



דוחות כספיים מאוחדים: האם נדרשת רביזיה?



שלומי שוב

אלי אמיר

פרופ' אלי אמיר, רואה חשבון, הוא חבר סגל בפקולטה לניהול ע"ש קולר באוניברסיטת תל אביב, בוגר החוגים לחשבונאות וכלכלה באוניברסיטת תל אביב, ומופקד על הקתדרה לכלכלה פיננסית ע"ש מקס וסטפי פרלמן. בעבר שימש פרופסור וראש תחום חשבונאות ב-London Business School, פרופסור חבר באוניברסיטת Columbia בניו יורק וראש הוועדה המקצועית של המוסד הישראלי לתקינה בחשבונאות.

רו"ח שלומי שוב הוא בעלים ומנכ"ל של IFRS קונסלטינג בע"מ שעוסקת במתן שירותי יעוץ חשבונאי לחברות ולרואי חשבון, וראש החוג לחשבונאות וסגן דיקן בבית ספר אריסון למנהל עסקים באוניברסיטת ריימאן (המרכז הבינתחומי הרצליה). הוא מומחה IFRS והמחבר הראשי של הספר "חשבונאות פיננסית חדשה: IFRS 2020". מכהן כראש (במשותף) של פורום שווי הוגן (FVF) Fair Value Forum וכדירקטור חיצוני, חבר ועדת ביקורת, יו"ר ועדת מאזן וועדת תגמול באלוני חץ נכסים והשקעות בע"מ. מכהן גם כדירקטור חיצוני וחבר בוועדה המקצועית של חברת מידרוג (חברה בת של מודיס).

תקציר

במאמר זה אנו מציעים מודל חדש להצגת דוחות כספיים מאוחדים והגדרת מושג השליטה של חברה בחברה אחרת. המוטיבציה העיקרית לניתוח במאמר נובעת מקיומן של חברות בנות הנסחרות בבורסה לניירות ערך. בשנים האחרונות הולכות ומחמירות הדרישות הרגולטוריות והחוקיות לממשל תאגידי תקין בחברות ציבוריות, ומערערות את הבסיס המושגי של קיום "שליטה" של "חברת האם" בכל נכס ונכס של החברה הבת הציבורית. המודל המוצע מצמצם את הגדרת השליטה ומגדיר אותה על בסיס קריטריונים פשוטים ומדידים, כגון האפשרות לתנועת מזומנים קלה בין החברה האם לחברה הבת, קשר תפעולי בין האם לבת, והיעדר הפרדה משמעותית בממשל התאגידי בין החברות. המודל המוצע צפוי להגדיל את הרלוונטיות של הדוחות הכספיים למשקיעים וימנע את שלל העיוותים הנגזרים ממודל השליטה והאיחוד הנוכחי. נגזרת של המודל, בכפוף לבחינה נוספת, היא הצגת ההשקעה בחברה בת נסחרת לפי השווי ההוגן.

1. מבוא

הצבעה פוטנציאליות, זכויות למינוי אנשי מפתח ניהוליים, וכן זכות למנות את מרבית חברי הדירקטוריון או זכות לקבלת החלטות. כפועל יוצא, קיומה של שליטה נבחן על בסיס נורמים איכותיים רבים המעידים על היכולת לכוון את המדיניות הפיננסית והתפעולית.²

הדרישה להציג דוחות כספיים מאוחדים היא תוצאה ישירה של אימוץ הכלל בדבר העדפת המהות הכלכלית על פני הצורה המשפטית (Economic Substance over Legal Form). ניתן לראות זאת בבירור במקרה הבסיסי של חברה בת בבעלות מלאה של חברה האם. לדוגמה, חברה שהנכס היחיד שלה הוא השקעה בחברה בת בבעלות מלאה. לחברת הבת יש נכס יחיד — מנרש ללא חובות. ברור שבמקרה כזה הדוחות הכספיים יהיו רלוונטיים יותר אם יוצג מאזן מאוחד שכולל השקעה במנרש על פני הצגת מאזן נפרד ("סולו") המציג השקעה בחברה בת. בדומה, כאשר חלק מהפעילות של קבוצה מסוימת מתבצע טכנית באמצעות חברה בת אחת או יותר ולא רק באמצעות חברת האם (לדוגמה, קבוצה שעוסקת בבנייה יזמית, כאשר חברת בת בבעלות מלאה של החברה האם והיא קבלנית הביצוע שלה), ראוי להציג את פעילות כלל הקבוצה כמקשה אחת בדוח רווח או הפסד מאוחד.

זאת ועוד, בהיעדר דרישה לדוחות כספיים מאוחדים היה ניתן לבצע מניפולציות טכניות פשוטות כדי לשנות את מצב העסקים שמשקף לקוראי הדוחות הכספיים מבלי לשנות את המהות הכלכלית. מקרה אחרון, חברת האנרגיה האמריקנית שקרסה באופן מהדהד בשנת 2001 ועשתה שימוש בישויות חוץ מאזניות כדי לייפות את מצבה הכספי האמיתי, ממחיש זאת היטב. אחרון ניצלה פרצות בתקינה החשבונאית האמריקנית לאור יישום קלוקל של הנדרת השליטה, שהייתה צרה מלהכיל ישויות למטרה מיוחדת (Special Purpose Entities). באמצעות הקמת ישויות חוץ מאזניות (Off-Balance-Sheet) שאינן מאוחדות, אחרון "העלימה" מזוהתיה הכספיים נכסים

איחוד דוחות כספיים היא פרוצדורה בסיסית בחשבונאות הקיימת כבר מעל מאה שנים. התקינה החשבונאית הבינלאומית (International Financial Reporting Standards, IFRS), התקינה האמריקנית (US GAAP), וגם התקינה החשבונאית הישראלית שקדמה לאימוץ התקינה הבינלאומית בשנת 2008, מטפלות באופן דומה בסוגיית האיחוד, תוך שימוש דומה בהגדרת השליטה.¹ כאשר בוחנים את התפתחות התקינה החשבונאית בנושא דוחות כספיים מאוחדים, דומה שלא היה נושא שזכה לתשומת לב רבה יותר ממוסדות התקינה בעולם. למרות שקיים קונצנזוס רחב בקרב מכיני הדוחות, מוסדות התקינה, והמשתמשים בדוחות הכספיים על הצורך בדוחות כספיים מאוחדים והתועלת שבהם, כמות הנימוקים לנאותות דוחות כספיים מאוחדים והצורך בהם בתקינה החשבונאית ובמחקר האקדמי מועטה יחסית.

מודל איחוד הדוחות הכספיים מבוסס על תפיסת קיומה של שליטה (Control) של הישות המדווחת (Reporting Entity) בחברה המוחזקת — שמוגדרת בעקבות כך כחברת בת (Subsidiary). העיקרון הבסיסי, שעומד מאחורי המודל, הוא קיומה של שליטה כלכלית/אפקטיבית, להבדיל משליטה משפטית/פורמלית, על כל אחד ואחד מנכסי חברת הבת, וכפועל יוצא מתהווה גם מחויבות כלכלית (ולא משפטית) לכל אחת מהתחייבויותיה. לצד המאזן המאוחד, הדוחות הכספיים המאוחדים מציגים יחדיו את תוצאות חברות הקבוצה בדוח רווח או הפסד כולל מאוחד, דוח מאוחד על תזרימי המזומנים, ודוח מאוחד על השינויים בהון.

בהתאם לתקינה הבינלאומית, משקיע שולט בישות מושקעת אם יש לו לא רק כוח השפעה על הישות המושקעת וחשיפה (או זכויות) לתשואות משתנות בישות המושקעת, אלא גם יכולת להשתמש בכוחו כדי להשפיע על התשואות שלו ממעורבותו עם הישות המושקעת. כדי שלמשקיע יהיה כוח השפעה על הישות המושקעת, חייבות להיות לו זכויות קיימות המקנות לו את היכולת להתוות את הפעילויות הרלוונטיות. דוגמאות לזכויות המעניקות למשקיע כוח השפעה כוללות זכויות הצבעה, זכויות

² בעשור האחרון חלו תמורות באופן הנדרת שליטה בתקינה הבינלאומית (IFRS). אם בעבר שליטה הוגדרה בעיקר על בסיס החזקה במרבית זכויות ההצבעה, כיום הנדרת שליטה היא איכותית וכוללת גם שליטה אפקטיבית. כפועל יוצא, תיתכן שליטה בחברה ציבורית גם כאשר שיעור החזקה בה נמוך מ-50%, ככך שקיים פיזור משמעותי של יתר המניות בקרב משקיעים רבים. כפועל יוצא, אין סף כמותי מוגדר של זכויות ההצבעה לקיומה של שליטה. כמו כן, תיתכן החזקה במרבית זכויות ההצבעה שלא תקנה שליטה, לאור קיומן למשל של זכויות וטו משתתפות בידי בעלי מניות המיעוט. מטעמי פשטות בלבד, הדוגמאות הנכללות במאמר מתבססות על שיעורי החזקה בלבד ואינן מספקות פירוט לכלל הנסיבות העובדתיות הרלוונטיות לצורך בחינת קיומה או אי קיומה של שליטה.

