

היבטים חשבונאיים וכלכליים בהתפקיד חבילה והנפקות לעובדים

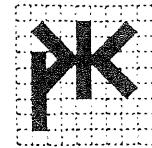
מנחם ברנר
יצחק סוاري

אוקטובר 1991 תשרי תשנ"ב





מכון יוסף קסירר
למחקר בחשבונות
THE JOSEPH KASIERER
INSTITUTE FOR RESEARCH
IN ACCOUNTING



**היבטים חשבונאיים וכלכליים
בהתפקיד חבילה ובהתפקיד לעובדים**

מנחם ברנר
יצחק סוاري

אוקטובר 1991
תשנ"ב



כל הזכויות שמורות
אין לצטט ללא הרשות
מראש בכתב

חברים יקרים,

מכון קסירר למחקר בחשבונאות הוקם בפברואר 1990 ליד הפקולטה לניהול אוניברסיטת תל-אביב. המכון שוקד על פיתוח המחקר והחשיבה בתחום החשבונאות.

המכון מתכבד בזוה להגיש פרי מחקר יישומי מס. 1 לשנת תשנ"ב (תשנ"ב-1) בנושא הנפקות חכילה והנפקות לעובדים אשר נערך על ידי מנחם ברנר ויצחק סוארי.

אנו תקווה שתמצאו עניין במחקר זה.

בברכה,

פרופסור יצחק סוארי

ראש המכון



**היבטים חשבונאיים וכלכליים
בהתפקיד חבילה ובחנקות לעובדים**

מנחם ברנר *

יצחק סואריס**

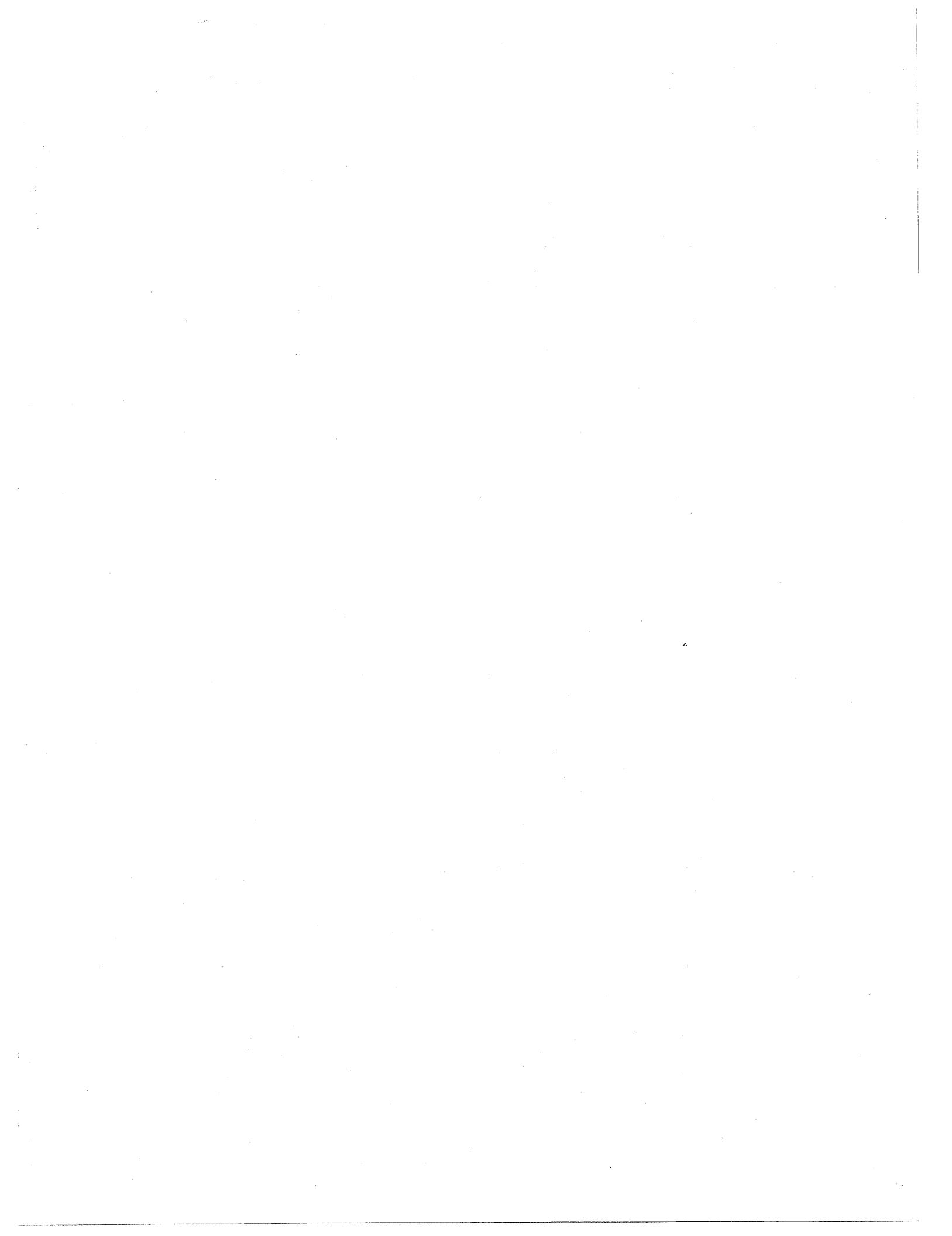
אוקטובר 1991

תשנ"ב

תודתנו למיר אורי כהן שסייע בナンנות וביעילות להשלמת מחקר זה וכן ליויסי בכיר, שאל ברונפלד, אריה גנס, דורון דבי וארז ויגודמן על העורותיהם המועילות.
אנו מודים למכון קסирר על מימון המחקר.

* האוניברסיטה העברית ואוניברסיטת ניו-יורק

** אוניברסיטת ת"א



היבטים חשבונאיים וככליים בהנפקות חבילת ובהנפקות לעובדים

עמודים

5-7

1. חשיבות הנושא ועיקרי הדברים

2. הנפקות באמצעות חבילת ניירות ערך

8-10

a. הצגת הנושא – סוגי הנפקות

11-18

b. חשיבות הנושא בישראל

(1) כללי

(2) הדיווח הכספי

(3) מיסוי

(4) עמידה בדרישת רשות

19-23

ג. כלליים חשבונאיים להקצת תמורה הנפקה והוצאות הנפקה

(1) כללי

(2) הגישה בארה"ב

(3) הגישה באנגליה

(4) התיקחות הספרות בישראל

(5) התיקחות נציבות מס הכלנית

(6) התיקחות בית המשפט

(7) פירסומים מקצועיים – סיכום

24-38

ד. כללי הקציה מוצעים

(1) כללי

(2) הנפקה לראשונה לציבור בלבד

(3) הנפקה לראשונה משולבת

(4) הנפקה חוזרת לציבור

(5) הנפקות משולבות חוזרות

(6) הוצאות הנפקה

39

ה. מסקנות

40-43

ו. הצעה לגילוי דעת בנושא הטיפול החשבוני בהנפקות
חבילת

3. הנפקות לעובדים – דיוון נספף

44-47

א. הציגת הנושא

- (1) כללי
- (2) השפעת תוכניות תגמול באמצעות הנפקת ניירות ערך על תיפוקוד מנהליים
- (3) השוואת תמരיך באמצעות הנפקת ניירות ערך לתרמיצים כספיים אחרים
- (4) הציג הסוגיות הקשורות בהנפקות לעובדים

48-55

ב. היבטים חשבונאיים בטיפול בהנפקות לעובדים

- (1) כללי
- (2) קביעת קיום הטבה לעובדים
- (3) הקצאת עלויות העבודה לתקופות דיווח כספי
- (4) מהות האופציית לעובדים – התחיהיות או חון
- (5) היבטים נוספים בהנפקות לעובדים

56-59

ג. טיפול מס הכנסה

- (1) הטיפול בארכ"ב
- (2) המצב המשפטי בישראל

60

ד. סיכום

נספח 1: דרישות מימון בהון עצמי לצורך אישור תוכניות
על ידי מרכז השקעות

61

62-86

נספח 2: יישום להנפקות בארץ

- (1) כללי
- (2) הנפקות של חברות המציגות לראשונה ניירות ערך לציבור
- (3) הנפקות של חברות ותיקות

87-90

ביבליוגרפיה

1. חשיבות הנושא ועיקרי הדברים

הבעיה החשובנית הכרוכה בהקצתה של התמורה בהנפקת חבילה למילוי קשורה לשני נושאים: הבדיקה בין הון והתחייבויות ובין עיתוי ההכרה בהכנסות והוצאות, הבדיקה שבין התחייבויות לבין הון ברורהلقאותה, אף כי לעיתים היא קשה לישום. בעיה זו הוחמרה עקב הופעתם של מכשירים פיננסיים חדשים בעלי תכונות משתפות להון ולהתחייבויות, כגון: אג"ח להמרה, מנויות עם זכות מכירה (put) ומניות בכורה.

הגדרה הבסיסית של התחייבות כוללת ב- 6 SFAC משנת 1985:

"...Probable future sacrifices of economic benefits arising from present obligation of a particular entity to transfer assets or provide services to other entities in the future as a result of past transactions or events."

SFAC 6 מציין מעשה שלוש תוכנות של התחייבות:

1. מטלת או אחריות לגוף אחד או יותר עם התחייבות אפשרית להעברה עתידית של נכסים, כתוצאה ממאורע עתידי או כפי שיקבע.
 2. לחברה אין (מעט) אפשרות למנוע את התשלומים העתידי.
 3. התחייבות נובעת מארוע שהתרחש.
- בפרסום זה אין הגדרה ישירה של הון, אלא כשרירות הנובעת מהגדרת נכסים והתחייבויות ("absolute residual"). ההגדרה הקיימת מתיחסת לטה"כ הון ואינה כוללת התיחשות לסוגי הון בעלי זכויות שונות. כו"ם הולך ומוכר הצורך להגדיר הון ישירות כمبرטה זכויות וסיכון של הבעלים ("usual rights and risk of owners").

הבעלים, בניגוד לבני החוב, הינם בעלי שליטה או זכות הצבעה בחלטות וכן בעלי השארית (absolute residual), במובן שהתשואה על השקעות תלויות בתוצאות העסקאות של החברה והיא אינה מובטחת. הגדרה מעין זו, ובעיקר התחיחסות למרכיב הסיכון בתשואה, מעלה אפשרות להתייחס לאג"ח בעלי תשואה גבוהה (Sunk Bonds) כמנויות. נראה, איפוא, כי קיימים קושי בבדיקה בין הון והתחייבות, וכן בעקבות הופעתם של מכשירים פיננסיים חדשים, הועלו הצוות לבטל הבדיקה או להגדיר את האות החשובנית: נכסים = הון (הון כולל התחייבויות). יישום הצעה זו הינו מורכב ובעיתי, כיוון שהבדיקה בין הון והתחייבויות משמשת במושגים רבים כבסיס להתייחסות אחרות. נזכיר רק כי התחיחסות הפירמה לרכוש את מנויותיה חוזרת (מנויות בכורה משתתפות הניתנות לפדיון או option-put), או אג"ח בעלות סיכון

גובה (ותשואה גבוהה), מבטאים סיכונים הקרובים לאלה של בעלי המניות, אנו לא נدون כאן בהבחנה הכללית בין הון לבין התחתיות⁽¹⁾ אלא בהקשר של נושאי המאמר.

מבחןת המשקיע, הקצתת התמורה בין מרכיבי החבילה עשויה להיות חשובה גם באוטם מקרים בהם כל מרכיבי החבילה מסווגים כהון. ההפרדה חשובה הן במילוי הוצאות ההנפקה, והן באוטם מקרים בהם כוונות הגוף המשקיע לגבי עיתוי המימוש שונות ביחס למרכיבי החבילה. דוגמא לכך הינה חברת אשר רכשה חבילה הכוללת מנויות ואופציות ורואה בהשקעה במניות השקעה לטוח ארכז ("השקעת קבוע" במונחי גילי דעת 44), בעוד ההתייחסות לאופציות הינה כרכוש שוטף. במקרה זה, יוצגו האופציות על פי מחירי הבורסה השוטפים, בעוד המניות יוצגו על פי השווי שיוחס להם בעת ההנפקה, כשהוא מתואם לעליית המדי.

נדגיש, כי כאשר מציג המשקיע את השקעתו המוחזקת לפי שיטת השווי המאזני (או בדו"ח הכספי המאוחד) קיימת להקצתת התמורה בין מרכיבי החבילה (מנויות ואגרות חוב, למשל) השפעה על חלק המחזק בהון החברה המוחזקת וכפועל יוצא ישתנו סך ההפרש המקורי, רוחוי האקווטי ורוחוי הנפקה לצד ג', כתוצאה מההנפקת החבילה לבעלי מנויות חיצוניים. בנוסף, הקצתת תמורה ההנפקה והוצאות ההנפקה חשובה למגוון רחב של נושאים הרלוונטיים להנפקות מסוימות. הדגומות של נושאים אלו כוללות בנספח מס' 2.

אין ספק כי הנפקות חבילה הין כיום המכשיר הדומיננטי לגיאוס הון בבורסה של תל-אביב. המגוון הרחב של הרכב הנפקות חבילה וכן העובדה שהקצתת התמורה, בתשיקף, בין ניירות הערך הכלולים בהנפקה מתבצעת כיום באופן שריורתי⁽²⁾ הופכים את נושא ההקצתה הנאותה של הוצאות ההנפקה ותמורתה לבעל חשיבות רבה בתנאי שוק ההון בישראל. הקצתת הוצאות ההנפקה וה坦ורה בין הון לתחתיות ובין המרכיבים השונים בחבילה קשורה בשורה ארוכה של תחומיים לרבות: הדיווח החשבונאי, מיסוי, כללי הבורסה, הפיקוח על הבנקים ועמידה בתנאי מרכזי ההשקעות.

