

תיאוריה ופרקטיקה בהחלטות מימוניות בחברות ציבוריות בישראל

פרופ' אמיר ברנע



ראשי פרקים

- ההנחה של שוק הון משוכלל ויעיל בתיאוריה המימונית וסטיות ממנה.
- סיטואציות ישראליות במציאות של כשלי שוק לסוגיהם:
 - סולבנטיות והסדרי חוב.
 - תמחור חוב במבנה פירמידלי.
 - הערכת שווי אינפורמציה.
- קביעת מחיר ההון להיוון בהערכות שווי והתחייבויות פנסיוניות.

רקע: תיאוריה מימונית

- ההנחה שקיים שוק הון משוכלל ויעיל מייצרת את עיקר תוצאות התיאוריה המימונית:
- קשר בין מחיר ההון (שווי חברה) ומבנה בהון MM
- שווי אופציות BS
- שווי אינפורמציה מדווחת BB
- סיכון רלבנטי MS

3

אמיר ברנע

סטיות מהנחות שוק משוכלל וכשלי שוק

- מסים, עמלות והוצאות פשיטת רגל.
- פערים באינפורמציה בין אנשי פנים ומשקיעים.
- מגבלות סחירות.
- כשלי שוק הון ושווקי נכסים ("משבר נזילות").

4

אמיר ברנע

סיטואציה 1: סולבנטיות והסדרי חוב

- מדוע חשובה ההחלטה שהחברה סולבנטית?
- חשיפת החברה ומנהליה להעדפת נושים
- איחור מביא למכירה מבוהלת של נכסי ליבה לכיסוי חוב שוטף
- דוגמאות: אי.די.בי פיתוח, סקילקס, אפריקה ישראל

5

אמיר ברנע

שתי גישות לסולבנטיות

- רק הפרה בפעל של התחייבות כספית חוזית או Covenant: גישה אמריקאית
- גם הסתכלות על סבירות הפרה עתידית: מקובל בישראל "אין לחברה יכולת לקיים התחייבויות בהגיע מועד פרעון", מצטלב עם גישה חברתית – שמגבה סכומים פנסיוניים.

6

אמיר ברנע

מדידת סולבנטיות

- חישוב NAV: שווי כלכלי בניכוי התחייבויות
 - יכולת תזרימית לאפק בחינה מוגבל
- הקשר עם כשלי שוק: מדוע NAV לא מספיק
 - מידת ודאות יכולת פירעון כפונקציה של זמן
- דוגמאות: IDB פיתוח
- כשלי שוק ואי שכלול בתיאוריה המימונית: MM

7

אמיר ברנע

אי סולבנטיות

- החלופות בפני החברה והנושים:
- הסדר חוב: הסכם בין חברה ונושיה על פריסה, מחיקה או המרת חוב להון. בסיס חוקי סעיף 350.
 - פירוק: העברת נכסי החברה לנושים. צפייה למימוש קרוב של הנכסים לפירעון חלקי של החוב.

8

אמיר ברנע

מתי הסדר חוב לעומת פירוק?

- א- ריחוק הנושה מהנכס (אפריקה החוב הוא בחברת האם, הנכסים בחברת בת ציבוריות – השלכות המבנה הפירמידלי).
- ב- החברה מוכרת מוצרים לטווח ארוך כגון פרויקטים לייזום, דירות (מקדמות) (חשיבות למוניטין).
- ג- זכויות נושים שוות – אין נושה מובטח.
- ד- לא ברור שווי הנכסים במימוש.
- ה- פער בין שווי במימוש ושווי כלכלי (שווי הנכס כשהחברה עסק חי).
- ו- כשלי שוק במימוש נכסים ומיחזור חוב (משבר נזילות)
- ז- עלות גבוהה לפש"ר, הפסד מוניטין, ניהול יקר על ידי כונסים.
- ח- נכונות בעל השליטה להזרים הון לחברה (נותן סיגנל לשווי).

9

אמיר ברנע

ללא כשלי שוק ועלות פש"ר אין צורך בהסדר חוב:

- א- אם נכסים בעלי ערך, ניתן למחזר חוב באמצעות שוק ההון או מערכת התיווך הפיננסי (בנקים).
 - ב- אם נכסים אינם בעלי ערך, פירוק הוא חלופה שפועלת לטובת הנושים והסיכוי להזרמת הון חדש הוא קטן.
 - ג- חשוב השילוב בין כשל שוק בשוק הנכסים ובשוק ההון – מאפיין את המשבר הנוכחי ומתמקד בחברות נדל"ן.
- כשל שוק בשוקי ההון והנכסים מכונה "משבר נזילות", פער לא סביר בין מחיר קניה ומכירה שמשמעותם פער בין שווי כלכלי לשווי במימוש שנעשה באילוץ.