¹ תקני הדיווח הכספי הבינלאומיים הרלוונטיים הם IFRS 10 (December 2014) וכן IFRS 12 (December 2014), בנושא דוחות כספיים מאוחדים. התקן האמריקאי המקביל הוא ASC 810 Consolidations (February 2015). בתקינה הישראלית, התקן הרלוונטי הוא גילוי דעת מספר 57, דוחות כספיים מאוחדים, נוסח משולב (המוסד הישראלי לתקינה בחשבונאות, מארס 2018), שהיה תקף גם לחברות ציבוריות בישראל עד תחילת 2008 (מועד אימוץ התקינה הבינלאומית בישראל).

החזקה 50.01%		החזקה 100%		
מאוחד	סולו	מאוחד	סולו	
				נכסים
16	—	16	—	מזומן
--	2	--	4	השקעה במניות ב' - עלות
16	2	16	4	סך נכסים
				התחייבויות
8	1	8	1	הלוואה
8	1	8	1	סך התחייבויות
				הון
4.5	—	—	—	זכויות שאינן מקנות שליטה
1	1	1	1	הון מניות ופרמיה
2.5	0	7	2	עודפים (P.N)
8	1	8	3	סך הון
16	2	16	4	סך התחייבויות והון

העודפים במאזן המאוחד מייצגת את יתרת העודפים במאזן הנפרד (סולו) בסך של 2 מיליון ש"ח בתוספת חלקה של חברה א' (100%) ברווחי חברה ב' ממועד הקמתה שהוא 5 מיליון ש"ח. לפיכך, יתרת העודפים במאזן המאוחד היא 7 מיליון ש"ח (5 + 2).

נניח כעת כי חברה א' מחזיקה ממועד ההקמה רק ב-50.01% מהון המניות של חברה ב', שמקנה לה שליטה בהשקעה מקורית של 2 מיליון ש"ח.³ לפיכך, המאזן הנפרד (סולו) של חברה א' יהיה כמופיע בטור ה"סולו" תחת הכותרת "החזקה 50.01%". במקרה כזה המאזן המאוחד יראה כמופיע בטור השמאלי בטבלה.

יתרת הזכויות שאינן מקנות שליטה משקפות את חלקם של בעלי מניות המיעוט בחברה ב' (49.99%) בהונה של חברה ב' (9 מיליון ש"ח), שהוא 4.5 מיליון ש"ח (9 * 49.99%). יתרת העודפים במאזן המאוחד מייצגת את יתרת העודפים במאזן הנפרד (סולו) בסך של 0 בתוספת חלקה של חברה א' (50.01%) ברווחי חברה ב' ממועד הקמתה שהוא 5 מיליון ש"ח. לפיכך, יתרת העודפים במאזן המאוחד היא 2.5 מיליון ש"ח (5 * 50.01 + 0).

בעייתיים, התחייבויות והפסדים, ואף רשמה רווחים כתוצאה מפעולות אל מול אותן ישויות. קריסתה של אנרון סימנה כשל חשובנאי בדמות הסתרת מצבה העסקי האמיתי בפני המשקיעים, הביאה להפסדי עתק, וגררה בנוסף את פירוקו המהותי של משרד רואי החשבון המבקרים של אנרון — ארתור אנדרסן. קריסת אנרון הביאה גם למפנה בתקינה החשבונאית לאיחוד דוחות כספיים לזו הקיימת כיום.

לצורך המחשה של מודל האיחוד ואופן יישומו כאשר מדובר בחברה בתבעלות חלקית, נניח תחילה כי חברה א' מחזיקה בבעלות מלאה (100%) בחברה ב' מיום הקמתה. עלות ההשקעה היא 4 מיליון ש"ח, כנגד הלוואה בגובה של 1 מיליון ש"ח. ההון הנפרד של חברה א' מורכב מהון מניות ופרמיה של 1 מיליון ש"ח וההפרש מייצג את יתרת העודפים שלה (לחברה א' אין עוד נכסים והתחייבויות). לחברה ב' יתרת מזומנים של 16 מיליון ש"ח מצד אחד, ומצד שני הלוואה בסך 7 מיליון ש"ח והון עצמי של 9 מיליון ש"ח (מורכב מהון מניות ופרמיה של 4 מיליון ש"ח ויתרת עודפים של 5 מיליון ש"ח). המאזן הנפרד (סולו) של חברה א', כאשר ההשקעה בחברה ב' נמדדת על פי עלות — בסך של 4 מיליון ש"ח, מופיע בטבלה 1 (במיליוני ש"ח):

אם חברה א' מחזיקה ב-100% מהון המניות של חברה ב', הרי שמאזנה המאוחד יראה כדלקמן (במיליוני ש"ח). יתרת

³ השימוש בשיעור החזקה של 50.01% בדוגמה נעשה מטעמי פשטות. כאמור, שליטה נבחנת בהתאם לתקינה החשבונאית המודרנית לפי מכלול נסיבות וקיומה אינו מותנה בשיעור החזקה כזה או אחר.

טבלה 2: ממצאים מניתוח דוחות כספיים מאוחדים של חברות S&P 500

חברות ציבוריות (**)	חברות בבעלות חלקית (*)	חברות בבעלות מלאה (*)	
0 – חברות מאוחדות 1 – חברה כלולה	12	169	Kimberly Clark
0	9	117	American Express
0	2	50	Best Buy
0	20,8 כלולות	370	Caterpillar
1	0	34	Chevron

(*) מתוך נספח מס' 21 (הנדרש בהתאם לתקנות — Item 601(b)(21) of Regulation S-K) לעניין חברות מוחזקות שמצורף לדוח השנתי (10-K).
(**) בהתבסס על גילויים בדוח דירקטוריון/ביאורים בדוחות הכספיים.

שבדרך כלל השליטה של חברת האם בפעילות של חברת הבת, לרבות לגבי כל החלטה והחלטה משמעותית, מתקיימת. כלומר הזכויות שאינן מקנות שליטה הן שותף פסיבי במהותו. ניתן לדמות מקרה זה למצב שבו במקום להחזיק מניות בחברת הבת, חברת האם עצמה הייתה מנפיקה מניות בכורה הוניות ללא זכויות הצבעה, כאשר קיימת למחזיקים של אותן מניות עדיפות משפטית במקרה של פירוק ביחס לקבוצת נכסים נטו מזהה.⁴ מבחינה כלכלית, מניות בכורה אלה אינן שייכות לבעלי המניות הרגילות, ודומות במהותן לזכויות שאינן מקנות שליטה, שכידוע הן סעיף הוני במאזן המאוחד.

הקושי המושגי במודל האיחוד הקיים בולט כאשר מדובר בחברה בת ציבורית. קושי זה הולך ומתחדד בעשורים האחרונים בעקבות התחזקות של דרישות הממשל התאגידי (Corporate Governance), שעיקרן הפרדה בין בעלי המניות לבין הדירקטוריון של החברה הבת. דירקטוריון החברה הבת נדרש לפעול לטובת החברה בכללותה ולא דווקא בהתאם לאינטרסים של בעלי מניות הרוב (בעלת השליטה).⁵ מעבר לכך, בעשור האחרון חלה הקשחה בהגנות הניתנות לבעלי מניות המיעוט, כמו לדוגמה בנושא אישור עסקאות עם בעל

ניתן להיווכח כי מבחינת הרכב הנכסים וההתחייבויות, המאזן המאוחד זהה במקרה של בעלות מלאה ובעלות חלקית כל עוד מתקיימת שליטה. ההבדל הוא במבנה ההון — במקרה של בעלות חלקית קיימת יתרת זכויות שאינן מקנות שליטה. כמו כן, לאור השינוי בנתוני הבסיס (הן במשאבי חברה א' במועד הקמת חברה ב' והן ביחס לחלקה בתוצאות של חברה ב'), קיים כמובן גם הבדל ביחס ליתרת העודפים ששייכת לבעלי מניות חברה א'.