בחלקה הראשון של עבודה זו נסקור את הטיפול המקובל בארץ ובעולם בנושא זה, נבחן את הרכב הנפקות חבילה בבורסה של תל-אביב, נציג כללים להקצתת התמורה והוצאות ההנפקה למרכיבי החבילה ונבחן הצעות אלה בהתייחס להנפקות שבוצעו בשנים האחרונות.

המצאים האמפיריים בעבודה זו מעידים כי פיצול התמורה בתשליפים של הנפקות חבילה במשק הישראלי הינו שריורתי. ברוב המקרים לא מוחסת תמורה כלשהי לכתבי האופציה בחבילה, בניגוד לערך הכלכלי על פי ערכי השוק בימי המשחר הראשונים בבורסה.

(1) הנושא בכללתו נידון לאחרונה בהרבה באורה"ב במסגרת הפרוייקט:

Financial Accounting Standard Board (FASB) "An Analysis of Issues Related to Distinguishing Between Liabilities and Equity Instruments and Accounting for Instruments with Characteristics of Both." Discussion Memorandum, August 1990.

(2) כיום איזו, במסגרת החוק, דרישת הפרט את מחירי המרכיבים בהנפקת חבילה.

לאור חשיבות פיצול התמורה בחבילה לעניין הדיווח הכספי, המיסוי ולעמידה בדרישות של רשות פיקוחיות (כגון: המפקח על הבנקים, הבודסה לנירות ערך ומרכז השקעות) נציג, בעבור זה, עקרונות הייחודיים למגוון הגדל של הנפקות במשק הישראלי. כך למשל, נציג את שיטת פיצול התמורה הישימה בהנפקות לציבור או להנפקות לציבור המשולבות בהנפקות לעובדים ובהנפקות לבניי מנויות קיימים. השיטה המועצת מבוססת על ערכי השוק בימי המשחר הראשוניים.

לסיכום חלק זה של העבודה יוצגו עקרונות המהווים בסיס להצעה לגילוי דעת של לישכת רואי חשבון בנושא הטיפול החשבונאי בהנפקות חכילה. להערכתינו, לאור חסיבות הנושא נדרשת תקינה חשבונאית שתביא את הדיווח החשבונאי לבסיס כלכלי יותר, ככל שהדבר נוגע לטיפול בהנפקות חכילה. כמו כן, יכולם עקרונות אלו לשמש כהמלצה, או דרישת, של הרשות לניריות ערך לפירות מרכיבי החכילה, במסגרת הדרישה לגילוי נאות.

חלוקת שנייה של העבודה עוסקת בנושא הנפקות לעובדים. נושא זהזכה להתייחסות מיוחדת במסגרת הסדרת יחסיו העבודה באלה"ב, בה מהוות הנפקת אופציית ומניות מרכיב מהותי מהபיצוי למנהלים ולעובדים בכיריהם. ההנפקות המיוחדות, בדרך כלל במחירים נמוכים משווים הכלכלי של ניירות הערך המוצעים, מיועדות להפוך את המנהלים לבעלי מנויות בפירמה, ובכך להגבר את הזדהותם עם מטרותיה. הנפקה באמצעות אופציות יוצרת התcheinיות לפירמה מחד ומайдך כוללת מאפיינים של הון עצמי. אופן הטיפול במרכיבים השונים הכלולים בהנפקה עשוי ליצור הבחנה בין הון לבין התcheinיות, וכן להשפיע על הוצאות המשכורת בדוח רוח והפסד.

הנפקת ניירות ערך לעובדים מקובלת מאוד בישראל אך מאיידך מספר המקרים של הנפקת אופציות למנחים כחלק מהסדרת יחסיה העבودה הינו מצומצם ביותר. הערכתנו היא שמכ舍יר תגמול זה יתפתח בארץ בדומה לארצות הברית. מקרים אלה ייבחנו לאור הטיפול המוצע בהנפקות חבילות.

2. הנפקות באמצעות חבילות ניירות ערך

א. הציגת הנושא – סוג הנפקות

כאמור, הנפקות חבילה מקובלות מאד בבורסה של תל-אביב, והן כוללות שלוש סוגים הנפקות:

1. ניירות ערך מורכבים, שמרכיביהם אינם ניתנים להפרדה (*physically inseparable*), כאשר מרכיב אחד מבטא הון והמרכיב الآخر – התחתיות. בקבוצה זו נכללות איגרות חוב ניתנות להמרה, מנויות בכורה משתפות ניתנות לפדיון ואופציות. לאחרונה, כללו מספר הנפקות גם ניירות ערך מורכבים מסוג חדש הכלול שילובים מגוונים בין מרכיבי הון לבין מרכיבי התחתיות, כגון: אופציות לאג"ח, אופציות לאג"ח להמרה, אופציות לאופציות ועוד.
2. הנפקות הכוללות מרכיבי הון והתחתיות במשותף. המינוח "משותף" מתאפייס בעיקר להוצאות הנפקה משתפות ולתמורה משתפת עבור מרכיבי ההנפקה. יחד עם זאת הסחרות, זכויות הצבעה והחזקה נפרדים (*physically separable*).⁽¹⁾
3. הנפקות משולבות – הנפקה לציבור, לבעלי המניות (זכויות) ולעובדים במסגרת תשקיף אחד, כאשר החבילה לציבור שונה מהחבילה לעובדים ומהחבילה הכלולה בהנפקה לבעלי המניות.

הקבוצה הראשונה של ניירות ערך מורכבים נדונה במסגרת גילוי הדעת של לשכת רואי חשבון בישראל: גילי דעת 48 הדן באופציות וגילי דעת 53 הדן בנושא התחתיות הניתנות להמרה. במסגרת מאמר זה נתרכז אפוא בקבוצה השנייה והשלישית, היינו מקרים בהם הונפקו ניירות הערך ביחיד והופרדו בעת רישוםם למסחר. עיקר הבעיה הינה מציאת דרך נאותה להפרדת הועלויות והתמורה בין המרכיבים השונים במועד ההנפקה.⁽²⁾

(1) במקרה פרטי של קבוצה זו ניתן לראות קבוצה של ניירות ערך אשר נפרדים פיזית (בmsehor) אך מדיניות החברה קשורת אותם. למשל, שימוש האופציה משתמש לפדיון התחתיות. מקרים אלה נדונים במסגרת 14 APB בהרחה"ב אך הרלוונטיות שלהם לישראל שולית ביותר, לפיכך לא ידועו במסגרת העבודה הוכחתי.

(2) הבחנה בין 1 לבין 2 אינה עקרונית אלא מעשית. בניירות ערך הרשומים במסחר קיים מידע רב יותר לגבי החברה ולגבי שווי ניירות הערך הקיימים. מידע זה עשוי לסייע בהקצת התמורה וההוצאות בין המרכיבים השונים.

מיון אפשרי נוספת של הנפקות הינו לפי אופי ההנפקה:

1. הנפקה לראשונה של ניירות ערך בישראל.
2. הנפקה של ניירות ערך של חברת שניירות הערך שלה רשומים למסחר.
3. הנפקות פרטיות.
אלה מתבצעות בדרך כלל בסוג נייר ערך יחיד ולפיכך אין יוצרות בעיות בהקצת התמורה והוצאות ההנפקה.
4. הנפקה בדרך של זכויות לבני המניות הקיימים.
זו תתבצע עם מרכיב הטבה ולמעשה הבעיה מרכיבת יותר, כיוון שדרישה כאן דרך להקצת התמורה /או ההטבה למרכיבים השונים.
5. הנפקה לעובדים (אשר כולל בדרך כלל הטבה).

לצורך עבודה זו נתייחס בנפרד לשני סוגי הנפקות:

- (1) הנפקה לראשונה של ניירות ערך.
- (2) הנפקת ניירות ערך של חברת שניירות הערך שלה רשומים למסחר.

בשתי הקבוצות ניתן להבחין במרכיבים שונים של החבילה בהתאם לקהיל היעד:

- א. הנפקה לציבור.
- ב. הנפקה בדרך של זכויות לבני המניות קיימים.
- ג. הנפקה לעובדים.

הנפקה במסגרת תשקיף אחד, המיועדת ליותר מאשר קהיל יעד אחד, כאשר מרכיבי החבילה שונה לקבוצות שונות, תחשב להנפקה משולבת.

הנפקה באמצעות חבילה של ניירות ערך נועדה מעיקרה להשיג מטרות שיוקיות באמצעות מגוון ניירות הערך. להקצת העליות והתמורה השלכות חשבונאיות, כלכליות ומיסויות אשר יידונו במסגרת הפרק הבא.

* הנפקת מנויות ונירות ערך המירים במשק הישראלי 1986-1990

(מיליוני ש"ח שותפים)

הנפקות הנקוטה	סה"כ אחריות ⁽¹⁾	הנפקה של מספר נירות ערך במסגרת תשקיף אחד לציבור בלבד						סה"כ משולבות	סה"כ הנפקות
		97.5	55%	53.9	45%	43.6	38.6	5.0	1986
339.1	53%	179.1	47%	160.0		85.4		74.6	1987
146.8	32%	46.5	68%	100.3		49.9		50.4	1988
648.8	55%	355.9	45%	292.9		60.1		232.8	1989
626.3	30%	189.8	70%	436.5		254.7		181.8	1990
<u>1858.5</u>		<u>825.2</u>		<u>1033.3</u>		<u>488.7</u>		<u>544.6</u>	

* ה מקור: בנק ישראל

(1) הנפקות של סוג אחד של מנויות או נירות ערך המירים.

ב. חשיבות הנושא בישראל

(1) כללי

הנושא שבפניו הינו בעל חשיבות רבה בישראל, אולם זהה להערכת מיעטה יחסית בארץ ובעולם. הסיבה לכך נעה בעיקרה בשוני המהותי בהרכבת ההנפקות. הנפקות חבילה הינן נדירות באירופה וארה"ב ומוצעות רק על ידי חברות utilities וכן ב-*Leverage Buyout* (LBO)⁽¹⁾. צירוף של הנפקת זכויות והנפקה לעובדים במסגרת אותו תשקיף נדיר יותר. כאמור, חשיבות הנושא נובעת מכך, שהकצתה שונה של התמורה והוצאות ההנפקה בין ניירות הערך השונים תביא, לרוב, לחלוקת שונה של הון עצמי והתחייבות על פני זמן, וכן תשפיע על עיתוי הכרה ברוח אצל הרוכש. להשפעות אלו השלכות בתחוםים שונים.

בדיוון שלහן מתמקד בשורה של נושאים בהם המין הפני של תמורת הנפקה בין הון

להתחייבויות הינו בעל חשיבות:

(א) הדיווח הכספי

(ב) מיסוי

(ג) עמידה בדרישת רשות

- חבורסה לנירות ערך

- מרכז השקעות

- הפיקוח על הבנקים

(2) הדיווח הכספי

א. הבחנה בין הון לבין התחייבויות בידי המנגנון
הדיווח הכספי בישראל נشن החל משנת 1985 על דוחות המותאמים לאינפלציה. הבחנה בין הון עצמי לבין התחייבות נדרשת מבחן טכנית לצורך ביצוע החטאמה. מבחינה מהותית, ככל שאנו מייחסים מרכיב גדול יותר של התמורה למרכיבי הון עצמי וככל שאנו מייחסים מרכיב גדול יותר של הוצאות הנפקה למרכיב ההתחייבות, גדול הרכיב הריאלי של הוצאות הריבית⁽²⁾ כך שהרווח החשבונאי יהיה נמוך יותר.

(1) השלב המקביל ביפן הוא אג"ח רגיל עם אופציה למניות (warrant).

(2) יחשך חלק גדול יותר של התמורה להון, ובמקביל תמורה מיעטה יותר למרכיב ההתחייבות, יביא לתשלום הרבית הנקבע על מרכיבי החוב, על קרן נמוכה יותר, משמע רבית ריאלית גבוהה יותר. כמו כן, הוצאות הנפקה המייחסות למרכיבי חוב מהווים הוצאה נידחת, בגין הוצאות הנפקת מרכיבי הון המופחתות מהפרmeta, הוצאה נידחת זו מופחתת לאורך חי אגרת החוב ולכן מגדילה, בעקבותיה, את הוצאות המימון הריאליות.

חשיבותות נוספת, שאינה פחותה, נובעת מהתפעלת ניתוח היחסים הפיננסיים בדוחות הכספיים של החברות, לרבות יחסן מנוף פיננסי, קיבולת חוב (Debt Capacity), ויחסן רוחניות, כגון הרווח למנה והרווח להון עצמי.

הנושא של הקצת עלויות ההנפקה בהנפקת זכויות לבני מניות והנפקה לעובדים הינו בעל חשיבות בהנפקות מסוימות, האופייניות לישראל. מרכיב התמורה המיויחס להנפקת האזויות יקבע את שיעור מרכיב ההטבה בהנפקה, שלו השפעה על חישוב הרווח למנה. קביעת השווי ההוגן של הנפקה לעובדים תקבע את שיעור ההטבה לעובדים המהווה מרכיב מעליות השכר בדוח רוח והפסד.

כפי שיצג להלן, קביעת השווי הכלכלי של ההנפקה לעובדים ולבעלי המניות נגזרת מקביעת שווי התמורה של מרכיבי ההנפקה לציבור.

