

יום עיון של אגודת מערכי השווי – המרכז הבינתחומי הרצליה (24.06.2018)

פרופ' אמיר ברנע

הרצאה: IFRS והערכות שווי

בספרם החדש של ידידנו שלומי שוב ויורם עדן, מודגש הקשר הסימולטני בין חשבונאות IFRS והערכות שווי כאשר הערכות שווי הן חלק מהדיווח החשבונאי IFRS אך גם נשענות עליו. שילוב זה ראוי לציון כי בעבר היתה הפרדה בין לימודי חשבונאות ולימודי הערכת שווי.

הקשר בין IFRS והערכות שווי - ממעוף ציפור IFRS אינו משנה הערכה על בסיס עלות של נכסי ליבה של פירמה יצרנית (להוציא אולי חברות פיננסיות ונדל"ן מניב) אך מציג בערכי שוק את הנכסים העודפים וההתחייבויות העודפות.

מאספקט זה IFRS מסייע למעריך השווי שבדרך כלל מעריך את פעילות הליבה על בסיס תזרימי DCF ומוסיף את שווי נכסים עודפים נטו. לצורך בניית התזרים זקוק המעריך לאומדן רווח תפעולי יציג שהחשבונאות מתקשה לספק (מכאן התפתחו נתוני GAAP non שמתיימרים למלא את החסר). המעבר ל- IFRS יוצר קושי נוסף לאמוד רווח תפעולי יציג. נדרש ניקוי יסודי של דו"ח רווח והפסד IFRS משערוכים והפרשות IFRS למינהן שמשבשים את אומדן הרווח התפעולי היציג. מכאן שמה שהרווחנו באומדן הנכסים העודפים הפסדנו בדו"ח רווח והפסד. ראוי לציין שמאז משבר 2008 עיקר אנליטיקת הערכת השווי מתמקדת דווקא בתזרים ולא במאזן. כלומר קיימת תופעת היפוך כיוון. פני הערכת השווי מופנים לתזרים. פני IFRS מופנים למאזן מה שאומר שכל עוד המטוטלת נשענת על תזרים IFRS, פחות רלבנטי להערכות שווי.

הקשר בין הון עצמי מאזני ושווי נמצא בלב תרומת הכלכלן ג'מס טובין (Tobin) שהתמקד בין היתר בניסוח ובהסבר היחס "q" שנקרא היום "מכפיל הונו" (יחס שווי להון העצמי). טובין קבע שאם נכסים מוערכים במחירי שחלוף (replacement cost) ואם השוק תחרותי צפוי היחס להיות קרוב ל- 1.0. ההנחות שהניח שנדרשות לקבל יחס של 1.0 מאפשרות לגבש הסבר כלכלי למכפילים הוניים ששוניים מ- 1.0.

חשבונאות IFRS תורמת להקטנה מסוימת של הפער בין נכסים במאזן למחירי שחלוף, אם כי כפי שציין פרופ' ברוך לב במספר מאמרים, הדרך להצגת נכסים במחירי שחלוף בחשבונאות עדיין רחוקה, כאשר למשל השקעות פנימיות בפרסום ובמ"פ נרשמות כהוצאה שוטפת וכתוצאה מכך אין ביטוי נכסי לשווי מותג או שווי פטנטים שהם חלק בלתי נפרד מפעילות חברה מודרנית. אני מפנה תשומת לב למספר מאמרים שהתפרסמו לאחרונה למשל מאמר של פיטרס וטיילר (JFE (2017)) בו נאמדים נכסים לא מוחשיים מתוך דוחות רווח והפסד ומתקבל אומדן ל"q" - על בסיס שווי נכסי במחירי שחלוף.

לאור זאת ועל פי גישת טובין, הפער בין סכום ההון העצמי והשווי הכלכלי שהחשבונאי מכנה "מוניטין" (תשובה טוטולוגית הרי מוניטין אינו מסביר את הפער אלא נקבע טכנית על ידו), נובע משני אלמנטים:

- א. יכולת מתמשכת של הפירמה להשיג תשואה מעל הנורמלית עקב נגישות פרטנית להשקעות, כשלי תחרות וחסימי כניסה לענף.
- ב. פער בין השווי המאזני של נכסים במאזן ושוויים במחירי שחלוף שניתן להערכה על סמך הוצאות מו"פ, שיווק והכשרת עובדים לאחר הפחתה.

אני מציע למערכי השווי כחלק מהערכות השווי, למפות את הפער בין סכום ההון העצמי המאזני IFRS והשווי הכלכלי על פי מרכיבים אלה ובדרך זו להקנות להערכת שווי ביסוס והסבר תומך וגם בקורת במיוחד לגבי אומדן פרמיית התשואה העודפת והצדקתה לאור תחרות עתידית. הדו"ח המוצע יתחיל בהון עצמי, IFRS יוסיף אומדן לשווי הנכסים במחירי שחלוף (אחרי פחת) ויקבל כשארית את אומדן השווי שנובע מהנחת מעריך השווי מהו צפי התשואה מעל הנורמלית בתקופת התחזית שגלום לעתים בשיעור צמיחה ורווחיות בתזרים.