10

אמיר ברנע

סיטואציה 2 : תמחור חוב במבנה פירמידלי

- פירמידה עסקית מהי?
- סיבות: שליטה ומינוף
- תמחור חוב – מודל האופציות
- איך מתנהג השוק

11

אמיר ברנע

מבנה פירמידלי - הגדרה ואפיון

- פירמידה:** מבנה בעלות ארגוני המאפשר פער מהותי בין חלק בהון וחלק בשליטה ע"י הפעלת שליטה באמצעות חברות ביניים.
- מכונה גם מבנה בעלות ורטיקלי בהבחנה ממבנה בעלות שטוח.
 - עוקף את החקיקה שבחברה ציבורית יקוים הכלל One Share One Vote.
 - ריחוק תאגידי בין השולט והנכסים הריאליים המרוכזים בתחתית הפירמידה.
 - אם החוב ו/או ההון העצמי בחברות הפירמידה הם ציבוריים מתעוררות שאלות ממשל תאגידי ועצמאות דירקטוריונים.

12

אמיר ברנע

מדוע מבנה פירמידלי?

□ התשובה הסטנדרטית:

- מאפשר שליטה תאגידיית בהון מוגבל
- מאפשר מצוי יכולת ניהולית וסינרגיות רוחביות

□ התשובה שלי:

- מאפשר מינוף גבוה עוקף מגבלת LTV כלומר מקנה תדמית סולידית למבנה מימוני מסוכן

דוגמא למבנה בעלות פירמידלי

□ חברה נכדה בה מרוכזת הפעילות הריאלית (תחתית הפירמידה):

- נשלטת ע"י חברת בת
- נשלטת ע"י חברת אם
- נשלטת ע"י בעל שליטה

□ חברות בת, אם ובעל השליטה הן חברות אחזקה ללא פעילות ריאלית. מקור תזרים המזומן היחיד הוא החברה הנכדה.

שלוש דוגמאות ישראליות

פרטנר (אנכית)	בזק (אנכית)	IDB (רוחבית)	
		אי די בי אחזקות	סבתא
סאני	אינטרנט זהב	אי די בי פיתוח	אם
סקיילקס	בי. קומנקיישן	דיסקונט השקעות	בת
פרטנר	בזק	שופרסל, סלקום	נכדה

15

אמיר ברנע

מבנה בעלות פירמידלי 50% חוב מ-NAV

סה"כ נכסים	חוב	הון עצמי	
1000	500	500	בעל שליטה
2000	1000	1000	אם
4000	2000	2000	בת
8000	4000	4000	נכדה
8000	7500	500	מאזן מאוחד

16

אמיר ברנע

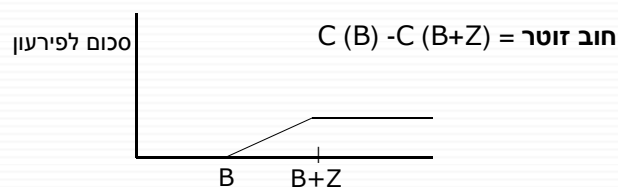
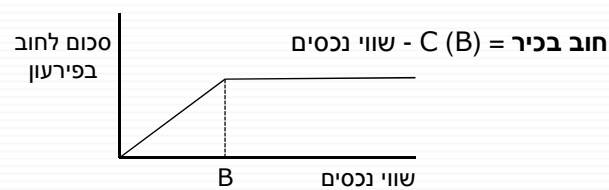
תמחר חוב במעלה הפירמידה

- **רעיון:** חוב במעלה הפירמידה הוא זוטר לחוב בחברה שמתחתיה כי מגובה בתזרים שאריתי (**Residual**)
- מודל האופציות (**Merton** 1974) מתמחר חוב זוטר, זוטר זוטר וכו' יחסית לחוב בכיר
- הנחות מודל האופציות: חברות בע"מ, ממשל תאגידי (אין הרמת מסך), מועד פירעון אחד, חדלות פירעון במועד הפירעון, העברה מיידית וללא עלות של הנכסים לנושים.

17

אמיר ברנע

דוגמא



18

אמיר ברנע

תמחור חוב בהנחה $\sigma = 25\%$ $r = 4\%$, חוב לשנתיים

שיעור תשואה לחוב	שווי חוב	שווי הון עצמי	
31.3%	290	1664	בעל שליטה
21.1%	680	1954	אם
9.2%	1677	2634	בת
4.1%	3689	4311	נכדה
8000	6336	1664	סה"כ

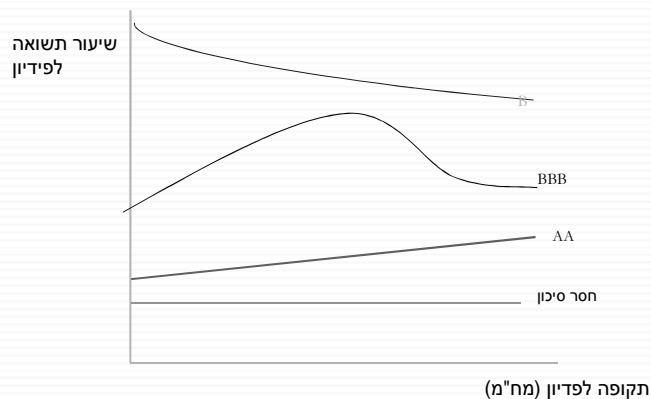
אם אין פירמידה שיעור התשואה לחוב בערך פדיון 7500 ושווי נכסים 8000 הוא 9%.