ב. עיתוי הפרת הרווח אצל המחזיק

עיתוי הכרת הרווח אצל המחזיק עשוי להיות שונה, כתוצאה מהקצתה שונה של התמורה בין המרכיבים השונים בחבילה. דוגמא לכך הינה רכישת מניות ואופציית, כאשר על פי כוונת המחזיק להמשיך ולהחזיק במניות לזמן ארוך ולמשם את האופציות בטוחה הקצר. על פי גיליון דעת 44 של לשכת רואי חשבון בישראל יוצגו המניות בדוחות הכספיים על פי ערךן (כפי שייחס להן) במועד רכישתן כשהוא מתואם לעליית המדי עד יום הדיווח, ללא קשר לערךן בבורסה באותו מועד (פרט למקרה של ירידת ערך אשר אינה בעלת אופי זמן). מאידך, אופציות אשר מיעדות לימוש במהלך העסקים השוטף, יוצגו לפי ערךן בבורסה. מובן, כי הצגה לפי הערך בבורסה תקדים הכרה ברווח או הפסד מהחזקת ניירות הערך.

(3) מיסוי

הקצת התמורה בין הון לבין התחייבות הינה בעלת השלכות על חישוב ההכנסה החייבת. הקצת סכום גבוה מהתמורה הכוללת להון (וסכום קטן יותר להתחייבויות) עשוי להביא להקטנת ההכנסה החייבת ובها במידה לאגרור קביעת ריבית ריאלית על החוב. יחד עם זאת ראוי לזכור שככל שההתמורה שנקבעת להתחייבות קטנה יותר כן גדל הסיכון שדמי הניכוי בידי מחזיק אגרת החוב יהיו גבוהים יותר מהשיעור המקסימלי (1% לשנה) שנקבע כפטור ממיס על פי הפקודה.

הוצאות הניכוי על ההתחייבות מותרכות כהוצאה על פני זמן בדומה להוצאות ריבית. אין קביעה ברורה באשר לסוגן כניסה לא קבוע המופחת נומינלית או כניסה קבועה. ההבדלים בתוצאה הסופית הם שליליים. הנושא השני בעל חשיבות בקביעת ההכנסה החייבת הינו חלוקת הוצאות ההנפקה בין מרכיב ההון והתחייבויות. הוצאות ההנפקה המיויחסות להון מפחיתות את תמורות ההנפקה ואת הון הרואין להגנה. הוצאות אלה ניתנות להפחיתה בשלושה שיעורים

שנתיים שווים במידה והמדובר בחברה תעשייתית, לעומת זאת הוצאות הנפקת אגרות חוב מהוות נכס בלתי קבוע ומופחתות על פני תקופת חי האגרה. כמו כן, עקב אורך חיים קצר של הנכסים החמורים ייתכן מצב שבו יחויבו במס רווחי ההון הנובעים מהנכסים החמורים כאשר יש ממוש, בעוד שההפסדים בנכס הבסיס עדין לא מושמו.

(4) עמידה בזרישת רשות

רשות שלטונית אחת נוענות בשיקולים ובקריטריונים במידה רבה על גובה ההון העצמי או מייחסות חשיבות רבת להבנה בין חון עצמי לבין התcheinויות. ניתן למנות בין רשות אלה את הגוף הבאים: הבורסה לנירות ערך, מרכז ההשקעות והפיקוח על הבנקים.

א) הבורסה לנירות ערך

1. כללי

הבורסה לנירות ערך פירסמה הנחיות וקריטריונים לרישום נירות ערך למסחר בבורסה. מטרת הנחיות אלו הינה הקנית אמינות לנירות הערך הרשומים בה למסחר.

המסחר מתנהל בשתי רשימות נפרדות - "רשימה הראשית" ו"רשימה המקבילה". דרישות הרישום לשתי מסגרות המסחר שונות. רישום נירות ערך למסחר במסגרת הרשימה המקבילה נועד לאפשר לחברות בעלות היוף פעילות נמוכה יחסית לגייסי הון בבורסה. הקריטריונים לרישום במסגרת זו הם, בהתאם, גמישים יותר מהקריטריונים לרישום במסגרת הרשימה הראשית.

מיון החברות המנפיקות נועד לשקף את ההבדלים ביןן מבחינת חשיפת המשקיעים לסיכון ופוטנציאל הצמיחה השונה.

הקריטריונים לפיהם נבחנת חברת המבוקשת לרישום נירות ערך שלא למסחר במסגרת הרשימה הראשית הינם:

1. היוף הפעילות -

- א) "ערך מוסף" מפעولات רגילוט או מחוזר מכירות מינימלי.
- ב) רוח שנתי מתואם מפעولات רגילוט לפני מס.
- ג) חון עצמי מתואם, לפני ההנפקה והרישום⁽¹⁾.

2. משך פעילות עסקית קודמת, עליה יש דיווח כספי, בתחום העיסוק בהם מתכוונת החברה להמשיך לעסוק לאחר ההנפקה.

(1) ההון יחשב לפי הדוח הכספי המבוקר האחרון ובתוספת הגדלות הון (שלא מרוחחים) בתקופה שעד פרסום התקין.

2. דרישת הון עצמי מינימלי

מיון מכשירים פיננסיים בין קבוצת ההון לבין קבוצת ההתחייבויות מקבל המשמעות נספת לגבי חברות ציבוריות. יש להציג שminor זה אינו נוגע לעצם הכספיו של הון עצמי מינימלי אלא גם לكريיטריונים האחרים, שכן חברה תוכל לקבל הקלות בكريיטריונים אחרים אם גובה ההון העצמי שלה יעלה על פי שניים מהנדרש.

חברה שניירות הערך שלה נscribers, או עתדים להיסחר, במסגרת הרשימה המקבילה צריכה לעמוד בكريיטריונים גמישים יותר של משך פעילות עסקית קודמת ושל הון עצמי מתואם, וכן גם חברות כאלה מייחסות חשיבות לאבחנה בין הון לבין חוב. (בנוסף, הكريיטריונים של ערך מוסף, מחוזר מכירות או רווח שניי מינימלי אינם תקפים לגבי הרשימה המקבילה).

ההון העצמי המתואם המינימלי הנדרש לרישום מנויות למשחר במסגרת הרשימה הראשית הינו, ערך נתיבת, 1.5 מיליון דולר. חברה המבקשת לרישום מנויותיה במסגרת הרשימה המקבילה יכולה להסתפק בכמה ליאון דולר.

דרישות הון חריגות קיימות לגבי חברות מסווגים מיוחדים: חברת נכסים – ערך הנכסים בניכוי ההתחייבויות (למעשה – הון העצמי) צרי, במקרה זה, עלות על 10 מיליון דולר. דירקטוריון הבורסה רשאי להתחשב בערך הנכסים נטו על פי הערכת שマイ, ובבלבד שמערך הנכסים תופחת הפרשה למסים. חברת נכסים לא תוכל להירשם במסגרת הרשימה המקבילה.

חברת מחקר ופיתוח – דירקטוריון הבורסה רשאי לרישום של חברה כזו, במסגרת הרשימה המקבילה, גם כאשר הונה העצמי נמוך אף מ-0.75 מיליון דולר, ובבלבד שלא יהיה נמוך מ-0.5 מיליון דולר, וזאת אם החברה השקיעה במחקר ופיתוח 2 מיליון דולר לפחות. חברה בת של חברת הרשותה למשך – הדרישה העקרונית הינה להון הכלול מהדרישה הרגילה לגבי חברת מסווגה. במקרה בו 50% מההון או מזוכיות ההצבעה של החברה מוחזקים בידי גופים שאינם לחברה האם, דרישת ההון המינימלי זהה לאו הנדרשת מחברה רגילה.

הנפקת ניירות ערך, כמעט מנויות, כרכח במידה בתנאי הון עצמי מינימלי השונים מהמתואר לעיל. מטבע הדברים, הדרישות מ לחברת המבקשת להנפיק מכשירי חוב גבוהות יותר, שכן, במקרה זה, מהויה הונה העצמי מעין כרית בטוחן לנושאים העתידיים. מסיבה זו דורשת הבורסה לחברת המבקשת לרישום אגרות חוב למשחר הון עצמי מתואם מינימלי של 5 מיליון דולר.

רישום ניירות ערך המירים (אגרות חוב להמרת, אג"ח-אופציה ואופציות למנויות) אינו כרוך במידה בדרישות הון עצמי מינימלי. ככל הנראה נובע הדבר מכך להיות ניירות ערך אלה

ניירות ערך נגזרים של מנויות, שלגביהם קיימות דרישות כאלה. חברת שמנפיקה נייר ערך נגזר, רושמת, לרוב, גם את נייר הערך המקורי למשחר. מסיבה זו מتبוצעת ההגנה על המשקיע דרך הקרייטוריונים לרשום המניה למשחר.

3. סיווג חברות במסגרת רשומות המשחר השונות

דיקטוריון הבורסה רשאי להחליט על העברת המשחר בנויות ערך של חברת מהרשימה הראשית לרשותה המקבילה, ולהיפך.

הקרייטוריון המרכזי לשוני הסיווג הוא גובה ההון העצמי. חברת שניירות הערך שלה רשומים למשחר במסגרת הרשימה הראשית תועבר לרשותה המקבילה אם ההון העצמי אינו עונה על דרישות המינימום של ההון העצמי לפי סיווגה (חברה רגילה, חברת נכסים ועוד). חברת שניירות הערך שלה נסחרים במסגרת הרשימה המקבילה תועבר לרשותה הראשית אם היא עומדת בשלושת הקרייטוריונים של hon עצמי, רווח וערך מסו. הבדיקה נעשית פעמיים בשנה, לפי הדוחות הכספיים האחרונים שפורסמו עד היום הקובלע⁽¹⁾. הון, שגוייס בין מועד הדוחות הכספיים לבין מועד הדיון בדיקטוריון על העברת חברות בין הרשימות, יחשב כחלק מהונה העצמי של החברה הנדונה.

מיון מכשירים פיננסיים בין הון לבין התחייבויות חובב, אם כן, גם לחברות ציבוריות ותיקות. גובה ההון העצמי יקבע את מסגרת המשחר בה ישחו ניירות הערך. גויס הון נוספת, במקרה הצורך, כל יותר לחברה שניירות הערך שלה נסחרים ברשימה הראשית. האמור לעיל נכון טכנית, בבחינת המגבילות על גויס הון נוסף לחברה שניירות הערך שלה נסחרים ברשותה המקבילה⁽²⁾, והן מעשית, מבחינת הסיכון שמייחסים המשקיעים להשקעה בחברות מסווג זה.

ב) מרפץ השקעות

דרישות המימון השונות של תוכניות מאושרות, מבחינת שעור המימון באמצעות הון מנויות נפרע, תלויות בעיקר בסוג התוכנית המאושרת ולא באזור בו היא אמורה להתבצע.

שיעור המימון באמצעות הון עצמי הינו אחד הקרייטוריונים הנוקשים לאישור תוכנית מאושרת, קרייטוריונים נוספים, כגון פוטנציאל הייזא, החלפת מוציאי יבוא, היקף ההשקעה הכוללת בתוכנית והגידול בהיקף התפוקה עקב התוכנית המאושרת, הינם גמישים יותר.

(1) 30 באפריל ו-30 בספטמבר כל שנה.

(2) כך לדוגמה, חברת נשורת ברשותה המקבילה לא תוכל להנפיק שני סוגים של ניירות ערך חמירים. כמו כן, ניתן לחברות נכסים שעבורו מהרשימה הראשית לרשותה המקבילה לא יוכל להנפיק מנויות, שכן, בדרך כלל, לא תירשם הבורסה ניירות ערך של חברת נכסים ברשותה המקבילה.

מידת הגמישות תלויות בעיקר באזור בו מתבצעת התוכנית (אזור פיתוח א' ועירות פיתוח מקבלים עדיפות, כמובן) ובמצב התעסוקה באזור הנדון. מפעלים הממוקמים באזורי מוכיא-אבטלה יקבלו עדיפות, תוך מגמה להקל בדרישות לאישור התוכנית.

דרישת המימון בהון העצמי תלויות, בראש ובראשונה, במסלול אותו בוחרים היוצרים. תיקון 39 לחוק לעידוד השקעות הון אפשר מון ערבות מדינה להלוואות הנינתנות למפעלים מאושרים. גובה הערבות, לבוחרים במסלול זה, לא עלה על שני שלישים מהתקציב המאושרת. שיעור ההשקעה בהון עצמי נפרע הוא אחד, במקרה זה, לכל סוג התוכניות השונות, ועומד על 33%. כמו כן קבוע סכום מינימלי של \$100,000 להון הנפרע (באזור פיתוח "א" או "ב" – \$75,000).

מסלול הטבות אחר, מסלול המענקים, מאפשר, בדרך כלל, הון נפרע מינימי נמוך יותר. פירוט דרישות ההשקעה לפי מסלול זה, בהון מנויות נפרע בתוכניות השונות מוצגות בספח מס' 1. דרישת ההשקעה בהון נפרע הינה כ-30% ברוב המקרים.

דרישות המימון של תוכניות מאושרות מונעות משנה חשיבות למון הפנימי של תמורה הנפוצה למימון תוכנית מאושרת. הדבר אמר הון לגבי מון התמורה בין מרכיבי ההון לבין מרכיבי התחתיות בהנפקה, וכן לגבי המון הפנימי בתוך קבוצת ההון. המון השני חשוב עקב התייחסות מרכז ההשקעות להון מנויות נפרע בלבד (כולל פרמיה), וכן גם בתחום הכללת מרכיבי הון בלבד – מנויות ואופציות למנויות – קיימת חשיבות למון. ככל שהקצתה התמורה לרכיב המניה שבabilia גדול יותר, כן גדלה יכולת העמידה בדרישות המימון בטוח הקצר. מימוש האופציות או פקיעתן בשלב מאוחר יותר יוצר יוצר את התמורה שיווקה למרכיב האופציה ואת תוספת המימון (במידה והיה מימוש) להון המניות הנפרע של הפirma.