מבט אל חברות רב-לאומיות בולטות מלמד כי הן בדרך כלל עושות שימוש בחברות בנות בבעלות מלאה. כך למשל, Kimberly Clark היא תאגיד אמריקאי רב-לאומי הפועל בתחום הטואלטיקה ומעסיק כ-43 אלף עובדים בכל העולם. החברה נכללת ברשימת Fortune 500 עם מחזור הכנסות שנתיים של כ-19 מיליארד דולר. נכון לסוף שנת 2020, מתוך 181 חברות בנות משמעותיות שבאמצעותן היא פועלת בכל העולם, רק 12 חברות היו בבעלות חלקית, והשאר (כלומר 169 חברות) בבעלות מלאה. טבלה 2, לעיל, מציגה ממצאים מניתוח מספר דוחות כספיים מאוחדים של חברות הנכללות במדד S&P 500.

2. הקשר בין שליטה לבין ממשל תאגידי

הקושי במודל האיחוד הנוכחי מתחיל כאשר מדובר בחברה בת שאינה בבעלות מלאה. כאשר החברה הבת היא חברה פרטית, ניתן להבין את ההיגיון בהצגת דוחות מאוחדים גם אם החברה הבת אינה בבעלות מלאה. הסיבה לכך היא

4 מצבים שבהם חברה נדרשת לאחד חלק מזהה מתוך ישות אחרת מכונה "SILO". בהתאם ל-IFRS 10 (2015), מצב זה מתקיים כאשר נכסים מוגדרים של הישות המוחזקת הם המקור היחיד לתשלומים עבור התחייבויות מוגדרות או זכויות מוגדרות אחרות בישות המושקעת. בהקשר זה נדגיש כי לכלל הדירקטורים, לרבות אלו שממונים על ידי בעל השליטה (כלומר לא רק הדירקטורים הבלתי תלויים), קיימת חובת אמונים לחברה כגוף נפרד ועצמאי ולא כלפי בעלי מניות ספציפיים. ראו לעניין זה פסיקתו של בית המשפט העליון — עא 741/01 מאיר קוט נ' עובון ישיעיהו איתן ז"ל.

השליטה על פי תיקון מספר 16 לחוק החברות,⁶ ושכר מנהלים על פי תיקון 20 לחוק החברות.⁷

מהאמור לעיל נובע שאכיפה נאותה של דיני התאגידים וניירות הערך, שמובילה לממשל תאגידי תקין בחברה הבת הציבורית, אמורה להוביל לכך שפרמיית השליטה נמוכה ואף שואפת לאפס. במצבים אלה, בעלי מניות הרוב מנועים מלהתערב בפעילות של חברת הבת, מלבד במיני דירקטורים מיומנים, אך אלה אמורים לקבל החלטות לטובת חברת הבת בלבד. כך למשל, בעבר המפקח על הבנקים בישראל לא התיר לבעלת השליטה בבנק הפועלים, שרי אריסון, להשתתף בישיבות הדירקטוריון, לתאם עמדות ואפילו לשוחח עם הדירקטורים. השחיקה ביכולת השליטה גרמה בסופו של דבר לאריסון לוותר על השליטה, ונכון לעכשיו השליטה בבנק הפועלים ובבנקים אחרים היא מבוזרת, ללא קיום בעל שליטה כלשהו.

ביטוי לממשל תאגידי תקין בחברות ציבוריות ניתן לראות למשל בארה"ב, שבה התמריץ להחזקת מניות שליטה בחברות ציבוריות הוא נמוך יחסית. המקרה של חברת ההחזקות ברקשייר התאווי (Berkshire Hathaway), שבשליטת וורן באפט, יכול להמחיש עד כמה אין זה מקובל בארה"ב שחברה ציבורית אחת תחזיק ותשלוט בחברה ציבורית אחרת. כך, לא ניתן למצוא חברות ציבוריות במאזן המאוחד של ברקשייר התאווי, למרות שמדובר בחברות ענק כגון חברת הביטוח GEICO שהיא פרטית. לעומת זאת, ניתן למצוא החזקות משמעותיות בחברות ציבוריות שאינן מאוחדות בדוחות הכספיים של ברקשייר. כך לדוגמה, לברקשייר החזקה של 30% ב-DaVita, 26% ב-Kraft, ו-19% בחברת American

Express. למרות שברקשייר היא בעלת המניות הגדולה ביותר, היא מצהירה שאין בכוננתה להתערב בפעילות העסקית שלה.⁸

מצב דברים דומה, שלפיו לא ניתן למצוא שליטה של חברה ציבורית בחברה ציבורית אחרת למרות שבהחלט ייתכן כי במבנה הארגוני הפעילות מתבצעת דרך חברות בנות (בדרך כלל בבעלות מלאה), ניתן למצוא גם בחברות ענק אמריקאיות אחרות כמו AT&T, Disney, Apple, General Electric, Comcast, ו-Couponet. בהקשר זה יש לציין את הבדיקה שבוצעה על ידי משרד הכלכלה היפני ומצאה ששיעור החברות הבנות הציבוריות קרוב ל-7% מסך החברות הנסחרות ביפן, כאשר בארה"ב מדובר בכ-0.5% ובבריטניה שיעור זה קרוב ל-0.0%⁹.

בישראל ניתן לראות זאת היטב בגופים פיננסיים מפקחים, כדוגמת בנקים וחברות ביטוח, שבהם היכולת של בעל השליטה להתערב נמוכה מאוד, מה גם שפרמיית השליטה הממוצעת לגבי כלל החברות הציבוריות בישראל נשחקה משמעותית בעשור האחרון. בהקשר הזה ראוי לציין את מאמרו של בלום, חנס, יוסף ולאורטרכ (2020), שבחן אם חקיקת חוק החברות לפני עשרים שנה, ומהפכת הממשל התאגידי שאירעה בישראל לאחר מכן, השפיעו על שווי השליטה בחברה ציבורית בישראל. שווי השליטה נבחן במחקר באמצעות מדידת פרמיית השליטה בעסקאות להעברת שליטה בכל החברות שנסחרו בישראל בין השנים 2001 ל-2019. נמצא ששווי השליטה הממוצע בחברה ישראלית בתקופת המחקר ירד בשני שלישים לעומת מחקרים קודמים. כמו כן, המחברים מצביעים על ירידה בשווי השליטה בשנים 2011-2019 לעומת השנים 2000-2010. בהתאם למאמר, הערך החציוני של השליטה בתקופה המוקדמת עמד על 9.9% משווי החברה, ובתקופה המאוחרת על 5.5%, אולם לאור הירידה בכמות התצפיות בתקופות המשנה, אין לירידה זו מובהקות סטטיסטית.

לדעתנו, הבעיה נעוצה בהגדרה של "שליטה" (או לפחות באופן היישום המקובל שלה) המתייחסת לקיומו של "כוח" לקבל

8 בשעורי ההחזקה המפורטים (19%-30%) קשה לבסס שליטה דה פקטו, כך שלא ניתן לקבוע חד משמעית מה הייתה המדיניות החשבונאית של ברקשייר אם שיעורי ההחזקה בחברות אלה היו נבונים יותר. עוד נזכר כי שליטה מוגדרת כיום על בסיס הכוח הפוטנציאלי, כך שלכונה אם לעשות שימוש או אי שימוש בכוח זה בפועל אין השפעה על העמידה או אי העמידה בהגדרת שליטה. ייתכן כי על אף קיומו של הכוח, בעל השליטה אינו מנצל אותו בפועל, אך עדיין נדרש לאחד את הדוחות הכספיים.