רגישות תשואה ביחס ל-LTV

שיעור תשואה לפדיון		
LTV=50%	LTV=75%	
21.1%	34%	אם
9.2%	13%	בת
4.1%	4.1%	נכדה
		סה"כ

הערה: $T=2$, $r=4\%$, $\sigma=25\%$

מבנה שער ריבית לפי Merton



21
22

אמיר ברנע

מה קורה בשוק? בע"מ נפרד או הרמת מסך?

תשואה לפדיון 24.10.12	תשואה לפדיון 31.1.12	מח"מ נוכחי	
18%	5.03%	1.9	אינטרנט זהב
5.3%	3.98%	1.8	בי קומיניקישן
0.7%	1.34%	2.0	בזק
מוקפא	21.3%	מוקפא	סאני
50%	12.3%	1.7	סקיילקס
1.9%	3.03%	2.5	פרטנר
48%	13.8-15%	3.1	אי.די.בי.
31%	12.2%	2.3	אי.די.בי. פתוח
12%	6%	1.8	דיסקונט השקעות
2.5%-2.2%	2.6/2.9%	2.1/4.0	שופרסל/סלקום

22

אמיר ברנע

סיטואציה 3: הערכת שווי אינפורמציה

Event Study

Ball & Brown, 1968

- תרגיל בתביעה ייצוגית:
- הודעת חברה בדוחות 6.14 שפורסמו ב- 30.8.2014 על ירידה צפויה ברווח עקב עזיבת לקוח
- הלקוח הודיע בתחילת הרבעון נוהל איתו מו"מ שהסתיים בהווה
- תביעה ייצוגית על איחור במסירת מידע מהותי

הקבוצה התובעת ואמידת נזק

- מי שרכש ניירות ערך 29.8 – 1.4 ולא מכר עד 30.8
- ירידת מחיר המניה ב"חלון ההודעה"

חישוב ירידת מחיר המניה

- בניכוי שינוי שוק על פי "מודל השוק"
- האם השוק סחיר? כיצד משפיע על "חלון ההודעה"
- האם נאכפת חקיקה על מסחר אנשי פנים

25

אמיר ברנע

סיטואציה 4: חישוב מחיר ההון בהערכות שווי והתחייבויות פנסיוניות

- קריטי בהערכות שווי: נדרש ל- IFRS (שווי בר השבה), עסקאות בעלי עניין, הערכת יכולת פירעון, קביעת חבות פנסיונית (בלייל, חברת חשמל) וגם קביעת תעריפים רגולטוריות (בזק)
- בהערכות שווי DCF מהוון תפעולי אחרי מס במחיר ההון או רווח נטו לבעלי המניות במחיר ההון העצמי (אקויוולנטי למכפיל הרווח).

26

אמיר ברנע

מחיר הון

- **מחיר הון WACC** = שער ריבית חסר סיכון + פרמיית סיכון עסקי
- פרמיית סיכון עסקי = $ERP * \text{בטא נכסי} + \text{פרמיה ספציפית}$.
- **מחיר הון עצמי (Ke)** = שער ריבית חסר סיכון + פרמיית סיכון עסקי + פרמיית סיכון פיננסי + פרמיית סיכון ספציפית.
- פרמיית סיכון כוללת = $ERP * \text{בטא מנייתי} + \text{פרמיה ספציפית}$

27

אמיר ברנע

WACC לחברה "ABC" לפי ספר הספרים - Damodaran

גליל 5904	1%	RF צמוד מדד
דמודראן	0.85%	פרמיית מדינה
דמודראן	6%	ERP מנוטרל מינוף ישראל
(Blume)	0.7	בטא מתוקן
	2%	סיכון ספציפי
תחזית בנק ישראל	1.5%-2%	תחזית אינפלציה
	9.8%	מחיר הון WACC נומינלי
	15.6%	מחיר הון עצמי נומינלי
נתונים: מינוף: יחס חוב להון עצמי 1.0 מחיר חוב אחרי מס 4%		

28

אמיר ברנע

"שוק עמוק" והתחייבויות פנסיוניות

- לפי התקן החשבונאי היוון התחייבויות פנסיוניות על פי אג"ח קונצרניות AA
- אם אין "שוק עמוק" לאג"ח קונצרניות לפי אג"ח ממשלתיות
- האם יש "שוק עמוק"? רלבנטי לחברת החשמל, E בלייל וקרנות הפנסיה
- AA בינלאומי? ישראלי?

29

אמיר ברנע

סבירות מחירי ההון בישראל

- WACC 8-12%
- מחיר הון עצמי 15-18%
- (השפעת מינוף) נוסחה קושרת:
$$K_e = K + \frac{D}{C} (k - r) (1 - t)$$
- כאשר K_e מחיר הון עצמי, K מחיר ההון (WACC)
- כאשר $\frac{D}{C}$ יחס חוב להון עצמי
- r שער ריבית לחוב
- t שיעור מס חברות

30

אמיר ברנע