מכאן עולה, כי חברת הממן תוכנית השקעה באמצעות חכילה תייטה ליחס את מרבית התמורה למנויות ואופציות למנויות (בסדר זהה), ובמקביל, תיחס תמורה מעטה יותר למרכיב החוב.

מוני הוצאות ההנפקה חשוב גם הוא לעניין זה. הוצאות הנפקה שייחסו למרכיבי ההון יופחתו מהתמורה שייחסה למרכיבים אלו. ההשפעה השלילית של מון זה על יכולת העמידה בדרישות המימון ברורה.

נדגיש, כי משמעות האבחנה בין הון לבין חוב לגבי חברת בעלת תוכנית מאושרת יכולה להיות מכירה במקרה בו גובה ההון הנפרע הוא מגבלה קריטית לעניין מימון התוכנית המאושרת. הטבות במסגרת חוק עידוד השקעות הון באות לידי ביטוי במונחי תזרים

מיידי של מענקיו השקעה ומענקיו הון (אם נבחר מסלול המענקים או המסלול המשולב), וכן בהקלות בשיעורי המס ובפחית מואץ לצרכי מס, הבאים לידי ביטוי בתשלומי מס מופחתים.

(ג) הפיקוח על הבנקים

בשנת 1989 הוציא המפקח על הבנקים בנק ישראל הוראות לפיקוח על הלימוטי הון עצמי, וזאת בעקבות ההוראות שפורסמו ביולי 1988 על ידי קבוצת העשר של המדינות המתועשות.

הפיקוח על הלימוטי הון של בנקים מהוות נדבך מרכזי בשימירה על יציבותה של המערכת הבנקאית. יציבות זו קשורה ביכולתם של בנקים לסתוג הפסדים הנובעים מהתמורות סיכוןים הכרוכים בפעולותם העיסקית. הוראות המפקח קבעו רמת מינימום של הון מול סיכום של נכסים וסעיפים חזק מאזניים (כגון, ערבות, אשראי תעוזות, ועיסוקאות עתידיות) המשוקלים לפי דרגות סיכון אשראי.

דרוג סיכון האשראי מבוסס על סוג הלקוח או סוג הצד הנגיד של העיסקה, כאשר לזרים וחוות של בנק ישראל, ממשלה ישראל וגופים מקבילים במדינות OECD (או חוות בערבות גופים אלה) לא מיוחס סיכון כלשהו; חוות של תאגידים בנקאים אחרים והסקטור הציבורי באופן מוגבל לא מוגבל; חוות של סיכון נמוך יחסית; להלוואות לרכישת דירות מגורים (משכנתאות) מיוחסת דרגת בגיןם של סיכון, והנכסים האחרים מסווגים בדרגת הסיכון הגבוהה ביותר. סעיפים חזק מאזניים מסווגים, במקביל, לפי מקדמי המרת האשראי, כאשר עסקאות עתידיות מסווגות בדרגת הסיכון הנמוכה ביותר, וחתכייביות שלגביהם התקבלה דרישת תשלומים כלולים במסגרת הדירוג הגבוה ביותר.

מבחינת הון העצמי, הוגדרו שני רכיבי הון:

- **הון ראשוני**, המבוסס על אמצעים הוניים בהגדրתם המצוומצמת. הון זה כולל הון מנויות נפרע ופרמייה (כולל תקבולים על חשבון מנויות), קרנות אחריות ועודפים (או יתרת הפסדים, באם קיימת), זכויות בעלי מנויות חיצוניים בחברות בנותו שאחודה. מסכום זה מנוכה מוניטין ועודף עלות ההשקעה שאינו מיוחס לנכסים מוחשיים, וזאת כדי להעמיד את ההון הראשוני על הון העצמי המऋפי הכלול של הקבוצה הבנקאית המאוחדת.

- **הון שני**, הכלול בנוסף אמצעים הוניים, של התאגיד הבנקאי ושל חברות בנות שאחודה, המבוססים על כתבי התחייבות נדחים הניתנים להמרה (כאשר קיימת סבירות שיומרו⁽¹⁾), וכן כתבי התחייבות נדחים אחרים שהתקופה הממוצעת לפרעונים היא חמיש שנים לפחות מיום הוצאתם (הסכום שיתווסף להון המשני הוא הסכום העומד לפרעון לפחות שנתיים מיום החישוב).

(1) לא נקבעו כללי לחישוב סבירות ההמרה. בהעדר הוראה מפורשת ניתן להניח כי קביעת סבירות ההמרה לצורך הציג בדוחות הכספיים, לפי גילוי הדעת של לישכת רואי חשבון, תשמש גם לצורך מבחני הלימוטי הון.

ההון של קבוצה בנקאית יחשב כמייצרת של ההון הראשוני וההון המשני (בסכום שאינו עולה על 50% מההון הראשוני) בניכוי השקעות התאגיד במניות ובכתב התחייבות נדחים של חברות מסונפות ושל חברות בת שלא אוחדו⁽¹⁾.

דרישות המפקח על הבנקים הפכו את גודל ההון העצמי לאחד הגורמים החשובים ביותר במערכות הבנקאית, וכך הפק המין בין הון לבין התחייבות להיות בעל חשיבות מיוחדת בבנקים. נציג, כי האבחנה בין הון ראשוני לבין הון שני חשובה גם היא, לאור המגבלה של אי הכללת הון שני במסגרת "הון התאגיד הבנקאי" בסכום העולה על 50% מגובה ההון הראשוני.

כהערת סיכום נציג, כי ההצעה בין הון להתחייבות חשובה גם לגורמים בשוק הפרטוי, דוגמת דרישות ההון במסגרת הנפקת אג"ח (bond covenants) (ראה לענין זה את הנפקות האג"ח של כור תעשיות).

(1) ניכוי השקעה בחברות שלא אוחדו נועד לנטרל את תופעת "המנוף הכפול" מיחסוב הליימות ההון. הניטרול נועד למקרה מצב שבו הון הממן תאגידים אחרים, שנכיסיהם אינם כלולים במסגרת הנכסים المسؤولים לפי רמות סיכון, יכול במסגרת "כרית הבטחון" של התאגיד הבנקאי.

ג. כלליים חשבונאיים להקצתת תמורה הנפקה והוצאות הנפקה

(1) כללי

הספרות החשבונאית עוסקת במידה מועטה מאוד בשאלת של הקצתת התמורה והוצאות ההנפקה בין ניירות הערך השונים הכלולים בהנפקות חבילה. כאמור, הסיבה העיקרית להתייחסות שולית זו, נובעת מכך שהנפקות חבילה והנפקות משולבות (לעובדים, בעליים, ציבור) הינן תופעה נדירה בארץות אחרות, עקב סיבות שלא כאן המקום לפרטו. בישראל, בה נפוצות הנפקות כאלה, התמורה הנקבעת בתשקבף לכל נייר ערך בחבילה הינה, בדרך כלל, שרירותית, אם כי מחירם הכלול של החבילה משקף, באין ראייה אחרת, את שווייה הכלכלי (עיסקה בין קונה מרצון לבין מוכר מרצון).

להלן מספר פירוטים עיקריים המתיחסים לנושא.

(2) הגישה באורה"ב

גilio דעת APB#14 – גilio דעת זה, משנת 1969, עוסק בעיקר בטיפול בניירות ערך המירים. גilio הדעת מבחין בין שלושה מצבים: הנפקת התחייבות הניתנת להמרה⁽¹⁾, הנפקת חבילה הכוללת התחייבות ואופציה המנותקים כלכלית זה מזה, וכן הנפקת חבילה הכוללת התחייבות ואופציה שאינם מנותקים כלכלית זה מזה. המקרה הפרטני של הנפקת חבילה הכוללת התחייבות ואופציה המנותקים כלכלית (ונסחרים בנפרד) טופל בפסקה 11 של גilio דעת APB#14:

"The board is of the opinion that the portion of the proceeds of debt securities issued with detachable stock purchase warrants which is allocable to the warrants should be accounted for as paid in capital. The allocation should be based on the relative fair values of the two securities at the time of issuance."

כלומר, יש ליחס את התמורה לכל מרכיב בחבילת ניירות הערך שהונפקה בהתאם על השווי החוגן של כל נייר ערך במועד ההנפקה. מועד ההנפקה, על פי גilio דעת 14, הוא בדרך כלל המעוד בו הושג ההסכם בקשר לתנאי ההנפקה⁽²⁾. גilio הדעת אינו מתייחס לדרכם על פיהם ניתן לקבוע את שווי השוק ביום ההסכם של כל אחד מרכיבי החבילה לפחות. בהעדר מחיר שוק, נדרש, כמובן, לקבוע כלליים להקצתת התמורה בין מרכיבי החבילה בהתאם על קרוביים למחيري השוק של האג"ח ושל האופציות.

(1) בגilio דעת 53 של לשכת רואי חשבון בישראל קיימת התיחסות למרכיב האופציה של אג"ח המירים.

(2) ראוי לציין ש-APB#14 קבע כי אג"ח הניתנת להמרה ייחסו כתחייבות עד למועד המרתן ורכיב החון והתחייבות הגלום בהן לא יופרד. גישה זו נתקבלה בקבורת ורבה, שכן מבחינה כלכלית אג"ח ואופציה (ונפרדים) אינם לאג"ח הניתנת להמרה. ראה גם דיוון ב-

דוגמא

חברה א' הנפקה ביום 1.7.90 1,000 חבילות של ניירות ערך. כל חבילה כוללת אגרת חוב בת 1,000 ש"ח עג. וכتب אופציה למניה בחברה א'. כתוב האופציה ניתן למימוש למניה אחת תמורה נוספת מימוש בת 25 ש"ח. כל חבילה נמכרה בשער 102. עםפתיה המשתר נסחרו אגרות החוב בבורסה בשער 103 והאופציות נסחרו במחיר של 5 ש"ח כל אחת.

נדرش

להקצות את תמורה ההנפקה בין מרכיבי החבילה.

התמורה עבור אגרת חוב בחבילה מתකבל מחישוב הערך היחסית של מחירי השוק כלהלן:

$$\frac{\text{מחיר השוק של אגרת חוב}}{\text{מחיר שוק של אגרת חוב} + \text{מחיר שוק של אופציה}} \cdot \text{סכום התמורה עבור החבילה}$$

במקרה זה קיבל:

$$1,020 \cdot \frac{1,030}{1,030 + 5} = 1,015.07$$

את התמורה עבור האופציה ניתן לחשב סכום התמורה שהתקבלה עבור החבילה פחות התמורה שהתקבלה עבור אגרת חוב כדי שחוושבה לעיל.

במקרה זה קיבל:

$$\text{סכום התמורה עבור כתוב אופציה בחבילה: } 1,020 - 1,015.07 = 4.93$$

$$\text{סכום התמורה עבור כל כתבי האופציה שהונפקו: } 4.93 \cdot 1,000 = 4,930$$

כלומר, מבחינת ההצעה בדוחות הכספיים נתקבל במזומנים סך 1,020,000 ש"ח, שמומן באמצעות אגרות חוב שערכן הנקוב 1,000,000 ש"ח שהונפקו בפרמייה של 15,070 ש"ח וכן מתקבולים מהונפקת 1,000 כתבי אופציה בסך 4,930 ש"ח.

אם מחיר השוק של אגרות חוב ווואופציות אינן במציאות⁽¹⁾, יש להשתמש בטכnika אחרת כדי לבצע את הקצתה הتمורה הכלולת למרכיבי החבילה. למשל: נאמד שער ריבית סביר לאגרת חוב, תוך התחשבות בדרגת הסיכון של החברה המנפית ובגורמים כלכליים אחרים כמו שער ריבית הפרים, שער הריבית לאגרות חוב מושלתיות ועוד. ההפרש בין הערך הנוכחי של התשלומים בגין אגרת חוב המהוונים לפי שער ריבית זה לבין סך הتمורה שנטקבה עבור החבילה יבטא את הتمורה המיוחסת לכתבי האופציה.

כאשר קיים מחיר שוק לאחד ממרכיבי החבילה בלבד (רק לאגרת חוב או רק לאופציה), ניתן לבצע את הקצתה הتمורה באמצעות שלוש הדרכים כדלקמן:

א. נחשב מהי הتمורה שנטקבה עבור נייר הערך שמחיר השוק שלו ידוע וזאת באמצעות אותו מחיר שוק, וניחס את יתרת הتمורה שנטקבה בהנפקה לניר הערך השני⁽²⁾.

ב. נשתמש בצורת הקצתה זהה לו שבנה נשתמש כאשר מחירי השוק של שני המרכיבים (אגרת חוב ווואופציה) אינם ידועים (ראה לעיל).

ג. חישוב "ערך חבילה תיאורטי" על ידי קביעת ערכו של מרכיב האג"ח לפי ערך הנוכחי של זירמי המזומנים, קביעת ערכה של האופציה לפי Black & Scholes, ולאחר מכן תיקון המרכיבים לפי היחס בין המחיר התיאורטי לבין המחיר החבילה בפועל.

