשונה מסתכם ב- 17.3% ומייצג עדיין גידול משמעותי.

בשונה מדלק רכב, חברה שהיתה אמורה להיות הסובלת המשמעותית משחיקת הדולר היא התעשייה האווירית. כתוצאה מהתיסוף החד עלו הוצאות השכר של התעשייה האווירית במחצית הראשונה של השנה בכ- 88 מיליון דולר ביחס לתקופה המקבילה אשתקד. עם זאת, תהליכי התייעלות משמעותיים הובילו אותה לשמור במחצית הראשונה של השנה על שיעור רווח גולמי יציב של כ- 14%. לצורך ההמחשה, במצב בדברים הקיים ללא תהליכי ההתייעלות צפוי היה ששיעור הרווח הגולמי של התעשייה האווירית יצטמק לפחות מ- 10% שכנראה גם היה מוביל אותה לדווח על הפסדים. יתר על כן, שמירה על שיעור רווח גולמי קבוע על רקע גידול של כ- 20% בהכנסות הובילו את התעשייה האווירית לדווח על גידול מקביל בסך רווח הגולמי שהסתכם במחצית הראשונה ב- 273 מיליון דולר. **ניתן אף לומר, שהתחזקות שער החליפין של הדולר מתום הרבעון השני ועד כה (6.5%), עשויה להוביל את התעשייה האווירית לדווח על גידול בשיעור הרווח הגולמי בדוחות הרבעון השלישי של השנה שיפורסמו בעוד מספר חודשים.**

מעבר להשלכות על הרווח הגולמי יש לשחיקת שער החליפין השלכות משמעותיות על הוצאות והכנסות המימון המדווחות של החברות וזאת כתוצאה מהפרשי שער שנובעים ממדידת התחייבות ונכסים פיננסיים שאינם במטבע הפעילות. יחד עם זאת, על אף שסעיף המימון משפיע על השורה התחתונה של הרווח החשבונאי, הרווח הגולמי והתפעולי של חברות תפעוליות להבדיל מחברות נדל"ן מניב וחברות ההחזקה, מייצג את לב הפעילות ולכן יש לבסס עליו את כובד המשקל של ניתוח הפעילות.

5.3 מרוויחות אבל בעצם מפסידות

ירידת שער החליפין של הדולר במחצית הראשונה של השנה הסבה לחברות הישראליות הפסדי מטבע כבדים בגין השקעותיהן בחברות מוחזקות דולריות. יחד עם זאת, בהתאם לכללי החשבונאות הקיימים כיום הפסדי מטבע אלו אינם נכללים לעת עתה בדוח רווח והפסד, אלא נדחים ויוכרו בדרך כלל בדוח רווח והפסד רק במועד מימוש ההשקעה.

מבחינה חשבונאית, תהליך הדחייה נעשה באמצעות זקיפת אותם הפרשי שער ישירות להון העצמי ממסגרת קרן הונית שנקראת "קרן הון מהפרשי תרגום". קרן הון זו מהווה למעשה "תחנת ביניים" אשר צוברת את ההכנסות וההוצאות שנובעות מהשפעת השינויים בשערי החליפין בנוגע להשקעות באותן חברות מוחזקות שפועלות במקרים רבים בחו"ל. הרציונאל החשבונאי הוא שהשינוי בשער החליפין אינו משפיע ישירות על תזרימי המזומנים המופקים על ידי אותה חברה מוחזקת, אלא ישפיע על תזרימי המזומנים רק בעת מכירה או פירוק. לפיכך, קרן הון זו תיצבר מדי תקופה ותיזקף בחזרה לדוח רווח והפסד רק בעת מימוש ההשקעה.