9 <https://www.omm.com/resources/alerts-and-publications/alerts/japan-client-alert-nov-2020/>

6 תיקון מספר 16 לחוק החברות שאושר בכנסת במרץ 2011 כלל התייחסות מפורטת לגבי תפקודם ועצמאותם של הדירקטוריון וועדת הביקורת והתמודד לראשונה באופן מעשי עם בעלי מניות המיעוט והגנה על האינטרסים שלהם, תוך שינוי יחסי הכוחות בתוך החברה בין בעלי השליטה, בעלי מניות המיעוט והדירקטוריון. כך למשל, התיקון חזק את ההפרדה בין תפקיד המנכ"ל לתפקיד יו"ר הדירקטוריון, וחזק את תהליכי הבקרה והאישור על עסקאות בעלי שליטה באמצעות מעורבות גדולה יותר של ועדת הביקורת. קציבת פרק זמן מרבי להתקשרויות עם בעלי שליטה בנוגע לתנאי כהונה והעסקה, והעלאת הרוב הנדרש באספה הכללית לצורך אישור העסקה – כך שמחייב תמיכה של מחצית לפחות מקולות בעלי המניות שאין להם עניין אישי באישור העסקה.

7 תיקון מספר 20 לחוק החברות בעניין שכר הבכירים בחברות הציבוריות ובחברות איגרות חוב אושר בכנסת במאי 2017. מטרת התיקון הייתה להביא לתהליך קבלת החלטות מושלם ושקוף בנושא השכר, כאשר נקודת ההנחה היא ששכר המנהלים בחברות הציבוריות עלה ללא הסבר סביר. התיקון התווה, בין היתר, את הליך אישור מדיניות התגמול ואת הליך אישור העסקאות הפרטניות עם נושאי משרה, באופן שמחייב להביא בחשבון את בעלי מניות המיעוט, בעיקר הציבור, טרם קבלת ההחלטה.

החלטות על הפעולות הרלוונטיות — תפעוליות ופיננסיות.¹⁰ ניקח לדוגמה את IFRS 10 (2015), תקן חשבונאות בינלאומי חדש יחסית בנושא דוחות מאוחדים, שהקביעה המרכזית שלו נוגעת להגדרת השליטה. תקן זה אינו מונע לכאורה קיומה של שליטה גם במקרה שבו חברת הבת היא ציבורית ובעלת ממשל תאגידי נוקשה.

בהקשר זה נציין כי הגדרת השליטה בתקינה החשבונאית אינה כוללת דרישה לקיום שליטה בכל נכס ונכס, אבל בעצם איחוד הדוחות הכספיים משתמע לקוראי הדוחות הכספיים שחברת האם שולטת בכל נכס וכפי שחברת האם שולטת בנכסיה שלה. לדוגמה, המאון המאוחד כולל את יתרת המזון בחברת האם וחברת הבת, אך מה אם נדרשת הסכמה של בעלי מניות המיעוט לחלוקת דיבידנד? לשון אחר, גם אם החשבונאות לא מגדירה שליטה באופן כזה של שליטה בכל נכס ונכס, הרי שעצם הצגת מאזן מאוחד יוצר תפיסה בקרב קוראי הדוחות הכספיים כי שליטה כזו לכאורה מתקיימת. הפער נובע לדעתנו מכך שהגדרת שליטה בחשבונאות מתבססת על כך שכעיקרון בעל מניות הרוב יכול להשפיע על ההחלטות שמקבל הדירקטוריון של החברה הבת באופן כזה שמתקיימת שליטה בכל נכס ונכס, ואין זה המצב במקרים רבים. כלומר קיים מתח מובנה בין "שליטה" לנאותות הממשל התאגידי: שככל שהממשל התאגידי נאות יותר, כך השליטה נחלשת עד לאפשרות של ביטולה המוחלט.

ובהמשך לדוגמה בפסקה הקודמת, נציין שבהתאם לפרשנויות קיימות של ההגדרה הנוכחית של שליטה, אין הכרח שחברת האם תשלוט במדיניות חלוקת הדיבידנדים של חברת הבת. ייתכן שלחברת האם, בנוסף על הכוח לקבל החלטות, יש זכויות משתנות המושגות דרך השבחת ניירות הערך הרלוונטיים. IFRS 10 (2015) מגדיר תשואות משתנות (Variable returns) באופן רחב, לרבות דמי ניהול, ריבית, סינרגיה וכדומה, ובין היתר השינוי בערך ההשקעה (ההדגשה אינה במקור):

B57 Examples of returns include:
(a) dividends, other distributions of economic benefits from an investee (eg interest from debt securities issued by the investee) and changes in the value of the investor's investment in that investee.

לכן, אם למשקיע יש כוח השפעה לקבל החלטות לגבי הפעילויות הרלוונטיות של המושקעת, וכוח זה משפיע על 10 בהתאם ל-IFRS 10 (2015) משקיע שולט בישות מושקעת כאשר הוא חשוף (או בעל זכויות) לתשואות משתנות ממערבותו בישות המושקעת, ויש לו את היכולת להשפיע על תשואות אלה באמצעות כוח ההשפעה שלו על הישות המושקעת.

התשואות המשתנות של המשקיע באמצעות השינוי בערך ההשקעה, לפי ההגדרה המשקיע שולט בחברה המושקעת גם אם הוא לא יכול לקבוע את מדיניות הדיבידנד שלה. כלומר, במצבים שבהם למשקיע אין יכולת לכפות חלוקת דיבידנד של הווחים שנצברו, היכולת של המשקיע למכור את ההשקעה (הכוללת את הרווחים שנצברו) "מחפה" על כך. המשמעות היא שיתכן מצב שבו יידרש איחוד דוחות כספיים גם כאשר לבעלי זכויות שאינן מקנות שליטה יש זכות וטו על חלוקת דיבידנד.

מצב דברים כזה, שבו אין דרישת מינימום כי לחברת האם תהיה יכולת להחליט על חלוקת מזומנים עודפים של חברת הבת שלה, ממחיש לדעתנו את מידת הניתוק של ההגדרה החשבונאית המודרנית של "שליטה" מהקונספט של שליטה ספציפית בכל אחד ואחד מנכסי הפירמה, כפי שבא לידי ביטוי בעצם איחוד הדוחות הכספיים של החברה הבת.

3. הצעה למודל שליטה חלופי

בהתחשב במתח הקיים בין "שליטה" לממשל תאגידי, אנו מציעים מודל חלופי שיצמצם את הגדרת השליטה לצורכי איחוד דוחות כספיים, ויעסוק בקיומה של שליטה על הפעולות והנכסים הפרטניים של החברה הבת ומידת המחויבות (משפטית או משתמעת) להתחייבויותיה. לצורך כך אנו מציעים ארבעה קריטריונים:

- א. תנועת מזומנים קלה ופשוטה — יכולת העברת כספים ללא מגבלות מהותיות בין החברה האם לחברות הבנות המאוחדות.
- ב. קשר תפעולי משמעותי בין חברות הקבוצה — המתבטא בין היתר בקיום עסקאות בין-חברתיות משמעותיות, שרשרת ייצור ואספקה אנכית, מבנים לחיסכון במס או לשיתוף של שותפים מקומיים במדינות אחרות.
- ג. היעדר הפרדה בממשל התאגידי או במבנה התאגידי — לדוגמה, כאשר קיים פיקוח רגולטורי משמעותי נפרד, שותף משמעותי בעל זכויות מיוחדות או הפרדה גיאוגרפית משמעותית.¹¹

11 בהקשר זה, להלן התייחסות מעניינת בביאורים בדוחות הכספיים של Chevron לנבי נובל אנרג'י:
One of our subsidiaries acts as the general partner of a publicly traded master limited partnership, Noble Midstream Partners LP, which may involve a potential legal liability.
One of our subsidiaries acts as the general partner of Noble Midstream, a publicly traded master limited partnership.

ד. קיום מחויבות משמעותית — בין משתמעת ובין משפטית (באמצעות ערבויות) להתחייבויותיה של החברה הבת.

סביר להניח כי במקרה של החזקה בחברה ציבורית הנמצאת תחת רגולציה אפקטיבית של ממשל תאגידי, במיוחד כאשר קיים רגולטור ספציפי שאוכף זאת, לא יתקיימו הקריטריונים לעיל להגדרת שליטה. כפועל יוצא, במקרים אלה לא אמור להתבצע איחוד של דוחות כספיים בהתאם למודל המוצע.