(3) הגישה באנגליה

Technical Release Number 677: באנגליה פורסם בנובמבר 1987:
"Accounting for Complex Capital Issues"

שנושאו הטיפול החשבוני בהנפקות הון מורכבות. בסעיף 6 קובע TR#677 כי בהנפקות אגרות חוב, ביחיד עם אופציות הניננות לניתוק מאגרות חוב, יש לפצל את תמורה ההנפקה בין שני המרכיבים. לאחר פיצול תמורה ההנפקה כאמור, יש לטפל, חשבונאי, בכל מרכיב בנפרד, על פי הוראות TR#677. כמבחן לניתוק בין האופציות לאגרות חוב, קובע TR#677 את האפשרות למכור כל מרכיב של ההנפקה בנפרד, באופן בלתי תלוי במרכיב האחר (סהירות נפרדת והעדר תנאים מתלים ביניהם). בנגדוד ל-APB#14, אין TR#677 קובע כיצד לבצע את הפיצול האמור.

יצוין, כי TR#677 מתייחס גם למצב בו אגרת חוב, הנושא ריבית נמוכה מריבית השוק, הונפקה בኒוון גדוול, ועל פיו יש לרשום ברווח והפסד את ריבית השוק על אגרת חוב ואת ההפרש לחציג כתמורה שנטקבה עבור האופציה. כאמור, גם כאן, במצב חריג של הנפקת התחייבות המירה, נדרש פיצול התחייבות לשני מרכיביה, אם כי גילוי הדעת האנגליים

(1) לא ברור האם ב"מחיר שוק שלא ניתן להשגה" הכוונה לכך שבמועד ההנפקה או סמוך אליו לא היה עדין מחיר שוק (למשל מיפוי שינויי הערך שהונפקו טרם נסחרו), או שהכוונה למקרים בהם אגרות חוב המירושה הונפקו בפרקיה גבוהה ויש ליחס חלק מהפרטיה לתמורה עבור אופציה.

(2) קיימים מחקרים אמפיריים ובים המעידים כי התמורה בהנפקה נמוכה משווי הנורסזה של המניות, זאת כדי להבטיח את הצלחת ההנפקה ואת סיכויי החתמים. יש לחתה בחשבון פער זה בקביעת שווי השוק של מרכיבי החבילה.

מדוברים על מקרה ספציפי ואינם מחייבים את עקרונות הטיפול בו על מฉบבים אחרים לפי העניין. בזכור, ב-APB#14 התייחסות כללית הרבה יותר והמקרה שבו אגרת חוב המירה ההנפקה בפרmetaה גבואה הוא דוגמא פרטית.

(4) התייחסות הספרות בישראל

בישראל קיימת התייחסות לנושא בספריהם של יעקב סמט ושל יעקב ברקאי.

א) סמט: "חובונות פיננסית"

"הבעיה היא, לפי איזו אמת מידה נמדד את המרכיבים שבחייבת. הערכים הנקובים בתשיקף של ההנפקה ביחס למרכיביהם, אינם משקפים את השווי החוגן ולחובם שריוןתיים. לכן, מן הרואוי להתבסס על המחיר בבורסה של מרכיבי החביבה, כפי שהם נסחרים מיד לאחר הפרדה, אם הם נסחרים בבורסה".⁽¹⁾

ב) ברקאי: "חובונות ודיווח כספי"

"כאשר מרכיבי חבילת הבטוחות נסחרים בבורסה סמוך לאחר הנפקות, הדרך המקובל לאותם שווים החוגן היחסי, הוא על פי השערים ביום הראשון לתחילת המסחר הפרד בבורסה".⁽²⁾

(5) התייחסות נזיבות מס הכנסה

בחישוב התמורה, לעניין סעיף 101 לפקוודה בנושא החיבור במס של רישום מנויות למסחר בבורסה, עדמת הנזיבות היא כי חישוב התמורה לעניין סעיף 101 לפקוודה, יקבע לפי המחיר המומוצע שנקבע בבורסה בשלושת הימים הראשונים למסחר במניה או לפי המחיר שנקבע ביום הראשון למסחר, הנמוך מהשנתיים. לעניין זה לא ילכו בחשבון השערים בהם השער נקבע "קונים בלבד" או "מכרים בלבד". כמו כן אין לקבוע את התמורה לפי המחיר שנקבע בתשיקוף.⁽³⁾

(6) התייחסות בית המשפט

בסוגיה זו ניתן פס"ד רוביינשטיין ושות' חברה קבלנית בעמ' נ' פשמ"ג, שם עלתה שאלת קביעת מחיר המכירה הריעונית של מנויות שנרשמו למסחר בבורסה, על פי סעיף 101. השופט הגין קבע בפסק דין זה כי כאשר נקבע באותו יום מחיר בבורסה – התשובה היא פשוטה ואמ לא היה מסחר במנויות בבורסה ביום רישומן למסחר – אין יש להעריך את התמורה "כמו בכל מקרה שמות אחר, ככלומר, להסתמך על עסקה סמוכה קודמת או עסקה סמוכה מאוחרת" בין קונה מרצון ומוכר מרצון. מכל מקום, זהה השופט את הטענה כי מחיר המכירה הוא מחיר המניות כפי שפורסם בתשיקוף (כפי שטען חברת רוביינשטיין).

(1) עמוד 768.

(2) הערכה ו' עמוד 2' - 60.

(3) קובץ הפרשנות לפקוודת מס הכנסה (החבק) – עמ' ה' – 65.

פסק דין זה קובע, למעשה, בפועל קיצוני כי גם אם הייתה הנפקה לציבור בתנאים הדומים לאלו של המניות הקיימות, אין שווי השוק של המניות הקיימות מחייב בקביעת ערך המניות שהונפקו.

(7) פירסומים מקצועיים – סיכום

1. כאשר ניירות הערך המונפקים בחבילה ניתנים להפרדה כלכלית זה מזה, הרי יש לקבוע לכל אחד מהם את ערכו, בהתאם על שוויו ההוגן בזמן ההנפקה.
2. אם השווי ההוגן של שני המרכיבים אינו ניתן לחשגה, יש לאמוד בטכניקות אפשריות שונות את השווי ההוגן החסר, כדי שנitin יהיה לפצל את התמורה הכלולת של ההנפקה.
3. הפרשנות המקובלת בארץ ל"שווי ההוגן בעת ההנפקה" שמקבלת ביטוי בספרות, בעמדת מס הכנסה ובעמדת בת המשפט היא, כי זהו מחיר השוק של ניירות הערך ביום המשטר הראשון בהם בבורסה (באם ניירות הערך נסחרים בבורסה). יש לציין, כי APB#14 אינו קובע זאת כאשר הוא מגדר את המינוח "זמן ההנפקה", אם כי הפרשנות המקובלת בארץ עשויה להיכلل כאחד הממצבים האפשריים תחת הגדרת APB#14, בנסיבות מסוימות.
4. הספרות המקצועית אינה עוסקת כלל בנושא הוצאות ההנפקה, נושא עשוי להיות מהותי במקרה.
5. אין התייחסות לפער בין תמורה ההנפקה לבין שווי החבילה ביום המשטר הראשון. פער אפשרי זה מייצג הן שינויים במחירים השוק בין יום פרסום התקן לבין יום המשטר הראשון, והן את העבודה, שלעתים, כדי להבטיח את הצלחתה, מתבצעת ההנפקה במחיר הנמוך ממחיר הבורסה.

ד. כללי הקצאה מוצעים

(1) כלל

כאמור, מסתכנות הגישות המקובלות בעולם בעקרון של קביעת המחיר ההוגן ביום ההנפקה, מבליל להכנס לפירוט דרך הקצאת התמורה. הכללים המוצעים מספקים בתנאים של ארצות חוץ, שם הנפקות חבילה הן נדירות והרכבן פשוט למדי. עקרונות אלה אינם מספקים בתנאי שוק ההון בישראל, בה מתחייבת התייחסות מפורטת להקצאת התמורה בין מרכיבי החבילה. הצעה מפורטת להקצאה התמורה בין המרכיבים של הנפקות חבילה כלולה בחלק זה של העבודה. העקרונות הבסיסיים להקצאת התמורה הינם:

1. מועד קביעת הקצאה

מועד קביעת מחיר ההנפקה הוא המועד להקצאת שווי התמורה למרכיבים השונים. לדעטנו, יקבע מחיר ההנפקה ביום פרסום התקיף ("מועד ההנפקה"), וזאת במטרה לצמצם פערם פוטנציאליים בין יום ההנפקה ויום הרישום למשר. מועד ההנפקה (התאריך הנקוב בתתקיף) הינו התאריך, הגלוי לציבור, הקרוב ביותר למועד קביעת מחיר ההנפקה על ידי המנפיק והחתמים (זאת, במידה ואין מכרז על מחיר ההנפקה).

2. קביעת המחיר

המחיר שיקבע הוא המחיר ההוגן ביום קביעת מחיר ההנפקה. אידאלית, יקבע המחיר כמחיר השוק של מרכיבי החבילה במועד ההנפקה. במרבית המקרים מחיר שוק זה אינו קיים (הנפקה ראשונה) או חסר, לפחות לגבי חלק מרכיבי החבילה.

3. מחיר שוק ביום המשך הראשוני

בහדר מחיר שוק במועד ההנפקה, ישמש שווי השוק ביום המשך הראשוני בסיס לקבעת השווי ההוגן במועד ההנפקה. מובן, כי פער הזמן בין מועד ההנפקה לבין ימי המשך הראשוני עשוי להביא לפערים בין מחיר ההנפקה לבין שווי החבילה ביום המשך הראשוני⁽¹⁾. נקודת המוצא היא שמחיר ההנפקה לציבור מהווה את השווי ההוגן במועד ההנפקה⁽²⁾,⁽³⁾.

(1) ראוי לציין שפער הזמן בין מועד התקיף לבין ימי המשך הראשוני בישראל הוא כ-8-7 ימים לעומת תקופה קצרה הרבה יותר בארה"ב (כ-3-2 ימים) לפיכך, פוטנציאל השינוי בשווי השוק גבוה יותר מאשר בארה"ב.

(2) ניתן להשיג על הנחה זו, ולטעון כי חברות נוהגות לקבוע מחיר נמוך יותר מהשווי ההוגן במועד ההנפקה, במטרה להבטיח את הצלחת ההנפקה וכפיצויה לאירועים של הרוכש. סטיה זו אינה ודאית ושיעורה אינו אחיד. קיימים מחקרים אמפיריים רבים בארה"ב המעידים על פער ממוצע בין תמורת ההנפקה לשווי ביום המשך הראשוני בתחום הנע בין 15%-10%.

(3) טכניקת ההנפקה המקובלת בבורסה של תל אביב, הקובעת מחיר מקסימום, והתופעה של החתמות יתר, פוגמת במידה מה בהנחה שהמחיר מבטא ביקוש והיעץ ללא הגבלות.

הפער בין שווי (מחיר) ההנפקה במועד ההנפקה לבין השווי בבורסה בימי המסחר הראשונים נובע, לפיכך, מתנוודות שוק ופיקוח לסייעון, ולכן יש לשחרר את תנועת השוק בין מועד ההנפקה ובין מועד המסחר עבור המרכיבים השונים של הנפקת החבילה. כיון שהחבילה מורכבת מניר ערך בסיסי (מניה) ונירות ערך נגזרים המוגדרים עליו (אופציות ואג"ח להמרה), הרי השינוי החשוב הוא בערך המניה וממנו נוצר השינוי באופציות ובאג"ח להמרה.

4. הנקודות משולבות

הנקודות משולבות הן הנקודות החבילה למספר קהלי יעד כאשר מרכיבי החבילה שונים לכל קהל יעד (עבדים, זכויות לבני מניות, ציבור). נקודת המוצא היא, כי ההנפקה לציבור מייצגת שווי הוגן בין קונה מרצון לבין מוכר מרצון. לפיכך, בהנפקה המשולבת, הכוללת גם הנקפה לציבור, מהוות ההנפקה לציבור את הבסיס להקצתה התמורה בין מרכיבי החבילה. ההקצתה למרכיבי החבילה השונים תשמש בסיס לקביעת ערך הנפקת הזכיות וההנפקה לעובדים, על פי המרכיבים הספציפיים שלהם. הפער בין מחיר ההנפקה (תמורה) לבין השווי הוגן ביום ההנפקה מהוות בסיס לקביעת מרכיב החטבה בהנפקת זכויות לבני מניות קיימים. הפער בין מחיר ההנפקה (תמורה) של החבילה לעובדים לבין השווי הוגן כפי שנקבע לפי תנאי ההנפקה לציבור יהיה בסיס לקביעת שווי החטבה לעובדים.

5. ירידה במחיר

הדיון מבוסס על ההערכה שבין מועד קביעת המחיר לבין ימי המסחר הראשונים חלה עלייה במחיר החבילה. למעשה, תקף הדיוון באותה מידת ובהתקומות הנידרשות גם במקרים בהם חלה ירידה במחיר החבילה. ראוי להציג כי במקרה זה לא כדאי לרכוש את ניירות הערך המוצעים במסגרת הנפקת הזכיות או בהנפקה לעובדים, אלא בשוק. עם זאת, המציאות מוכיחה שגם במקרה זה הרוכשים (בעלי מניות, עובדים) ממשים חלק מההנפקה. באותו מקרים, נראה ששווי התמורה יהיה חסם תחתון לשווי הוגן (אינו מרכיב החטבה שלילי).