דוגמה בולטת לקרן הון שלישית מהפרשי תרגום ניתן למצוא בדוחות של החברות בקבוצת אי די בי שרשמו במחצית הראשונה של השנה הפסדי מטבע כבדים בגין החזקותיהן. להלן נתונים על ההפסדים הנדחים של חברות הקבוצה במחצית הראשונה של השנה, **שנובעים רובם ככולם מהפרשי מטבע**, במיליוני שקלים ובנטרול חלקו של המיעוט:

	רווח נקי (הפסד)	**הפסדים נדחים**	**סה"כ הפסד כולל לתקופה**
נכסים ובניין	119	(239)	(120)
השקעות דיסקונט	257	(500)	(243)
כור תעשיות	(116)	(292)	(408)
כלל תעשיות והשקעות	13	(50)	(37)

הטבלה הוכנה על ידי יבגני נובוסולוב

התמונה באי די בי פיתוח שאמורה לפרסם בימים הקרובים את דוחותיה הכספיים לא צפויה להיות שונה, שהרי גם ללא התחשבות בהחזקות אחרות, חלקה בלבד בהפסדים הנדחים של חברות הבת שלה ובראשן השקעות דיסקונט מסתכם במאות מיליוני שקלים. תחזית זו קיבלה ביטוי גם באזהרת הרווח שפרסמה אי די בי בחודש שעבר.

על אף שמבחינה חשבונאית מתבצעת דחייה של הפרשי המטבע, הרי שלא ניתן להתעלם מהפסדי המטבע בניתוח התוצאות העסקיות. מבחינה כלכלית גרידא, ירידת שער החליפין משפיעה באופן ישיר על שוויין של ההחזקות הדולריות בראיה שקלית. הדברים עשויים לקבל משנה תוקף כאשר מדובר בחברות שאינן תפעוליות במהותן כמו במקרה של חברות אחזקה.

מטבע הדברים, תופעת הפסדי המטבע הנדחים במחצית הראשונה אינה רלבנטית לחברות החזקה ישראליות שמטבע הפעילות שלהן הוא הדולר. כך לדוגמה לחברה לישראל, לא התהוו כלל הפסדי מטבע בגין החזקותיה הניכרות בחברות בנות בעלות מטבע פעילות דולרי כמו כי"ל, צים ובז"ן, לאור נקודת ההתייחסות הדולרית.

בחשבונאות המודרנית קיימים מקרים נוספים שבהם רווחים והפסדים מסוימים נדחים ישירות להון העצמי כמו לדוגמה רווחים והפסדים הנובעים משערוך של נכסים פיננסיים זמינים למכירה. כפועל יוצא, התפתחה בארה"ב לפני כעשור הדרישה לדווח על "הכנסה כוללת" (comprehensive income). המונח "הכנסה כוללת" הוא מונח חדש יחסית במקצוע והוא כולל בתוכו לצד ההכנסות וההוצאות שנכללו בדוח רווח והפסד (ולכן גם שימשו לחישוב הרווח למניה) גם את אותן הכנסות והוצאות נדחות (שמכונות "הכנסה כוללת אחרת").

המשתמשים בדוחות הכספיים צריכים להכיר בחשיבות הרבה של הנתון על ההכנסה הכוללת. חשיבות זו אף הובילה לאחרונה את ה- IFRS לצעוד בנושא צעד משמעותי קדימה ולחייב באופן גורף את החברות החל מ- 1 בינואר 2009 להקדיש להכנסה הכוללת דוח כספי נפרד! הכללים החדשים יאפשרו לחברות לבחור להציג דוח אחד על הכנסה כוללת שמכיל הן פריטי הכנסות והוצאות רגילות והן פריטי הכנסה כוללת אחרת או לחלופין להציג שני דוחות כספיים נפרדים : דוח רווח והפסד ולאחריו דוח על הכנסה כוללת.

6. נושאים נוספים

6.1 תשלום מבוסס מניות - הרהורים חשבונאיים

בשנים האחרונות אנו עדים ליישור קו חשוב של ה- IFRS, כמו גם של התקינה בארה״ב, עם רישום הוצאות שכר בגין שווי ההוגן של אופציות ומניות לעובדים. עם זאת, בהתאם לכללים הקיימים השווי ההוגן של מענק הוני נמדד פעם אחת בלבד - במועד הענקת התוכנית לעובד. שווי זה נזקף כהוצאה על פני תקופת ההבשלה (vesting), ללא כל קשר עם שינויים עתידיים בשווי.