המודל החלופי המוצע צפוי ליצור פער רחב יותר מזה הקיים כיום בין הגדרת שליטה לצורכי הצגת דוחות כספיים לבין הגדרת השליטה לצורכי חוקי ניירות ערך. פער זה אינו מהווה בעיה, שהרי המטרה של הגדרת שליטה בחוקי ניירות ערך היא הגנה על המיעוט ולא שליטה במובן של איחוד כל נכס וכל התחייבות כאילו היו שייכים לחברת האם. כלומר, חשוב מאוד לבצע הבחנה בין השימושים השונים שמתבצעים בהגדרת שליטה. שליטה לצורכי חוק ניירות ערך לעומת שליטה לצורכי הצגת דוחות כספיים.

לעיתים הבעיה בקיומה של שליטה לצורכי דיווח כספי קיימת גם כאשר מדובר בחברה בת פרטית, כגון במקרה שבו קיים רגולטור ספציפי שמוביל לחידוד דרישות הממשל התאגידי. בישראל למשל, חברות הביטוח הגדולות הן פרטיות ומוחזקות בבעלות מלאה על ידי חברות החזקה ציבוריות. לאור הדרישות ההדוקות של רשות שוק ההון, הביטוח והחיסכון, אין אפשרות לחברה האם הציבורית להתערב בהחלטות של חברת הביטוח הבת. מגבלות אלה התחדדו בשנים האחרונות במקרה של חברת מגדל, כאשר הממונה על שוק ההון לא אפשר לבעל השליטה, שלמה אליהו, להתערב בהתנהלות של חברת הביטוח הפרטית.

מצב דברים דומה קיים כאשר נכנס לחברה בת פרטית שותף אסטרטגי שמקבל מכוח הסכמי בעלי המניות זכויות עודפות, הכוללות מגבלות על משיכת כספים וחלוקות דיבידנדים מהחברה הבת לחברה האם. במקרים אלה ההגדרה

Our control of the general partner of Noble Midstream may increase the possibility that we could be subject to claims of breach of duties owed to Noble Midstream, including claims of conflict of interest. Any liability resulting from such claims could have a material adverse effect on our future business, financial condition, results of operations and cash flows.
<https://www.sec.gov/ix?doc=/Archives/edgar/data/93410/000009341021000009/cvx-20201231.htm>

החשבונאית של שליטה, הקיימת בתקינה החשבונאית הנכחית, לכאורה מתקיימת, אך קיים היגיון רב באי איחוד של חברות כאלה לאור המודל החלופי המוצע.

תופעת לוואי של צמצום הגדרת שליטה לצורכי איחוד דוחות כספיים היא מניעת העיוותים הנוצרים בדוח רווח או הפסד בעקבות הכניסות והיציאות ממצב של שליטה. מזה כעשור, התקינה החשבונאית הבינלאומית והאמריקנית מתייחסת לשינוי בסטטוס שליטה (כלומר, מעבר ממצב של אי שליטה למצב שליטה, או מעבר ממצב של שליטה לאי שליטה) ככזה שמוביל ליישום תפיסת המימוש הרעיוני. בהתאם לתפיסה, בעת המעבר לשליטה רואים את ההשקעה הקיימת כאילו נמכרה תמורת שוויה ההוגן, ואילו התמורה שכאילו נתקבלה שימשה, כולה או חלקה, לרכישת ההשקעה החדשה. מצב זה מוביל להכרה ברווח ממימוש ההשקעה. לדוגמה, חברה אי מחזיקה 30% ממניות חברה ב' (ללא שליטה). ביום בהיר אחד הוכשת חברה א' 10% נוספים ממניות חברה ב' ועוברת למצב של שליטה. התקינה הקיימת רואה למעשה שתי עסקאות: הראשונה היא מכירת 30% מהמניות של חברה ב' והכרה ברווח/הפסד ממימוש, והשנייה היא רכישה של 40% והכרה במוניטין (אם קיים). הרציונל של יישום תפיסת המימוש הרעיוני במקרים אלה הוא שמדובר בשינוי כה דרמטי בהרכב הדוחות הכספיים, עד כדי כך שהוא מוביל לכך שההשקעה הקודמת וההשקעה החדשה הן שונות לחלוטין — כאילו היה מדובר בהשקעה בחברות שונות. "תנדודות" אלה בסטטוס השליטה, מובילות בהתאם לתפיסת המימוש הרעיוני לרישום של רווחים חשבונאיים טכניים בעיקרם.¹²

4. ניתוח דוחות של חברות החזקה

מצב שבו חברה ציבורית אחת מחזיקה בחברה ציבורית אחרת אינו נפוץ בעולם ממגוון סיבות, לרבות סיבות רגולטוריות

¹² ידוע המקרה של דיסקונט השקעות שעלתה לשליטה טכנית בשופרסל בחודש ינואר 2010 והפירה ברווח של כ-1.3 מיליארד ש"ח (אם כי יש לציין כי הדבר נעשה לפי השינוי בהגדרת שליטה כאמור לעיל בהערות שוליים מספר 2). אך גם במקרה של יישום ההגדרה החדשה של שליטה, תנדודות קלות יכולות להוביל ליישום תפיסת המימוש הרעיוני. כך לדוגמה, בחודש יוני 2013 מימשה קבוצת דלק 3.6% ממניות דלק US וירדה לשעור החזקה של 33.1% בה (באמצעות דלק הונגריה) וטיפלה בכך כאיבוד שליטה אפקטיבית. בעקבות כך, ברבעון השני של שנת 2013 רשמה קבוצת דלק רווח ממכירת מניות דלק ארה"ב ומשערוך נטו של יתרת ההשקעה בהתאם לתפיסת המימוש הרעיוני בסך של כ-467 מיליון ש"ח (לאחר השפעת המס).

וסיבות הקשורות במיסוי. אך ככל שמתקיים מצב כזה, איחוד הדוחות של חברת הבת הציבורית יכול לבלבל ואף להטעות את המשקיעים בחברת האם. למשל, יחסי הון חוזר (כמו היחס השוטף, היחס המהיר או יחס תורים המזומנים מפעילות שוטפת להתחייבויות השוטפות)¹³ המצביעים על יכולת הניזלות יכולים להטעות, שהרי יתרת המזומנים לא תמיד נמצאת בשליטה של חברת האם, ולא בהכרח שיתרות המזומנים בחברות הבנות והנכדות יכולות להיות מחולקות כדיבדנדים בשרשרת ההחזקה. דוגמה לכך בנושא זה בישראל התרחשה באמצע שנות ה-80 של המאה ה-20. אז נקלעה חברת דנות, חברה להשקעות בע"מ, שהחזיקה בשליטה בבנק הבינלאומי, לחדלות פירעון למרות הון חשבונאי מאוחד חיובי, בשל חוסר היכולת להשתמש במשאבי הבנק הבינלאומי.

דוגמה נוספת נוגעת לאחד מהסדרי החוב של קבוצת אפריקה השקעות. הקבוצה, שהייתה בבעיית ניזלות, הציגה בדוחותיה יתרת מזומנים גדולה שנבעה מאיחוד החברות הבנות. לכאורה, היה ניתן להבין מהיתרה כי לחברת האם יכולת לשלם את תשלומי האג"ח. גם התבוננות במנוף הפיננסי יכולה להטעות. אם חברת ההחזקות שבראש הפירמידה נמצאת בקשיים, אך החברות הבנות נמצאות במצב טוב יחסית, הדוחות המאוחדים יציגו תמונה שגויה. דוגמה בולטת לכך בעשור האחרון בישראל היא היקלעותה של חברת ההחזקות אי.די.בי פיתוח שבשליטת נוחי דנקנר לחדלות פירעון, על אף שהחברות הציבוריות שעמדו בבסיסה — כמו שופרסל (קמעונאות), סלקום (סלולר) ונכסים ובניין (נדל"ן) — היו איתנות. דוגמה דומה היא היקלעותה של חברת ההחזקות סקוילקס שבשליטת אילן בן דב לחדלות פירעון, על אף שחברת הבת הציבורית העיקרית שלה — פרטנר — עמדה איתנה.

יש לציין כי דרישות הגילוי של IFRS 12 (2015) ביחס לחברות הבנות המשמעותיות ולזכויות שאינן מקנות שליטה לא בהכרח יכולות למנוע עיוות דיווחי זה. ייתכן שקיים מידע נוסף בביאורים, אך מידע זה חלקי בלבד. בכל מקרה, נטרול מלא של איחוד דוחות כספיים של חברת בת אינו קל לביצוע בידי משקיעים שאינם מומחים חשבונאיים ולא בהכרח גם בר ביצוע באופן מלא.