6. גודל יחס של מרכיבי החבילה

בקביעת שווי מרכיבי החבילה ניתן למשה לקבוע שווי לכל מרכיב בחבילה. אך, כפוף למהותיות, ננסה לammo את מרכיבי החבילה בעלי המשקל הנמוך יותר, שכן טעויות באומדן ערכים ישפיעו במידה מסוימת, יחסית, על המרכיבים האחרים בחבילה. אומדן השווי של המרכיבים בעלי המשקל הרב יושב בשארית התמורה, לאחר הफחתת המרכיבים בעלי המשקל הנמוך. כאמור, המטרה היא לקבוע את השווי של מרכיבי החבילה ביום ההנפקה. נניחו, לצורך כך, בין ההנפקה ראשונה לבין ההנפקה חוזרת וכן בין

הנפקה משולבת לבין הנפקה בודדת.

מרכיבי החבילה המקובלים הינם: מנויות, אג"ח, אופציות, אגרות חוב להמרה.

(2) הנפקה ראשונה לציבור בלבד

בhnפקה ראשונה לציבור קיים רק מחיר החבילה ואין מחירי שוק למרכיבי החבילה במועד התהנפקה. מסיבה זו, علينا להסתמך על מחיריהם של ניירות הערך שבחברה בימי המסחר הראשונים. ישנו מספר דרכים לעשות זאת, ולהלן ניתן תאור כללי של האפשרויות השונות.

הערכת שווי מרכיבי החבילה ביום ההנפקה על פי מודלים מקובלים

ראשית, נניח שאנו רוצחים לאמוד את המרכיבים לפני פתיחת המסחר. במקרה זה יהיה צורך לאמוד את מחיר המניה על ידי שימוש במודל הערכת מנויות, כמו למשל המודל של גורדון, מודל המכפיל (E/P) או מודל שווי המשקל (CAPM), כאשר האומדן ל- β יילקח כמשמעותו של β לחברות דומות באותו ענף. במקרה ובחברה כולל נייר ערך נוסף אחד בלבד, הרי שערכו ייקבע על ידי הפרש בין ערך החבילה וערך המניה. במקרה וחבילה כוללת אג"ח, ניתן להעריך את האג"ח בצורה פשוטה והשארית תהיה ערך הנכסים הנגזרים. במידה יש יותר מנכס נגזר אחד, יש צורך להפריד ביניהם, וזאת באמצעות הערכת השינוי בערכם לעומת השינוי בערך המניה או האג"ח. שיטות הערכת השניים הנגזרים תתואר להלן, במסגרת הגישה הכללית אותה אנו מציעים.

גישה נוספת ניתן לישם על סמך הנתונים בזמן ההנפקה בלבד, טובה אך ורק לקרים בהם יש בחבילה נייר ערך אחד נגזר אחד בלבד⁽¹⁾. הפתרון במקרה זה הוא פשוט וקל.

נניח, לדוגמה, שהחbillה כוללת מניה ואופציה בלבד.

מחיר החבילה יכול להכתב כך:

$$Z_0 = S_0 + C_0 \quad (1)$$

כאשר Z_0 – מחיר החבילה, S_0 – מחיר האופציה, S_0 – מחיר המניה.

כיוון ש-

(1) מחירו של נייר ערך נגזר קבוע לפי מחיר נייר ערך בסיסי עליו הוא מוגדר. דוגמאות לנויירות ערך נגזרים: אופציות, אג"ח המירות, חוזי החלפה (SWAP), חוזי אקדמה (FORWARDS) וחוזים עתידיים (FUTURES).

$$Z_0 = S_0 + f(S_0, \dots)$$

הרי ש-

(S_0, f) ניתן ע"י מודל להערכת אופציות, כוגן המודל של Black & Scholes⁽¹⁾. במקרה זה, הפרמטרים האחרים במשוואת המס: הזמן לפרטון, תוספת המימוש, שער הריבית ושותות המניה. שני הראשונים ידועים ושני האחרים ניתנים לאמידת. כיוון שהמשוואת אינה לינארית, יש צורך למצוא את הנעלם S_0 ע"י פתרון נומרי (כלומר, בנסוי וטעה). לאחר מציאת S_0 ניתן לחשב את C_0 בעזרת Z_0 ו- S_0 .

הערכת שווי המרכיבים על פי ערכם בבורסה ביום המשחר הראשון

בדרך כלל, יכולים אנו להעזר בנתוני השוק לאחר פתיחת המסחר, כדי לשחזר את ערך מרכיבי החבילה בהנפקה. גם כאן עומדות בפניו מספר אפשרויות.

ראשית, בדומה למועד הקודם, יכולים אנו לאמוד את מחיר המניה על ידי שימוש במודל להערכת מנויות, והפעם להסתיע בהתנהגות המניה לאחר תחילת המסחר. לדוגמה, אומדן ה- β של המניה יאפשר שחזור מחיר המניה בהנפקה. גם כאן יהיה צורך להפריד בין המרכיבים האחרים על סמך יחס מסוים בין המרכיבים השונים לבין המניה.

דרך אחרת אנו מציעים היא שימוש במודג'ה "זלתא", שהוא שינוי במחיר הנכס הנגזר כתוצאה משינוי במחיר הנכס הבסיסי. השימוש בדلتא מאפשר לנו לשחזר את שווי מרכיבי החבילה לפי השינוי שחל בשוויים בין ההנפקה לבין המסחר. טכניקה זו אפשרית שכן החבילות כוללות נייר ערך בסיסי אחד (מניה) ו/או ניירות ערך נגזרים (אופציות ואג"ח להמרה) המוגדרים על נכס בסיסי זה. לרוב, גם במקרים בהם החבילה אינה כוללת מנויות, רשותות המניות למסחר בבורסה וכן ניתן להשתמש בשיטת הפיצול המוצעת.

בהנחה שריגישות (נגזרות) ניירות הערך הנגזרים לשינוי נייר הערך הבסיסי לא השתנתה מהותית בין ההנפקה לבין המסחר, ניתן לשחזר את מחיר המניה בזמן ההנפקה, ועל סמך מחיר זה, באותה גישה, ניתן לשחזר את שאר מרכיבי החבילה.

ניקח לדוגמא את החבילה הבאה: 1 מניה 1 ש"ח ו-1 אופציה הנינתנת למימוש בתוספת ממושך 12 ש"ח במשך שנה. מחיר החבילה ביום ההנפקה 15 ש"ת. מחירי השוק ביום המשחר הראשון בבורסה הם:
מניה רגילה - 10 ש"ח, אופציה למניה - 4 ש"ת.

(1) זו גם הדרך המוצעת ע"י הבורסה בנספח להנחיות התקנון החדש.

ראשית יש ליחס את רגישות האופציה ביחס למחיר המניה (דلتא). כאשר האופציה היא At-the-money (המודדרת כאן כ옵ציה שתוספת הממושת שלה שווה למחיר המניה), הדلتא היה בסביבות 0.5 (זה נכוון ברוב המודלים להערכת האופציות). בהנחה של ריבית בשיעור שנתי של 20% האופציה ביום המשחר הראשון היא At-the-money. כלומר, השינוי שחל במחיר המניה מזמן ההנפקה לתחילת המשחר השפיע על ערך האופציה במחצית מערכו. ניתן לשחזר את ערך המניה מהמשוואת הבאה:

$$\Delta Z = (S_R - S_0) \cdot \frac{\partial C}{\partial S}$$

מחיר המניה ביום ההנפקה יהיה, לכן:

$$S_0 = S_R - \Delta Z / (n_1 + n_2) \cdot \frac{\partial C}{\partial S} \quad (2)$$

מחיר החבילה ביום ההנפקה.	Z_0	-
מחיר ממוצע של החבילה ביום המשחר הראשון.	Z_R	-
מחיר המניה בהנפקה.	S_0	-
מחיר המניה הממוצע ביום המשחר הראשון.	S_R	-
השני במחיר החבילה בין הנפקה לבין ימי המשחר הראשון ("הנגזות").	ΔZ	-
יחידות מנתה.	n_1	-
יחידות אופציה.	n_2	-
השני במחיר האופציה הנובע משינוי במלחורי המניה ("הנגזות").	$\frac{\partial C}{\partial S}$	-

אם נשטמש בדוגמה שהציגנו כאן נקבל:

$$S_0 = 10 - (-1) / (1 + 10.5)$$

$$S_0 = 10 + 0.667 = 10.667$$

מחיר האופציה בהנפקה יהיה לכן:

$$C_0 = Z_0 - S_0 = 15 - 10.667 = 4.333$$

יש לציין שנייה זה מבוסס על ההנחה, הסבירה למדי, שה"דلتות" (נגזרות) לא משתנות מהותית בין ההנפקה למסחר. במידה וברצוננו הגיע לדיקות רב יותר, יש צורך להשתמש במודל הערכת אופציות (כמו למשל B&S).

(1) יש לשים לב להבדל בשימוש במושג "דلتא" כمبرטה רגישות (נגזרת), שהוא המונח המקובל בתורת האופציות לבן ההגדירה של Δ כمبرטה את סך השינוי בערך הכלול (לדוגמא: Δ מוגדר את סך השינוי בערך החבילה כולה בין ההנפקה למסחר). בהמשך נשטמש בסימונו הנגזרת עבור ה"דلتא" המוגדרת רגישות וסימונו Δ עברו סך השינוי בערך.

לצורך יישום הגישה המוצעת בדוחו"ת הכספיים ניתן להשתמש בהגדרות ובנגזרות, שתהיינה עקביות עם גיליי דעת מס' 48 של לשכת רואי חשבון, שבו יש חלוקה דיקוטומית בין Deep-in-the-money לבין כל השאר, כאשר הדלותה הרלוונטיות הן 1 עבור יחס מחיר מניה של 2 או יותר⁽¹⁾, ועבור יחס מחיר מניה נמוך מ-2 נקבע שהדלתה תהיה $\frac{S}{X}$, כאשר X הוא הערך הנוכחי של תוספת המימוש. הסתברות קלהה לימוש תיקבע כאשר יחס מחיר המניה נמוך מ-1. במקרה זה תיקבע הדلتא כ-0 (האופציה היא Deep-out-of-the-money).

חישוב מדויק של ערך דلتא דורש מודל הקובע את מחיר האופציה. המודל המקובל ביותר כיום לחישוב ערכי אופציות מסווגים שונים (כולל אופציות שחוויות מנפיקות) הוא המודל של Black & Scholes. מודל זה נותן גזורה את הדلتא המדויקת לייחס מחיר מניה שונים. כיוון שבאופציות ארוכות טווח (מעל שנה) משתנה הדلتא מעט בתגובה לשינוי מחיר המניה, הרי שטיעויות קטנות ביחס לערך הנוכחי של תוספת המימוש לא ישפיעו מהותית על חישובינו.

הבעיה העיקרית בכךון להשתמש במודל זה לצורכי קביעת הדلتא היא באמידת השינויים במחירי המניה. כאשר האופציות הן עם דلتא של 1 או של 0 אין לתנודתיות השפעה. הבעיה העיקרית היא כאשר מחירי המניות אינם רוחקים מהתוספת הממושת. ככלומר, $1 \approx X/S$. לשינויים, או טעויות, קטנים יחסית באומדן התנודתיות של המניה יש השפעה גדולה יחסית על הדلتא. בתנאים אלה, טעות בחישוב יחס מחיר המניה תגרום למסקנה שאופציה אינה רגישה כלל לשינויים במחירי המניה, בעוד שקיים מסתויימת לשינויים במחיר זה.

הערכת שווי מרכיבי החבילה מבוססת על שתי תוצאות: שווי התמורה במסגרת ההתקיף (כפי שנקבע בהנפקה) והשינוי בשווי החבילה (ومרכיביה) בין מועד ההנפקה לבין ימי המשחר הראשוניים בבורסה.

אם נרחיב את המסגרת, כדי לכלול אג"ח ואג"ח להמרה, נוסיף את ההגדרות הבאות:

השינוי בשווי האג"ח להמרה: אג"ח להמרה: אג"ח:	ההנפקה בBORSA	המחיר בחברה	המחיר ביום	שווי בימי	שיעור המסחר הראשוניים בBORSA
	CD_R	n_3	CD_O		
	D_R	n_4	D_O		

השינוי בשווי האג"ח להמרה:

במקרה של אג"ח להמרה השינוי בשוויו תלוי באופי האג"ח להמרה (סבירותות ההמרה):
סבירות המירה נמוכה – אין רגשות לשינוי בערך המניה בשוק (דומה לאג"ח):

$$\frac{\partial CD}{\partial S} = 0$$

$$(1) \text{ יחס מחיר המניה} = \frac{S}{X} = \frac{\text{מחיר המניה}}{\text{ערך הנוכחי של תוספת המימוש}}$$

$$\frac{\partial CD}{\partial S} = 1 \quad \text{הסתברות המרת גבואה - (דומה למנה)}$$

אג"ח להמרת מתנהג כמו מניה, בהתעלם מאפשרות היפויו.

בתוחום הבינים - רגישות לשינויים בשווי המניה: $1 < \frac{\partial C}{\partial S} < 0$
אג"ח להמרת בעל הסתברות מסוימת להמרת.