כלל מדידה זה יוצר עיוותים אדירים. לצורך ההמחשה, יתכנו מצבים בהם כתוצאה מירידה במחיר המניה האופציות ימצאו רוב התקופה מחוץ לכסף ובסופו של דבר יפקעו אך החברה תמשיך לרשום את ההוצאה הגבוהה כפי שנמדדה ביום ההענקה. מותר להוסיף כי אותם מנהלים ימשיכו להיות מדורגים בהתאם במרומי טבלאות השכר. מנגד, יתכנו גם מצבים הפוכים בהם בעקבות עלית מחיר המניה יגדל באופן ניכר שווי האופציות, אך החברה לא תגדיל את ההוצאה. טבלת המנכ״לים שלהלן מציגה דוגמאות מהשטח לעיוותים האדירים הנובעים ממדידה זו (במיליוני שקלים):

שם המנכ״ל	חברה	שווי הוגן במועד ההענקה	שווי פנימי/נאיבי כעת (21 במאי)
שוקי אברמוביץ	כלל פיננסיים	8	0
איליק רוז׳נסקי	דלק נדל״ן	49	12
ניר גלעד	חברה לישראל	13	27
עקיבא מוזס	כימיקלים לישראל	14	90

הרציונאל החשבונאי הקיים מתבסס על הבחנה בין שתי עסקאות רעיוניות ביום ההענקה: האחת תשלום שכר מראש לעובד במזומן והשנייה הנפקת הונית לעובד תמורת אותו הסכום בדיוק. כפועל יוצא, מאחר והוצאות שכר מראש מחד והון עצמי מאידך נמדדים על פי עלותם בהתאם לכללי חשבונאות מקובלים, המדידה מתבצעת על פי השווי ההוגן במועד ההענקה. הרציונאל הנ״ל נעזר לדידם של מוסדות התקינה ברוח גבית חזקה ששוללת קשר בין שווי המענק בעתיד לבין שוויים של השירותים שיסופקו בעדו.

נראה כי החשיבה החשבונאית הנ״ל שגויה מיסודה. על אף שמבחינה רעיונית המענק אכן משקף שתי עסקאות נפרדות, אין זה נכון לראות אותן ככאלה המתבצעות במועד ההענקה. נכון שהתנאים מסוכמים במועד ההענקה, אך בפועל העסקאות מתבצעות על פני תקופת ההבשלה, בדומה לכל בונוס אחר. הסיבה פשוטה: העובד אינו מחויב להעניק את השירותים ויכול בכל רגע נתון לוותר על ההטבה ולעזוב את החברה, שהרי יחסי העבודה הינם יומיומיים. הסתירה הפנימית היא שלפי הכללים הקיימים לא מתבצע רישום של שירותי העובד העתידיים כנכס כנגד הנפקת הון, אלא הרישום מתבצע בצדק רק על בסיס קבלת השירותים בפועל.

יתר על כן, ההתעלמות מהקשר שבין שינויים בשווי ההטבה לבין שירותי העובד עומדת בסתירה גמורה למהות הבסיסית של מענקים אלה. די אם נזכיר שכאשר משולם בונוס של 1% מהרווח ההוצאה נמדדת רק בתקופה בה נוצר הרווח בפועל. למי מאיתנו יש ספק שבירידת שווי המענק קטן גם התמריץ של העובד ובהתאם למעמדו בחברה ידרוש

פיצוי בדמות העלאת משכורת, בונוס או אף מענק הוני נוסף? מצד שני, יכול להיות שאם שווי ההטבה יעלה מאד החברה תוכל החברה להימנע מתשלום בונוסים נוספים. על מנת לחדד את העיוות, נציין כי אם העובד מתחלף במהלך תקופת ההבשלה יש בהתאם לכללים הקיימים לבטל את ההוצאה של העובד שעזב ולמדוד מחדש את ההטבה של מחליפו.

חשוב להדגיש מבחינת החברות המצב הקיים אינו בהכרח רע מבחינה דיווחית – נהפוך הוא, מתוך תפיסה פוזיטיבית של מחיר המניה בעתיד מדובר במדידה זולה יותר אשר יוצרת גם וודאות לגבי מידת ההוצאות בעתיד.