13 היחס השוטף מוגדר כיחס הנכסים השוטפים להתחייבויות השוטפות. היחס המהיר מוגדר כשבר שבמונה שלו נכללות יתרת המזומנים ושוי המזומנים בצירוף יתרת הלקוחות ובצירוף השקעות לזמן קצר, ובמכנה סכום ההתחייבויות שוטפות.

בדרך כלל בחברות ההחזקה, בניגוד לקבוצת חברות תפעוליות, תהיה זיקה פיננסית חלשה בינן לבין החברות המוחזקות, הן מבחינת זרימת המזומנים מהמוחזקות לחברת האם והן בכיוון ההפוך. חברות החזקה נשענות בעיקר על תזרים דיבדנדים מהמוחזקות, מימוש החזקות ומחזור חוב, זאת בשונה מהסתמכות על תזרימים תפעוליים בקבוצת חברות תפעוליות. לכן הדרך הרלוונטית ביותר להעריך את ביצועי חברת ההחזקות וסיכון האשראי שלה היא על בסיס נתוני "סולו מורחב".¹⁴

מהו דוח סולו ומהו דוח סולו מורחב? דוח סולו (נפרד) מוגדר כדוח של הישות המשפטית המדווחת בלבד, כלומר מידע כספי על חברת האם בלבד.¹⁵ השאלה המרכזית בדוח כזה היא כיצד להציג השקעות בחברות בנות, חברות כלולות ועסקאות משותפות (עלות, שווי שוק או שווי מאזני). דוח סולו מורחב אינו ביטוי רשמי או מוסדר כלשהו.¹⁶ מדובר בביטוי שהתפתח בפרקטיקה העסקית, אם כי יכולות להיות לו התייחסויות שונות בהקשרים שונים. במאמר זה אנו מתייחסים למונח "דוח סולו מורחב" כדוח סולו שבו חברת האם מאחדת השקעות בחברות בנות פרטיות. יש לציין כי בפרקטיקה שהתפתחה ההשקעות בחברות בנות ציבוריות נמדדות בדוחות הסולו המורחב לפי שיטת השווי המאזני או לפי שווי השוק שלהן.

לפי גישה זו לא נלקחים בחשבון תזרימי המזומנים התפעוליים של החברות המוחזקות וההתחייבויות שלהן כל עוד לא קיימת ערבות של חברת ההחזקות להתחייבויות של החברות המוחזקות או זיקה פיננסית חזקה בין חברת ההחזקות לבין המוחזקות.

בדרך כלל חברת החזקות אינה מייצרת תזרימי מזומנים שוטפים באופן עצמאי, והיא תלויה במידה רבה בתזרימי

14 הניתוח במאמר זה אינו שולל מצב דברים שבו חברות נדל"ן, למשל, מעונינות להציג דוחות מאוחדים המבליטים את פעילות הנדל"ן שלהן. במקרים כאלה אין חולק על כך שהמודל האלטרנטיבי המוצע מאפשר זאת.

15 בהקשר זה ראו תקן חשבונאות בינלאומי מספר 27 — דוחות כספיים נפרדים (IAS, 2011). כמו כן ראו תקנה 9. לתקנות ניירות ערך, התשל"ג 1973, העוסקות במתן מידע כספי על חברת האם בלבד.

16 המונח "סולו מורחב" מופיע לעיתים בפרסומים של גופים רגולטוריים בישראל, אך אין זהות מוחלטת בין ההגדרות השונות. כך לדוגמה, בהצעה של רשות ניירות ערך משנת 2019 בהקשר של דוחות הסולו — מוגדר דוח סולו מורחב כדוח סולו שכולל איחוד של חברות המטה בלבד, בשונה מאופן ההתייחסות למונח במאמר זה:

https://www.isa.gov.il/%D7%97%D7%A7%D7%99%D7%A7%D7%94%20%D7%95%D7%90%D7%9B%D7%99%D7%A4%D7%94/Legislation/Proposed%20Legislation/Suggestions/solo/Documents/IsaFile_260215.pdf

המזומנים מהחברות המוחזקות לצורך שירות החוב השוטף. בנוסף, חברת ההחזקות נהנית מתזרימים הנובעים ממימוש החזקות או מחזור חוב. מקורם של תזרימי המזומנים השוטפים הוא לרוב חלוקת רווחים מהמוחזקות, החזר הלוואות בעלים, ובמידה פחותה גם דמי ניהול. חלוקת רווחים מתבצעת על בסיס יכולתה, נכונותה ומגבלותיה של המוחזקת, מצב היוצר נחיתות של חברת ההחזקות ביחס לתזרימים של המוחזקת ומעלה את סיכון האשראי של חברת ההחזקות ביחס לזה של החברות המוחזקות. יכולת החלוקה נבחנת במישור הכלכלי, העסקי והמשפטי. לעיתים קרובות, מגבלות החלות על החזר הלוואות בעלים כמוהן כמגבלות דה־פקטו על חלוקת רווחים, ככל שהלוואות הבעלים הן חלק השקעה הנית.

על מנת להעריך את ההשפעה של המגבלות על יכולת פירעון החוב וסיכון האשראי ברמת חברת ההחזקות, יש צורך לבחון את מאפייניה הכלכליים והחוזיים של הלוואות הבעלים שהעמידה חברת ההחזקות למוחזקות. לפי המתודולוגיה של חברות הדירוג, מינוף החברה נבחן באמצעות שלושה יחסים פיננסיים שהעיקרי בהם הוא היחס בין רמת החוב הפיננסי של חברת ההחזקות לבין שווי החזקותיה. היחסים הנוספים הם היחס בין תזרים המקורות מפעולות (Funds From operations, FFO) לבין החוב הפיננסי ויחס כיסוי הריבית (Interest Coverage Ratio), הבוחן את המקורות השוטפים של החברה אל מול הוצאות המימון השנתיות.

כלל היחסים נמדדים ברמת דוח הסולו או דוח הסולו המורחב. גם ה-FFO מחושב על בסיס דוחות סולו וכולל תקבולים שוטפים מהמוחזקות כגון דיבידנדים, הכנסות עצמיות שוטפות בניכוי הוצאות מטה, הוצאות ריבית והוצאות מיסים שוטפים. חשוב להבין כי רמת מינוף גבוהה חושפת את החברה לאתגרים במימון מחדש בתרחישים של ירידה בשוקי ההון ולחץ על שווי החזקות.

5. דוגמאות משוק ההון הישראלי

לצורך הדגמה, בחנו את הדוחות הכספיים של מספר חברות בשוק ההון הישראלי. בדוחות אלה קיים פער מהותי בין מדידת יחסים הפיננסיים על בסיס מאוחד בהשוואה למדידה על בסיס סולו/סולו מורחב. התמקדנו ביחס חוב פיננסי לשווי החזקות, המודד את פרופורציית החוב הפיננסי של החברה ביחס לשווי

החזקותיה ומקנה כלי יעיל יחסית להשוואת רמת המינוף של חברת ההחזקות לאורך הזמן ובהשוואה לחברות אחרות. המונה של היחס הוא החוב הפיננסי המותאם של חברת ההחזקה והמכנה הוא שווי החזקות של חברת ההחזקה.

טבלה 3 כוללת מידע על החברות אלוני חץ, קבוצת דלק, דסק״ש ועזריאלי. חברת אלוני חץ מציגה גילוי סולו מורחב, לפיו במאזן סולו מורחב ההשקעות באמות (57%), אנרגייקס (54%) ו-BE (96.5%) מוצגות על בסיס שיטת השווי מאזני במקום איחוד מלא.¹⁷ ניתן לראות פער משמעותי ביחס חוב פיננסי לסך המאזן. היחס הנגזר מהדוחות המאוחדים עומד על כ-51%, כאשר לפי דוח סולו מורחב יחס זה הוא 34%. ואם מודדים את ההחזקות בחברות הנסחרות לפי שווי שוק במקום שיטת השווי המאזני, היחס יורד ל-26% בלבד.