לצורך הבדיקה זו ובאופן עקבי עם מבחני סבירות ההמרת של גלי דעת 53 של לשכת זהאי
חשבון נקבע את התוחומים על פי יחס מחיר המניה של האג"ח כלהלן:

$$\text{יחס מחיר מניה} < 2 : \quad \frac{\partial CD}{\partial S}$$

(מחיר השוק של אג"ח להמרת מתנהג בדומה למנה)

$$\text{יחס מחיר מניה} > 1 : \quad \frac{\partial CD}{\partial S}$$

(מחיר השוק של אג"ח להמרת מתנהג בדומה לאג"ח, ללא רגישות לשינויים במחיר המניה).

$$\text{יחס מחיר המניה בתוחום} 2 - 1 : \quad \frac{\partial CD}{\partial S} = \frac{S}{2X}$$

$$\text{כאשר: } 1 < \frac{S}{2X} < 0$$

(מחיר השוק של אג"ח להמרת בעל רגישות מסוימת לשינויים במחיר המניה)

אם נרchieב את משווהה (2) לכלול גם אג"ח ואג"ח להמרת, נקבל:

$$S_0 = S_R - \Delta Z / (n_1 + n_2 \cdot \frac{\partial C}{\partial S} + n_3 \cdot \frac{\partial CD}{\partial S}) \quad (3)$$

הങזרות והשינוי ב-S נותנים לנו את ערכי שאר המרכיבים:

$$C_O = C_R - \frac{\partial C}{\partial S} \cdot (S_R - S_O) \quad (3a)$$

$$CD_O = CD_R - \frac{\partial CD}{\partial S} \cdot (S_R - S_O) \quad (3b)$$

$$D_O = D_R$$

להלן מספר דוגמאות:

דוגמה

חברת א.ב. הנפקה לראשונה לציבור ב-12/10/90 חבילת הכלולות:

- 1 מניה 1 ש"ח ע.ג.
 - 4 אופציות הנитетנות למימוש למניות ביחס 1:1 במשך 3 שנים. תוספת מימוש 4.5 ש"ח, צמודה למדד.
 - 2 אג"ח להמרה ניתנת להמרה. ל-2 מניות ל-5 שנים. האג"ח נשא ריבית של 10% לשנה.
 - 1 אג"ח 10 ש"ח ע.ג. נשאות ריבית שוק של 6% לשנה.
- מחיר החבילת (Z_O) ביום ההנפקה - 32 ש"ח.

מחירים שוק ביום המסחר הראשון בבורסה:

מניות רגילות	-	6	ש"ח למניה
אופציות	-	3	ש"ח לכל כתוב אופציה
אגרות חוב להמרה	-	8	ש"ח
אגרת חוב	-	10	ש"ח
שווי החבילת	-	1 · 6 + 43 + 28 + 10 = 44	

ערך נוכחי תוספת מימוש אופציה-4 (יחס מחיר מניה 1.5).
ערך נוכחי תוספת המרה אג"ח-3 (יחס מחיר מניה 2).

פתרונות:

שווי האג"ח ביום המספר הראשון הוא גם שווי האג"ח ביום ההנפקה, היינו 10 ש"ח, לפיכך שווי החבילה ללא אג"ח ביום ההנפקה 22 ש"ח, ובימי המספר הראשונים – 34 ש"ח.

האופציות עם יחס מחיר המניה של 1.5 רגישות לשינויים בשווי המניה

$$\frac{\partial C}{\partial S} = 6/(2 \cdot 4) = 0.75 \quad \text{לפי הנוסחה:}$$

אגירות החוב הניתנות להמרת רגישות לשינויים בשווי המניה לפי

$$\frac{\partial CD}{\partial S} = 6/(2 \cdot 3) = 1.0 \quad \text{הנוסחה:}$$

נחשב קודם את S_0 לפי נוסחה (3):

$$S_0 = S_R - \Delta Z / (n_1 + n_2 + \frac{\partial C}{\partial S} + n_3 \cdot \frac{\partial CD}{\partial S})$$

$$S_0 = 6 - 12 / (1+4 \cdot 0.75 + 2 \cdot 1)$$

$$S_0 = 6 - 2 = 4$$

נחשב את C_0 לפי (3a):

$$C_0 = C_R - \frac{\partial C}{\partial S} (S_R - S_0)$$

$$C_0 = 3 - 0.75 \cdot 2 = 1.5$$

נחשב את CD_0 לפי (3b):

$$CD_0 = CD_R - \frac{\partial CD}{\partial S} (S_R - S_0)$$

$$CD_0 = 8 - 12 = 6$$

$$D_0 = D_R = 10$$

לפיכך הרכב החבילה ביום ההנפקה:

$$Z_O = S_O + 4C_O + 2CD_O + D_O = 4 + 6 + 12 + 10 = 32$$

דוגמה 2

באותה דוגמא, אם נשנה את ההנחה של יחס מחיר המניה של אגרות החוב הניתנות להמרת
ל-1 (S/X = 1) נקבל

$$\frac{\partial CD}{\partial S} = \frac{S}{2X} = 0.5 \quad \text{כאשר:}$$

את משווהה (3) ניתן גם לכתוב כ:

$$S_O = S_R - \Delta S$$

$$\Delta S = \Delta Z / (n_1 + n_2 \cdot \frac{\partial C}{\partial S} + n_3 \cdot \frac{\partial CD}{\partial S})$$

נובע מכך:

$$\Delta S = 12 / (1 + 4 \cdot 0.75 + 2 \cdot 0.5) = 2.4$$

ופירוק מרכיבי החבילה במקרה זה:

$$(1) S_O = S_R - \Delta S = 6 - 2.4 = 3.6$$

$$(2) C_O = C_R - \frac{\partial C}{\partial S} \cdot \Delta S = 3 - 0.75 \cdot 2.4 = 1.2$$

$$(3) CD_O = CD_R - \frac{\partial CD}{\partial S} \cdot \Delta S = 8 - 0.5 \cdot 2.4 = 6.8$$

$$(4) D_O = D_R = 10$$

ופירוק החבילה לפי מרכיביה ביום ההנפקה:

$$Z_O = S_O + 4C_O + 2CD_O + D_O = 3.6 + 4.8 + 2 \cdot 6.8 + 10 = 32$$

(3) הנפקה לראשות משלבת

במקרה שלහן נניח, כי בנוסף להנפקה לציבור מוצעת הפirma הנפקה בדרך של זכויות לבני המניות הקיימים, באופן שכל המחזיק 3 מניות מקבל הזכות לרכישת חבילת שחרכבה:

1 מניה

8 אופציות

מחיר חביתה הזכות לבני המניות 10 ש"ח.

שווי מרכיבי החבילה הניתנת לבני המניות הקיימים נוצר מתוך הערצת מרכיבי החבילה בהנפקה לציבור.

לדוגמא, אם נשתמש בנתוני דוגמא 2 לעיל נקבל ששווי השוק של החבילה לבני מניות קיימים יהיה:

$$S_0 + 8C_0 = 3.6 + 8 \cdot 1.2 = 13.2$$

(הערה: מחירי המניות שבפנינו הם אקס זכויות).

לפיכך, מרכיב החטבה למניה, למחזיק שלוש מניות:

$$\frac{13.2 - 10.0}{3} = 1.07$$

ושיעור החטבה לכל בעל מניות:

$$\frac{1.07}{3.6 + 1.07} = 22.9\%$$

בצורה דומה ניתן לטפל גם בהנפקות משלבות אחרות. לדוגמא, כולל הנסיבות הנפקות לעובדים.

(4) חנפקה חוזרת לציבור

במידה והנפקת החבילה אינה הצעה ראשונה לציבור, הרי מחירי השוק של חלק ממרכיבי החבילה במועד ההנפקה נתונים. במקרה זה, נמצא במצב, לפיו ניתן להסיק את שווי השוק במועד ההנפקה על פי אחת משתי הדרכים הבאות:

1. בדומה להנפקת חבילה לראשונה ובהTELם ממחירי השוק של חלק ממרכיבי החבילה⁽¹⁾.
2. לקבוע חלק ממרכיבים על פי מחירי השוק ביום ההנפקה, ולגוזר את האחרים.

הגישה השנייה עדיפה מפני שהיא נותנת אינדיקציה מיידית לגבי מחירי השוק של המרכיב השחריר בחבילה. עם זאת, חשוב לציין כי, על פי מחקרים אמפיריים, נקבע שמחירי הנפקות חוזרות נוכחים בכ-5%-3% ממחירי השוק. לאור זאת, מוצעת גישה המשלבת את שתי הדרכים האמורות:

נקודת המוצא הינה הפעלת שיטת פירוק החבילה כפי שIOSMA בהנפקה לראשונה. יחד עם זאת, את התוצאה המתקבלת לגבי מרכיבי החבילה שנסחרים בבורסה נשווה עם שווי השוק שלהם במועד ההנפקה. אנו נגביל את הסטיה המרובה המותרת בין שווי השוק של ניירות ערך הסחרים לבין ערכם כפי שהתקבל בניתוח ל-10%, במידה והסתה עולה על 10% נקבע את שוויו של המרכיב האמור בחבילה על פי סטיה של 10%. השלמת שווי שאר מרכיבי החבילה תעשה בצורה פרופורציונית לשווים, כפי שנקבע בניתוח מרכיבי החבילה.

דוגמה

פירמה ג. ד. אשר מנויות נסחרות בבורסה החליטה על הנפקה נוספת באמצעות הנפקת חבילה הכוללת:

2. אג"ח ניתנת להמרה 10 ש"ח ענ. נושא ריבית מצטברת של 2% לשנה. כל אג"ח ניתנת להמרה למניה אחת בתום שבע שנים. ערך נוחי של הויתור בגין ההמרה – 7.6 ש"ח.

4. אופציות הניתנות למימוש בתום שלוש שנים מיום ההנפקה. תוספת המימוש 10 ש"ח צמודים למדד. ערך נוחי תוספת למימוש 8.2 ש"ח.

מניה רגילה אחת.

(1) ההתחשבות במחירי השוק תלויות בנסיבות השוק.

תמורת החבילה במסגרת התקין - 29 ש"ח.
שווי ניירות הערך הממוצע בשבוע המنصر הראשון -

מניה	11.1	ש"ח
אופציה	" 2.6	
אנג'ח להמרה	" 8.7	

לפיכך, שווי החבילה הממוצע בשבוע המنصر הראשון 38.9 ש"ח.
בדומה לשיטה הקודמת, נמצא מהלן את השינוי הנגור בניירות הערך ההמיירים כתוצאה
משינויים במחair המניה:

$$\frac{\partial C}{\partial S} = \frac{S}{2X} = 11.1 / (2 \cdot 8.2) = 0.68$$

$$\frac{\partial CD}{\partial S} = \frac{S}{2X} = 11.1 / (2 \cdot 7.6) = 0.73$$

פתרון שווי החבילה ביום ההנפקה על פי ערכיה הממוצע בשבוע המنصر הראשון הינו:

$$\Delta S = \Delta Z / (n_1 + n_2 \cdot \frac{\partial C}{\partial S} + n_3 \cdot \frac{\partial CD}{\partial S})$$

$$\Delta S = 9.9 / (1+4 \cdot 0.68 + 2 \cdot 0.73) = 1.9$$

$$S_O = S_R - \Delta S = 11.1 - 1.9 = 9.2 \quad \text{מכאן:}$$

$$C_O = C_R - \frac{\partial C}{\partial S} \cdot \Delta S = 2.6 - 0.68 \cdot 1.9 = 1.31$$

$$CD_O = CD_R - \frac{\partial CD}{\partial S} \cdot \Delta S = 8.7 - 0.73 \cdot 1.9 = 7.31$$

$$Z_O = S_O + 4C_O + 2CD_O = 9.2 + 4 \cdot 1.31 + 2 \cdot 7.31 = 29.06 \approx 29$$

השלב השני מחייב השוואת שווי השוק של המניות הסחריות ביום ההנפקה לתוצאה המתבקשת.
במידה ושווי השוק הוא ברמה של עד 10% סטייה מהתוצאה המתבקשת נשאר עם תוצאה זו.

לדוגמא – אם מחיר הבורסה של המניה הרגילה הוא 10 ש"ח הרי הסטיה קטנה מ-10% ואנו נשרים עם התוצאה שהתקבלה. אם, לדוגמא, מחיר השוק של המניה הוא 10.5 ש"ח, הרי נקבע את שווי השוק של המניה הרגילה ליום ההנפקה ל- $10.23 = 1.1 \cdot 9.3$ וזאת מפני שההצעה מגבילה את הסטיה ל-10% בלבד.

העלאת שווי השוק של המניה מחייבת, כמובן, הפחתה פרופורציונלית במרכיבים האחרים. קביעת שווי האופציה והאג"ח ההמירות תעשה לפי חלוקם היחסי בחבילה לפי הגישה הקודמת:

$$Z_O - S_O = 29 - 10.23 = 18.77$$

$$C_O = 18.77 \cdot \frac{1.31}{(29 - 9.3)} = 1.25$$

$$CD_O = 18.77 \cdot \frac{7.31}{(29 - 9.3)} = 6.96$$

$$Z_O = S_O + 4C_O + 2CD_O = 10.23 + 4 \cdot 1.25 + 2 \cdot 6.96 = 29.15 \approx 29$$

(5) הנפקות משולבות חוזרות

פיצול החבילה במקרה של שילוב הנפקה חוזרת לציבור עם הנפקה לבני מניות והנפקה לעובדים יהיה לפי התוצאות שנקבעו בהנפקה לציבור ולפי מרכיבי החבילה בהנפקות האחרות.

(6) הוצאות הנפקה

בשוליו הנושא העיקרי של העבודה, הקצתת תموית ההנפקה למרכיביה השונים של החבילה, ראוי לבחון גם את נושא הקמצאות הוצאות ההנפקה למרכיבים השונים.

בחינה שטונאית – שונות הטיפול בחוצאות ההנפקה בגין מרכיבי החון מהטיפול בחוצאות ההנפקה בגין מרכיבי התחייבות שבחבורה. הוצאות ההנפקה בשל מרכיב החון העצמי מופחתים מתמורה ההנפקה (לא באמצעות רוחה), ואילו הוצאות הנפקה בשל הנפקת התחייבות מהווים הוצאה נדחתה מופחתת לאורך חייו אגרת החוב.