הפתרון המוצע הוא למדוד את ההטבה לפי שווי הוגן ממוצע תקופתי, לכל תקופה מדווחת בפני עצמה. מדידה זו תשקף את השווי של ההטבה שמקבל העובד בגין השירותים שהוא מספק בפועל. פתרון זה אף מונע התעסקות אובססיבית בקביעה טכנית/משפטית של מועד ההענקה ומבטל לחלוטין כל אינטרס לבקדייטינג ומשחקים משפטיים אחרים. אגב, על אף שהמדידות החוזרות יגדילו את מעמסת הדיווח, יש בכוחן גם לשפר את רמת הדיוק במדידה שהרי ממוצע מטבעו פועל להשטחת טעויות מדידה. כל שנותר, אפוא למוסדות התקינה הוא להזדרז ולתקן את העיוות.

6.2 יוזמה פיננסית פרטית PFI/BOT - החדשות הטובות והחדשות הרעות של יזמי ה- BOT

פרויקטי ה- BOT וה- PFI מבית המדרש התאצ'ריסטי קיבלו תאוצה רבה בארץ בשנים האחרונות. על אף הרציונאל הציבורי הברור להכניס את הסקטור הפרטי למימון, הקמה והפעלה של תשתיות ציבוריות חשובות, פרויקטים אלו מציבים אתגר חשבונאי לא פשוט שתכליתו אופן הקצאת הרווח של היזם לאורך תקופת הפרויקט, על רקע הוצאות המימון הכבדות שלו בשנים הראשונות.

בהתאם לכללים בישראל, לאור קיום מרכיב עיקרי של הכנסות מובטחות מהמדינה יזמי ה- BOT לא כללו בדרך כלל את הפרויקט כרכוש קבוע בדוחותיהם הכספיים אלא כנכס פיננסי המשקף את המחויבות של המדינה, ונושא את שיעור התשואה הגלום בפרויקט. בנוסף, הכירו היזמים בהכנסות מהקמת התשתית והפעלתה. מבחינה דיווחית התוצאה היתה מושלמת, שהרי לא זו בלבד שלא נכללו בדוח רווח והפסד הוצאות פחת בגין התשתית, אלא שהנכס הפיננסי אף ייצר הכנסות בשיעור ריבית גבוה ויציב. כפועל יוצא, הדוחות הכספיים של היזמים הפכו למעשה לדוחות של מוסד פיננסי לכל דבר ועניין: מצד אחד הכנסות מימון על חוב המדינה ומצד שני הוצאות מימון נמוכות יותר על ההון הזר.

לעומת זאת, ה- IFRS מתיר את השימוש במודל הנכס הפיננסי רק עד גובה ההכנסות המובטחות וגם אז מדובר במודל שונה מזה שהיה קיים עד כה. לגבי הכנסות שאינן מובטחות דורש ה- IFRS שימוש במודל של נכס בלתי מוחשי לפיו התפיסה היא שהיזם מקים עבור המדינה את התשתית ובתמורה מקבל זיכיון להפעיל את התשתית לתקופה מסוימת. על אף שבשני המודלים קיימת הכרה ברווח בעת הקמת הפרויקט, הרי שלאור קיום הוצאות המימון הכבדות בתחילת הפרויקט, מודל הנכס הבלתי מוחשי צפוי להציג הפסדים בשנים הראשונות של ההפעלה לעומת היציבות יחסית של מודל הנכס הפיננסי.

ה- IFRS בכל מקרה פחות "ידידותי" ליזמי ה- BOT לעניין הקצאת הרווח בין התקופות המדווחות. גם אם נניח שההכנסות המובטחות מאפשרות ליזם להכיר בנכס פיננסי בגין כל הפרויקט מה שלא מתקיים תמיד (כמו לדוגמה במקרה של ההרחבות בכביש 6), עדיין קיימים מספר הבדלים משמעותיים:

ב. הכנסות המימון שתרשמנה ב- IFRS בגין הנכס הפיננסי תהיינה קטנות יותר, מאחר ומתבצע שימוש בשיעור ריבית המתבסס בעיקרו על סיכון המדינה ולא בשיעור הריבית הגלום בפרויקט (WACC).

ב. חוסר יכולת להוון בתקופת ההקמה ב – IFRS עלויות מימון על הנכס הפיננסי, על אף שהאחרון מתחיל לייצר הכנסות מימון מוקדם יותר.

ג. בעוד בעבר היה מוכר שיעור רווח קבוע בתפעול, הרי שכעת הכנסות הפעלה מעל הסכום המינימאלי המובטח נזקפות בהתאם לביצועים בפועל.