מנגד, דוגמה לחברה שבחרה שלא לתת גילוי ברמת הסולו המורחב היא קבוצת דלק. לפי הדוח המאוחד, יחס חוב פיננסי לסך המאזן הסתכם בסוף 2019 ב-59%, כאשר לפי דוח סולו (נפרד) יחס זה עמד על כ-63% (על בסיס שיטת השווי המאזני). עם זאת, עם פרוץ משבר הקורונה שווי השוק של החברות המוחזקות ירד בצורה חדה כך שיחס זה על בסיס שווי שוק בבורסה עלה לכ-90%. מתן גילוי לגבי שווי שוק של החברות הנסחרות בהשוואה לשווי בספרים לפי שיטת השווי המאזני היה מחדד עוד יותר את הפערים והסיכונים הקיימים. מדובר במידע קריטי שבלעדיו מאוד קשה להעריך את הסיכון האמיתי של החברה. חשוב לציין כי היעדר גילוי ברמת הסולו המורחב מייצר פערי מידע בין המלווים השונים והציבור.

דוגמה נוספת לחברה שנקלעה לקשיים פיננסיים היא דיסקונט השקעות (דסק״ש). כך למשל במהלך 2015 שווי החזקות על בסיס השווי הסחיר היה נמוך מיתרת החוב פיננסי, כלומר יחס חוב פיננסי למאזן לפי שווי שוק של החברות הנסחרות עלה על 100%. עם זאת, אם היינו מודדים חוב פיננסי לסך המאזן על בסיס דוח מאוחד לסוף 2015 הוא היה מסתכם בכ-67% ולפי דוח סולו נפרד בכ-76%. בשנים האחרונות דסק״ש הוסיפה גילוי בדומה לגישת הסולו המורחב, שלפיו היא מציגה את הפערים בין שווי החזקות לפי שיטת השווי המאזני לבין שווי הנכסי הנמדד לפי שווי שוק של החברות הנסחרות. כך למשל היה אפשר לראות בדוח של הרבעון

17 שיטת השווי המאזני (Equity Method), ההשקעה בחברה מוצגת בסכום אחד המהווה את חלקה של החברה המחזיקה בהון החשבונאי של החברה המוחזקת בתוספת הפרשים למועד הרכישה.

טבלה 3: ניתוח מדגמי של דוחות כספיים של חברות בישראל

קבוצת עזריאלי (2018)	דסק"ש (2020)		דסק"ש (2015)		קבוצת דלק (2019)		אלוני חץ (2020)		סכומים במיליארדי ש"ח	
	דוח מאוחד מורחב	דוח מאוחד	דוח מאוחד	דוח מאוחד	דוח מאוחד	דוח מאוחד	דוח מאוחד מורחב	דוח מאוחד		
31.4	31.9	5.3	20.7	5.9	36.2	12.0	46.9	10.8	26.5	סך נכסים במאון
17.1	17.1	1.6	4.1	1.3	5.0	4.1	7.5	6.4	9.9	סך הון
9.5	9.9	3.6	12.9	4.6	24.2	7.5	27.7	3.7	13.4	סך חוב פיננסי
30%	31%	68%	62%	76%	67%	63%	59%	34%	51%	חוב פיננסי לסך נכסים
30%		95%		100%		90%		26%		חוב פיננסי לשווי הנכסים על בסיס שווי שוק של החברות הנסחרות

6. מודל איחוד אלטרנטיבי — המחשה

ניתן להמחיש את הפער בין מודל האיחוד הקיים לבין מודל איחוד אלטרנטיבי על בסיס "סולו מורחב" דרך הדוגמה הבאה. נניח כי חברה א' היא חברת נדל"ן מניב שבבעלותה נכסים רבים והיא מחזיקה בארבע חברות שבהן קיימת "שליטה" כמפורט בטבלה 4, להלן:

בהתאם לכללי החשבונאות הקיימים והאופן שבו הם מיושמים, הדוחות הכספיים המאוחדים של הקבוצה יכללו איחוד של חמש החברות הבנות (כולל חברה ו' דרך חברה ב'). בניגוד לכך, ככל שהעיקרון שלפיו דוחות של חברות ציבוריות לא יאוחדו ייושם, הדוחות המאוחדים של חברה א' יכללו רק את איחוד הדוחות של חברה ב' וחברה ה', כאשר בסכום אחד יוצגו ההשקעות בחברות ג', ד' ו' ו' ("סולו מורחב") לפי השווי ההוגן. במצב דברים זה הנתונים המרכזיים בדוחות הכספיים

הראשון 2020 כי שיעור המינוף (LTV Loan To Value) — חוב פיננסי ביחס לסך שווי החזקות הנמדד לפי שווי נכסי Net Assets Value (NAV) הסחיר — עמד על כ-95%, כאשר יחס המינוף פיננסי הנגזר מהדוח המאוחד עמד על כ-62% ולפי דוח נפרד על כ-68% בלבד.

יתרה מזאת, עבור החברות שהמבנה המשפטי שלהן כולל מספר רב של חברות מוחזקות והלוואות בין חברתיות, גם כשמדובר בחברות מצליחות נוצר מצב של היעדר הבנה בסיסית של פעילות הקבוצה והחברה עצמה גם כאשר קיים דוח סולו נפרד. כך למשל קבוצת עזריאלי בחרה בעבר לאמץ מדיניות שלפיה בדוח הדירקטוריון התווסף גילוי בדבר תמצית דוחות כספיים סולו מורחב של החברה. בדוח הסולו המורחב, מאזנים ודוחות רווח או הפסד של החברה במאוחד הוצגו על פי כללי ה-IFRS, למעט השקעות החברה בגרנית הכרמל ובעזריאלי אייקומרס בע"מ שהוצגו לפי שיטת השווי המאזני במקום איחוד דוחותיהן לדוחות החברה. הטבלה כוללת נתונים לשנת 2018.

טבלה 4: מודל איחוד אלטרנטיבי — המחשה

החברה	שיעור החזקה	פעילות	החזקה בחברה בת
חברה ב' (פרטית)	100%	נדל"ן מניב	חברה ב' מחזיקה ב-60% (שליטה)
חברה ג' (ציבורית)	60%	טכנולוגיה	בחברה ציבורית ו' שעוסקת בקמעונאות
חברה ד' (ציבורית)	60%	אנרגיה סולרית	אין
חברה ה' (פרטית)	80%	מחזיקה ומפעילה קניון	אין

הראשיים (הכנסות, רווח תפעולי ונכסים יכללו את הנתונים של הפעילות הנדל"נית בלבד).

חברות מאוחדות		
חלופה מוצעת ("סולו מורחב")	מודל האיחוד הנוכחי	
כן	כן	חברה ב'
לא	כן	חברה ג'
לא	כן	חברה ד'
כן	כן	חברה ה'
לא	כן	חברה ו'

נציין שהביאור על מגזרי הפעילות שבא לספק מידע רלוונטי על בסיס מגזרי, אינו פתרון אוטומטי לכל בעיית דיווח. כלומר ברגע שבסיס הדיווח רחב מדי, הרלוונטיות של המידע נשחקת גם כאשר קיים ביאור על מגזרי פעילות. מה גם שככל שהחולוציה שלו תהיה גבוהה יותר, כך האפקטיביות של המידע למשקיעים — ככל שאכן היישום שלו נאות — תהיה גבוהה יותר.

באופן עקבי לנקודת הראות של המשקיעים, ניתן לראות את התייחסות הדירקטוריונים לדוחות המאוחדים. כך למשל במקרה של חברת אלוני חץ שתואר לעיל, הדירקטוריונים מנתחים את התוצאות התקופתיות לפי "סולו מורחב", המייצג למעשה דוחות מאוחדים ללא איחוד של חברות בת ציבוריות (אלה מטופלות כנכס אחד — השקעה במניות).

בכל מקרה, גם אם הדוחות הראשיים ייערכו על בסיס איחוד של חברות פרטיות בנות בלבד ("סולו מורחב"), עדיין יהיה פער משמעותי בין ההרכב שלהם לבין הדוחות הנפרדים ("סולו") שמייצגים רק את הנכסים והתחייבויות של חברת האם. יודגש כי הדוחות הכספיים הנפרדים ("סולו") שערוכים מנקודת הראות של חברת האם המשפטית בלבד, הם במקרים רבים חסרי משמעות עסקית ואינם מהווים חלופה לבעיה המוצגת במאמר זה.