על אף שבכלות השנים הרווח המצטבר יהיה אותו רווח, חלוקתו ב- IFRS על פני תקופות הפרויקט תייצג בדרך כלל דחיית רווחים. עם זאת, חשוב לזכור כי כאשר מדברים על מעבר ל- IFRS קיימת חשיבות מכרעת למצב הפרויקט הספציפי ומידת הבשלות שלו ליום המעבר, שהרי ככל שהפרויקט בשל ומצליח יותר כך גם ה- IFRS יציג אותו באור

חיובי יותר. יתרה מזאת, יזם שבתחילת הפרויקט דיווח לפי הכללים הישנים ובהמשך הפרויקט עובר לדווח לפי ה-IFRS, מרוויח למעשה מבחינה דיווחית פעמיים: בפעם הראשונה, היו אלה אותם רווחים שדווחו בעבר לפי הכללים הישנים ובפעם השנייה כאשר ידווח על אותם רווחים לפי הכללים החדשים עם התקדמות הפרויקט.

דוגמה טובה ליזם שנהנה מהשינוי היא דרך ארץ שהקימה את כביש 6 ומדווחת כי יתרת העודפים שלה ליום 1 בינואר 2007 תקטן בעידן ה- IFRS בכ- 682 מיליוני ₪ בעוד הרווח לשנת 2007 יגדל בכ- 28 מיליון ש"ח. האם מדובר בבשורה שלילית לבעלי המניות – שיכון ובינוי ואפריקה ישראל? ממש לא, בשנים הבאות דרך ארץ ובעלי מניותיה ייהנו שוב מאותם 682 מיליון ₪. מנגד, דוגמה למי שלא נהנית משינוי הכללים היא דניה סיבוס מקבוצת אפריקה וזאת בהקשר של כביש 431 שנמצא עדיין בהקמה ויגרום לכך שבשל מרכיב המימון הרווח הנקי בשנת 2007 יקטן ב- 13.8 מיליון ש"ח.

6.3 הפרשות, התחייבויות תלויות ונכסים תלויים - החשבונאות המוזרה של הבנקים

מהפכת ה- IFRS אשר כידוע פסחה על הבנקים בארץ מחדדת מאד את חוסר האחידות בדיווחים הכספיים בשוק ההון. בעוד כל החברות הציבוריות במשק עברו ליישם את ה- IFRS, הבנקים בישראל בהוראת המפקח על הבנקים ממשיכים ליישם את הכללים הישנים שהם בגדר עירוב של תקנים חשבונאיים אמריקאיים, תקנים חשבונאיים בינלאומיים ואף במקרים מסוימים כללים ייחודיים שעומדים בסתירה הן לאלו והן לאלו.

דוגמה בולטת למקרה האחרון ניתן למצוא בדוחות הכספיים של בנק הפועלים לרבעון הראשון של השנה. דוח רווח והפסד של הבנק לרבעון זה כלל הוצאה של כ- 300 מיליון שקל שנרשמה בעקבות החלטת דירקטוריון הבנק מחודש מאי 2008, ערב פרסום הדוחות, על תוכנית פרישה מרצון. טיפול חשבונאי זה הוא תוצר עמדה מוכרת של המפקח בנושא. לעומת זאת, בהתאם לעקרונות חשבונאות מקובלים לא היתה צריכה להיווצר לבנק ברבעון הראשון התחייבות לפרישה מרצון ולכן גם לא הוצאה. הסיבה לכך פשוטה: נכון ליום 31 במרץ 2008 אין לבנק מחויבות בלתי חוזרת כלפי אותם עובדים, שהרי עד לאותו מועד אפילו עוד לא התקבלה החלטת הדירקטוריון שכשלעצמה אינה בהכרח מפורטת מספיק בכדי ליצור מחויבות.

הטענה כי מדובר כאן בעוד עמדה "שמרנית" של רגולאטור שגויה מיסודה ולא רק לאור הניגוד הגמור לכללי חשבונאות מקובלים. בזווית הדיווחית של המקרה אין זה ברור כלל מה צריך להיחשב מחמיר ומה מקל מבחינת הבנק. נהפוך הוא, לא סוד הוא שבעקבות המחיקות האדירות בתיק ה- MBS שהובילו להפסד לפני מס של כ- 3 מיליארד שקל, הרבעון הראשון של בנק הפועלים נחשב בין כה וכה כרבעון שחור. לכן יכולה לעלות טענה לפיה לבנק נוח יותר במצב דברים זה לרשום הפרשות גדולות "שיבלעו" בבור ההפסדים ואף יאפשרו להראות רווחיות הרבה יותר טובה בעתיד. עד כמה ההחלטה בדבר הפרישה מרצון היתה קשורה להחלטה על מימוש תיק ה- MBS קשה מאד לדעת גם אם שתיהן דווחו באותו דיווח מיידי, אך מנגד יהיה זה קשה להניח שהחלטת המימוש לא עמדה ברקע.

זה המקום לתקן טעות נפוצה ומסוכנת: הזהירות החשבונאית (שבעבר אכן כונתה שמרנות) מתייחסת לדרישת רמת ודאות לצורך הכרה בהכנסות הגבוהה מזו אשר נדרשת להכרה בהוצאות אך כמובן שאינה מיועדת להוביל להכרה בהפסדים שאינם מייצגים מחויבות. מבחינה חשבונאית הקדמת הכרה בהוצאה חמורה לא פחות מהקדמת הכרה בהכנסה. כל פרשנות אחרת לזהירות יוצרת כר פעולה רחב לניהול רווחים ולכן פוגעת בשוק ההון.

נושא הדוחות הכספיים של הבנקים הרבה יותר רחב מדוגמה זו. הערבוב בין הכללים האמריקאיים והכללים הבינלאומיים הינו בעייתי ביותר מאחר ומדובר בתפיסות תקינה שונות: בעוד התקנים האמריקאיים הם מבוססי כללים (Rules Based) הרי שהתקנים הבינלאומיים הם מבוססי עקרונות (Principles – Based). האופן בו יש לפרש וליישם כל סוג של תקנים שונה בתכלית ממשנהו ומציב את הבנקים ואת רואי החשבון שלהם בעמדה כמעט בלתי אפשרית. ברקע ההתעקשות מוטת ארה"ב של הרגולאטור הישראלי, יש לציין כי האמריקאים עצמם מודעים לבעיות הקשות של התקינה החשבונאית שלהם ולהתפתחויות הגלובאליות ואף מדברים בקול רם על מעבר ל- IFRS.

ויותר מזה, היום כבר לא ניתן להגיד שהתקינה האמריקאית "שמרנית" יותר. צחוק הגורל הוא שדווקא התקינה האמריקאית הלכה צעד ענק קדימה ומאפשרת לכל החברות למדוד הלוואות ופיקדונות לפי שווי הוגן. בעקבות זאת

בחרו הבנקים להשקעות בארה״ב למדוד את אגרות חוב שגייסו לפי שווי הוגן ובעקבות הירידה בשווי צמצמו את הפסדי הסאב פריים ובמילים אחרות: הרוויחו מזה שהם מפסידים. צריך להבין, מדובר בנושא הכי בנקאי שיש אשר צפוי להשפיע ללא הכר על הדוחות הכספיים של הבנקים והוא עדיין כלל אינו מותר בהתאם ל- IFRS!

לסיכום, בנק ישראל באמצעות הפיקוח על הבנקים צריך להזדרז ולהודיע על אימוץ מלא של התקינה הבינלאומית ולהתרכז באכיפתה. אם בנקים גדולים בעולם כמו Deutsche bank ו- HSBC עברו כבר ל- IFRS אין סיבה שהבנקים בישראל לא יעשו זאת.

6.4 רמת הנזילות של דוח התזרים החדש

מהפכת ה- IFRS השפיעה באופן משמעותי על כל אחד מהדוחות הכספיים ובכלל זה לא פסחה גם על דוח תזרים המזומנים אשר נחשב לעיתים קרובות לדוח משמעותי ביותר בניתוח חברות. על אף שלא חל שינוי במבנה הדוח אשר מחולק עדיין לשלוש קטגוריות עיקריות: פעילות שוטפת, השקעה ומימון, הביא ה- IFRS לשינויים באופן הסיווג של תזרימי מזומנים מסוימים לכל אחת מהקטגוריות.