7. מודל מדידה אלטרנטיבי

אימוץ מודל חדש לאיחוד דוחות כספיים, ובמיוחד הפסקת האיחוד של חברות בנות ציבוריות, מצריך חשיבה על מודל אלטרנטיבי למדידת ההשקעות בחברות אלה. החלופה הנפוצה בפרקטיקה במקרים שבהם מאומץ מודל הסולו

המורחב היא ליישם את שיטת השווי המאזני. אנו סבורים שיש לשקול מחדש את נאותות היישום של שיטת השווי המאזני, העמוסה בבעיות חשבונאיות. שיטת השווי המאזני עבור השקעות בחברות כלולות ממילא חיוורת מאוד בעידן שבו השקעה במניות של חברות שאין בהן השפעה מהותית נמדדת לפי שווי הוגן. ככל שמדובר בחברה כלולה ציבורית, הרי לחברת האם יש אומדן טוב (ברמה של Fair Value Level 1 במקרה של מסחר בשוק פעיל) לשווי ההוגן של ההשקעה. לדוגמה, חברת החזקות דיסקונט השקעות (דסק"ש) שיש לה החזקות במספר חברות בנות ציבוריות, מדווחת מיוזמתה מדי רבעון, במסגרת דוח הדירקטוריון (מחוץ לדוחות הכספיים), על השווי הנכסי הנקי שלה (Net Asset Value, NAV) על בסיס שווי השוק של ההשקעות בחברות הבנות והכלולות הסחירות. המשמעות היא כי חברת החזקות הואה במידע זה כרלוונטי למשקיעים בה. יש להזכיר כי להבדיל מקרנות Private Equity וקרנות דומות שאינן ציבוריות על פי רוב, חברות החזקות הציבוריות בדרך כלל אינן נכנסות להגדרת "ישות השקעה" שמובילה כיום למודל דיווח ייחודי ושונה — שלפיו לא מתבצע איחוד של חברות בנות, ומנגד מדידת ההשקעות בהן מתבצעת על בסיס שווי הוגן דרך רווח או הפסד.

יש לציין כי כבר כעשור קיימת אפשרות בתקינה האמריקנית — US GAAP לבחור (Fair Value option) במדידת ההשקעה בחברות כלולות לפי שווי הוגן דרך רווח או הפסד, במקום יישום שיטת השווי המאזני. דוגמה לכך היא חברת אלביט מערכות המציגה השקעות בחברות כלולות מסוימות לפי השווי ההוגן דרך רווח או הפסד.¹⁸ לפיכך, אנו סבורים שיש לאפשר ואף לעודד מדידת ההשקעות בחברות מוחזקות ציבוריות לפי שווי הוגן על בסיס מחיר השוק ובכך לשפר את הרלוונטיות של הדוחות הכספיים של החברה המוחזקה. שינוי כזה צריך להיות מלווה גם באפשרות לייעד את כלל ההשקעות בחברות מוחזקות ציבוריות לשווי הוגן דרך רווח/הפסד.

נציין כי מודל חשבונאי כמוצג כאן צפוי להוביל לתנודתיות רבה יותר בתוצאות המדווחות בדוח הרווח או הפסד של החברות המוחזקות עקב התנודתיות של מחירי השוק, ובין היתר יש להביא בחשבון שיקול זה. אולם יש לזכור שהשקעות במניות שאינן מקנות השפעה מהותית נמדדות כבר כיום לפי

18 ראו הדוח הכספי של אלביט מערכות לתאריך 31.12.2020 ביאור 6, עמ' 43-F. החברה מדווחת לפי כללי חשבונאות אמריקניים: <https://elbitsystems.com/media/ESLT-12.31.2020-20-F-Doc-Full-Final-Q42020.pdf>

8. סיכום

שינוי בכללי הממשל התאגידי, תוך אכיפה קפדנית, דורש לשקול מחדש את נאותות מודל איחוד הדוחות הכספיים הקיים ואת הגדרת השליטה שעומדת בבסיסו. לדעתנו, הבעייתיות במודל האיחוד הקיים מתחילה כבר בניתוח התיאורטי של המהות העומדת בבסיס איחוד הדוחות הכספיים. בעייתיות תיאורטית זאת עלולה להוביל להטעיה של משקיעים בנייתוח המצב הכספי האמיתי של חברת האם, במיוחד ככל שמדובר בחברות החזקה ובחברות בנות ציבוריות שלהן. קיימים גם עיוותים נגזרים אחרים הקשורים בחוזים (Contracts), כגון מגבלות חוב (Debt covenants) או חווי שכר בכירים. כתוצאה מהעיוותים הנגרמים על ידי דוחות כספיים מאוחדים, הלכה והתפתחה פרקטיקה של שימוש בדוחות סולו מורחב לצורכי ניתוח פיננסי, אמידת יחסים פיננסיים, ומדידת ביצועים על ידי הדירקטוריון.

צמצום הגדרת שליטה למקרים שיש בהם קשר פיננסי ו/או תפעולי בין החברות יוביל להצגה נאותה יותר של הרכב הדוחות הראשיים, תוך שמירה על העיקרון החשוב של העדפת מהות כלכלית על הצורה המשפטית. פתרון כזה גם יוביל לביטול העיוותים הרבים הנוצרים כיום כתוצאה מיישום תפיסת המימוש הרעיוני ורישום רווחים והפסדים טכניים, לאור התנודתיות בהגדרת שליטה.

השווי ההוגן, וככל שהן סחירות, המדידה שלהן מתבצעת לפי שווי השוק. בנוסף, בהתאם ל-IFRS 9 (2009) ניתן לבחור בין מסלול של זקיפת השינויים בשווי ההוגן לרווח הנקי לבין מסלול של זקיפת השינויים לרווח הכולל האחר (OCI), דבר שימנע את התנודתיות האמורה בדוח הרווח או ההפסד. ככל שזאת הקביעה עבור נכסים פיננסיים, אנו סבורים שהקביעה עבור ההשקעות שעומדות בבסיס מאמרנו זה לא צריכה להיות שונה. לבסוף, שימוש בשווי הוגן/שוק ינטרל במידה רבה את העיוותים הנוצרים כיום בהכרה ברווחים/הפסדים ממימוש רעיוני של השקעות בעת שינוי סטטוס השליטה.

שינוי כזה יכול להוביל בעתיד גם לביטול שיטת השווי המאזני עבור חברות כלולות פרטיות. המדידה של השווי ההוגן יכולה להתבצע על בסיס הערכות שווי. הערכות שווי כאלה אומנם נמצאות בתחתית היררכיית השווי ההוגן החשבונאית (Fair Value Level 3), אך אין הדבר שונה, למשל, ממדידה כיום של השקעה במניות של חברה פרטית שהיא בגדר נכס פיננסי (ללא השפעה מהותית) לפי שווי הוגן בהתאם ל-IFRS 9 (2009), או למדידה של השקעה בחברות בנות פרטיות לפי שווי הוגן בקרנות Private Equity ודומותיהן, המסווגות כישויות השקעה בהתאם ל-IFRS 10 (2015). אנו סבורים שהנושא הזה חשוב ודורש חשיבה מעמיקה נוספת.

רשימת מקורות

אילון בלום, שרון חנס, רויטל יוסף ובני לאוטרבך — שוויה של שליטה בחברה ציבורית בעקבות רפורמות מקיפות בממשל התאגידי הישראלי, כתב העת "משפטים" — כרך נ"א, דצמבר 2020.

המוסד הישראלי לתקינה בחשבונאות, גילוי דעת מספר 57 (נוסח משולב), דוחות כספיים מאוחדים, מארס 2018, iasb.org.il.

International Financial Reporting Standard (IFRS) 9 (2009), *Financial Instruments*, The International Accounting Standard Board, London, UK.

International Accounting Standards (IAS) No. 27 (2011), *Separate Financial Statements*, The International Accounting Standard Board, London, UK.

International Financial Reporting Standard (IFRS) 10, December 2014, *Consolidated Financial Statements*, The International Accounting Standard Board, London, UK.

International Financial Reporting Standard (IFRS) 12, December 2014, *Disclosure of Interests in Other Entities*, The International Accounting Standards Board, London, UK.

Financial Accounting Series, February 2015, Topic 810 Consolidation, Financial Accounting Standards Board (FASB), Norwalk, CT.