אחד השינויים המשמעותיים נוגע לאפשרות שקיימת ב- IFRS לסווג את תשלומי הריבית במסגרת פעילות מימון במקום פעילות שוטפת. השינוי נובע מכך שה- IFRS אינו מקבל בהכרח את התפיסה שהיתה מקובלת בעבר לפיה תזרים מזומנים מפעילות שוטפת מייצג את דוח הרווח וההפסד על בסיס מזומן.

באופן לא מפתיע, מספר לא מבוטל של חברות בארץ ניצלו את ההזדמנות לסווג את תשלומי הריבית במסגרת פעילות מימון, כך שנוצרה שונות באופן הסיווג של תשלומי הריבית כמעט בכל ענף. הטבלה שלהלן מציגה מספר דוגמאות לחברות שנמצאות באותו ענף אך מסווגות באופן שונה את תשלומי הריבית שלהן:

	סיווג בפעילות שוטפת	**סיווג בפעילות מימון**
מלונאות	מלונות דן	ישרוטל
ליסינג	אלבר	דן רכב
אחזקה	קבוצת דלק	אי. די. בי
נדלן מניב	דלק נדלן	נצבא
תקשורת	הוט	בזק

יתרה מזאת, מאחר וכללי החשבונאות בארה"ב אינם מתירים להציג את תשלומי הריבית מחוץ לפעילות השוטפת, נוצרים גם הבדלי סיווג בין חברות ישראליות דואליות שמיישמות את הכללים האמריקאיים כדוגמת פרטנר והריבוע הכחול לבין מתחרותיהן שמיישמות את ה- IFRS.

כפועל יוצא, המשתמשים בדוחות הכספיים צריכים כיום להיזהר משימוש "עיוור" בסיכומי הביניים של דוח התזרים החדש. לצורך ההמחשה, להלן ניתוח פשוט של תזרימי המזומנים לשנת 2007 בשלושה זוגות של חברות דומות המסווגות באופן שונה את תשלומי הריבית שלהן (באלפי שקל):

	גב ים (מימון)	**אמות (שוטפת)**
תזרים מדווח מפעילות שוטפת	125,667	134,463
תזרים מפעילות שוטפת בניכוי תשלומי ריבית (להלן - A)	60,683	134,463
תזרים מפעילות שוטפת ללא ניכוי תשלומי ריבית (להלן - B)	125,667	235,513
יחס תזרים שוטף (B) למכירות	31%	45%

יחס תזרים שוטף (A) לשווי שוק	3%	9%

(הטבלאות הוכנו על ידי יבגני נובוסולוב)

	שופרסל (מימון)	**הרבוע הכחול (שוטפת)**
תזרים מדווח מפעילות שוטפת	204,000	292,216
תזרים מפעילות שוטפת בניכוי תשלומי ריבית (להלן - A)	108,000	292,216
תזרים מפעילות שוטפת ללא ניכוי תשלומי ריבית (להלן - B)	204,000	364,838
יחס תזרים שוטף (B) למכירות	2%	5%
יחס תזרים שוטף (A) לשווי שוק	3%	11.5%

	סלקום (מימון)	**פרטנר(שוטפת)**
תזרים מדווח מפעילות שוטפת	1,798,000	1,456,275
תזרים מפעילות שוטפת בניכוי תשלומי ריבית (להלן - A)	1,621,000	1,456,275
תזרים מפעילות שוטפת ללא ניכוי תשלומי ריבית (להלן - B)	1,798,000	1,555,835
יחס תזרים שוטף (B) למכירות	30%	25%
יחס תזרים שוטף (A) לשווי שוק 26/03/2007 (*)	21%	16%

(*) המועד המוקדם ביותר בו זמינים נתוני שווי שוק לסלקום

הנתונים מלמדים על החשיבות של תשומת הלב לאופן סיווג תשלומי הריבית בעת ניתוח השקעות והשוואת חברות באותו ענף. כלל ידוע הוא שבעידן ה- IFRS המשקיעים נדרשים להיות מודעים למדיניות החשבונאית המיושמת בבסיס הנתונים המוגשים להם וכפי שניתן להיווכח הדוח על תזרימי המזומנים שנחשב ככזה שלא נתון לכאורה ל"משחקים חשבונאיים", אינו בגדר יוצא מן הכלל.