מבחינת טיפול המש – הוצאות הנפקה המיוחסות לחון המניות, וכפי הנראה גם לאופציות, בחברה תעשייתית מופחתות על פי חוק ייזוד התעשייה (סעיף 5 ב') במשך שלוש שנים. הוצאות הנפקה בחברה שאינה תעשייתית אין מוכרות לצרכי מס.

הפרעון). ברור אפוא, שההकצתה שונה של הוצאות הנקפה עשויה להיות תוצאה מס' שונה.

באופן טבעי, יש להזכיר את הוצאות הנקפה בין המרכיבים השונים על פי אופי ההוצאה, הוצאות אשר ניתן לזקוף על פי בסיס יצרתן יזקפו למרכיבי החבילה השונים בהתאם (לדוגמא - דמי חיותם). מרכיבים אחרים יזקפו לפי מפתח סביר. בקביעת המפתח יש להתחשב גם בגורם הסיכון. ככל שהפריט מסוכן יותר כן הוצאות הנקפה בגין גבות יותר. לדוגמא - חתמים לוחכים עמלות גבות יותר ככל שהרכבת הנΚובה על האג"ח נסוכה יותר. המפתח הסביר ביותר הוא תמורה הנקפה של המרכיבים השונים. בהקשר זה ראוי לציין בעיה אפשרית והיא שווי התמורה אותה יש ליחס לאופציית, שכן שווי האופציה ביום הנקפה אינו מבטא את כל התמורה הפטונציאלית הנקפה וזאת מכיוון שבמקרה של שימוש התקבל בעtid תמורה נוספת בחברה. יש מקום להתייחס לתמורה עתידית זו, כפוף לאירועים מסוימים.

לעתינו, יש מקום להוסיף לתמורה מהנקפת החבילה את הערך הנוכחי הנקי של תוספת המימוש כשהוא מוכפל בפרמטר שיבטא את הסתברות המימוש. במידה והסתברות המימוש גבוהה (מתבטאת ביחס מחיר מניה גבוהה מ-2, בדומה לגילוי דעת 48) הרי נכון מלוא הערך הנוכחי של תוספת המימוש. במידה ויחס מחיר המניה נמוך מ-2 נחוץ בחישוב את הפראפרציה הבאה מהערך הנוכחי של תוספת המימוש, כביטוי לתמורה פוטונציאלית נוספת:

מחיר המניה
ערך הנוכחי \times 2
תוספת מימוש

ה. משקנות

הממצאים האמפיריים בעבודה זו מעידים כי פיצול התמורה בתשלkipים של הנפקות חביבה במשק הישראלי הינו שרירותי. לרוב, לא מיזחתת תמורה כלשהי לכטבי האופציה בחביבה, בניגוד לערכם הכלכלי על פי ערכי שוק, כגון הערך הנוכחי בידי המשחר הראשונים בבורסה. לאור חשיבות פיצול התמורה בחביבה לעניין הדיווח הכספי, המיסוי והעמייה בדרישות של רשות פיקוחות (כגון: המפקח על הבנקים, הבורסה לנירות ערך ומרכז ההשקעות) קיימת חשיבות לפיצול תמורה חביבה לפי ערכם האמתי. בעבודה זו אנו מציינים עקרונות夷ים למוגן רחב של הנפקות במשק הישראלי, תוך הצגת שיטות פיצול תמורה היושמה להנפקות לציבור או להנפקות המשולבות בהנפקות לעובדים ובהנפקות לבעלי מנויות קיימים. השיטה המוצעת מבוססת על ערכי השוק בידי המשחר הראשונים. הדוגמאות הכלולות בנספח לעבודה מעידות, בנוסף לממצאים לעיל, על חשיבות שיטת פיצול התמורה וишיותה בהנפקות מסווגים שונים במשק הישראלי. פיצול התמורה ישמש, בהנפקות המשולבות עם הנפקה לעובדים, גם לעניין קביעת ההתבה לעובדים, הכלולה בדיון מורחב בחלק השני של העבודה.

ו. הצעה לגילוי דעת בנושא הטיפול החשבונאי בהנפקות חכילה

(1) כללו

הנפקות באמצעות חכילת ניירות ערך הפכו לאמצעי נפוץ לגיוס הון בבורסה לנירות ערך בתל-אביב. הסוגיות החשבונאיות הנובעות מאמצעי זהן אופן פיצול תמורה ההנפקה לרכיבי החכילה, ויחסו מקביל של הוצאות ההנפקה לרכיבים אלו. מטרת הצעה זו הינה לשנות את המצב הנוכחי, בו, בהעדר כללים חשבונאיים מקובלים לטיפול בהנפקות חכילה, ייחס התמורה והוצאות ההנפקה למרכיבים השונים שירוטו וחסר כל בסיס כלכלי. הבסיס לטיפול המוצע בהצעה זו הינו מחיר השוק של רכיבי החכילה, אם ביום ההנפקה ואם ביום המשך הראשוניים. ההנחה היא, כי מחיר השוק מייצגים שווי כלכלי. ההצעה להן כוללת מספר מרכיבים אשר ישתלבבו בשיטות הטיפול הקיימות בגילוי הדעת האחרים של לשכת רואי חשבון ובמיוחד גילוי דעת 48 העוסק בטיפול בכתב או בכתב גילוי דעת 53 העוסק בטיפול באגרות חוב הניתנות להמרה.

(2) מטרת גילוי הדעת

מטרת גילוי דעת זה הינה לקבוע כללים לפיצול תמורה הנפקות חכילה לרכיבי החכילה השונים ולהיחס מתאים של הוצאות ההנפקה לאותם רכיבים. הטיפול החשבונאי באותו רכיבים ואופן הצגתם בדוחות הכספיים של החברה המנפיקת ושל חברת המחזיקה בניירות ערך אלו יעשו בהתאם להוראות גילוי דעת מס' 33 (כפי שתוקן על ידי גילוי דעת מס' 44), גילוי דעת מס' 48 וגילוי דעת מס' 53 של לשכת רואי חשבון בישראל.

(3) הגדרות

יום ההנפקה – התאריך בו יקבע פיצול תמורה ההנפקה לרכיבי החכילה. ככלל, זהו התאריך בו נקבע מחיר החכילה. למעשה, יקבע תאריך התشكיף כ"יום ההנפקה", למעט הנפקות המבוצעות בדרך של מכרז על מחיר החכילה. במקרה זה יום המכרז יהיה את "יום ההנפקה".
ימי המשך הראשוניים – חמישת ימי המשך הראשוניים בהם נסחרים במקביל לפחות כל רכיבי החכילה למעט אחד. במיניוון זה לא יכולו ימים בהם השער נקבע "קיימים בלבד" או "מורים בלבד".

יחס מחיר מניה – לגבי אופציונות כהגדרתו בגילוי דעת מס' 48.

– לגבי התחייבויות ניתנות להמרה: כהגדרתו בגילוי דעת מס' 53.

בגישות – רגשות מחיר נייר ערך נגור לשינויים במחיר נייר הבסיס שלו.

דלתא (Δ) – שינוי בשווי בין יום ההנפקה לבין ימי המשך הראשוניים.

(4) עקרונות לפיצול תמורה הנפקת חבילת לרכיביה

1) פיצול תמורה הנפקת חבילת לציבור

א) פיצול התמורה בהנפקות בראשונה

בhnפקות חבילת של "חברה חדשה" קיימים, למעשה, מחיר החבילת בלבד ואין נתוני שוק לגבי מרכיביה. תמורה הנפקה כזו תפוצל באמצעות יחס התמורה לפי מחירי ניירות הערך בימי המסחר הראשונים בבורסה. למעשה ניתן ליחס שווי הוגן לכל הרכיבים למעט אחד, כאשר שוויו של זה ייגזר כשארית שווי החבילת.

ב. הנחות ותדרות:

א. ערך אגרות חוב לא משתנה באופן מהותי בין ימי המסחר הראשונים ליום ההנפקה (או שינוי בשערוי הרבית במשך התקופה זו).

ב. רגישות ניירות ערך נגזרים לשינויים בשווי נייר הערך הבסיסי (המניה) אינה משתנה באופן מהותי בין יום ההנפקה לבין ימי המסחר הראשונים.

ג. רגישות ניירות ערך נגזרים לשינויים בשווי המניה – תקיע, בהתאם ליחס מחיר המניה המוגדר בג"ד 48 לגבי אופציות ובג"ד 53 לגבי התcheinויות המירות.

יחס מחיר מניה גדול מ-2 משמעו רגישות מלאה (100%) לשינויים במחירים המניה.יחס מחיר מניה נמוך מ-1 משמעו חוסר רגישות לשינויים במחירים המניה. בתחום הבינים תוגדר הרגישות לפי הפרופורציה: 2/יחס מחיר מניה.

2. אופן הפיצול:

מחיר המניה ביום ההנפקה, יקבע לצורך הפיצול באמצעות הנוסחה הבאה:

$$S_O = S_R - \Delta Z (n_1 + n_2) \frac{\partial C}{\partial S} + n_3 \frac{\partial CD}{\partial S}$$

מחיר האופציה ביום ההנפקה ייקבע בהתאם לשינויים בשווי המניה ($S_O = S_R - \Delta S$):

$$C_O = C_R - \frac{\partial C}{\partial S} \cdot \Delta S$$

במקביל יקבע גם מחיר האג"ח המירות ביום ההנפקה:

$$CD_O = CD_R - \frac{\partial CD}{\partial S} \cdot \Delta S$$

מחיר אגרות חוב בחבילת ביום ההנפקה יהיה זהה למחרין ביום המסחר הראשונים:

$$D_O = D_R$$

- כasher:
- מחירי המניה ביום ההנפקה ובימי המסחר הראשונים, בהתאם.
 - S_R-S_O
 - מחירי האופציה ביום ההנפקה ובימי המסחר הראשונים, בהתאם.
 - C_R-C_O
 - מחירי אגרת החוב הימיריה ביום ההנפקה ובימי המסחר הראשונים, בהתאם.
 - CD_R-1CD_O
 - מחירי אגרת החוב ביום ההנפקה ובימי המסחר הראשונים, בהתאם.
 - D_R-1D_O
 - השינוי במחיר החבילה (כפי שמחושב על ידי צירוף ערכי רכיביה) בין יום ההנפקה לבין ימי המסחר הראשונים.
 - ΔZ
 - רגישות מחיר האופציה לשינויים במחיר המניה.
 - $\frac{C}{S}$
 - רגישות מחיר האג"ח הימיריה לשינויים במחיר המניה.
 - $\frac{\partial CD}{\partial S}$
 - 1מ' 2מ' 3מ' - מס' המניות, כתבי האופציה והאג"ח להמרה בחבילה, בהתאם.

(ב) פיצול התמורה בהנפקות חוזרות

במידה והנפקת החבילה אינה הצעה ראשונה לציבור, הרי מחירי השוק של חלק ממרכיבי החבילה (לפחות) במועד ההנפקה, נתונים. פיצול תמורה החבילה לרכיביה יעשה, במקרה זה, תוך שימוש בשיטת פיצול הדומה לשיטת פיצול הנפקה לראשונה, אך בהתחשב במחירי השוק ביום ההנפקה.

היעיקרון לעיל יושם על ידי השוואת תוכאות חלוקת התמורה לפי השיטה המוצעת בהנפקות לראשונה, לערך השוק של מרכיבי החבילה שנסחרו ביום ההנפקה. הסטייה שתותר ממłów השוק לא עלה על 10%. סטייה גבוהה יותר תותוך על ידי קביעת שוויו של הפריט על פי סטייה של 10% (חייבית או שלילית, לפי העניין) מהערך המוחשב.

כמובן שתיקון ערך מרכיב אחד בחבילה חייב תיקון שוויו של המרכיבים בחבילה באופן פרופורציוני לשווים, כפי שנקבע בניתו שווי מרכיבי החבילה.

(2) הטיפול בהנפקות משלבות

הנפקות לציבור המשולבות בהנפקות בדרך של זכויות לבני המניות ו/או בהנפקות לעובדים מחייבות התייחסות לסוגיות נוספות:

א) יחס התמורה למרכיבי הנפקות ה;zפויות ו/או ההנפקה לעובדים
בדרך כלל, ילו הנפקות כאלה במרכיב הﻄבת. מרכיב הטעבה ימדד באמצעות השוואת השווי ההוגן של החבילה שהוצאה לבני המניות או לעובדים למłów שנדרכו תשלום בעבורה.

קביעת התמורה ההוננת, וכן היחס לרכיבי החבילה תיעשה לפי ערכי מרכיבי החבילה שנקבעו בהנפקה לציבור. במידה וחבילה לב的日子里 המזמינים או העובדים מכילה רכיבים שונים מ אלה שהוצעו לציבור, יקבע השווי ההונן של הרכיבים הללו בהתאם לציבור לפי ערכם בהנפקה לציבור ואילו שאר הרכיבים יהיו שארית.

ב) התיקשות ליום האקס בהנפקת זכויות

הנפקה בדרך של זכויות תביא לשינוי מחיר נירות הערך המזמינים ביום האקס⁽¹⁾. מובן כי ככל שמרכיב הטעבה יהיה גדול יותר, יהיה השינוי חד יותר. מסיבה זו ניתן עיון ביחסו את ערך רכיבי החבילה המוחשב בהנפקות הזרות לערך ביום ההנפקה, וזאת אט יום ההנפקה חל לפני יום האקס לעניין הזכויות. מודגש כי, במקרה זה, ערך השוק אליו ישווה הערך המוחשב כאמור ב-(2) לעיל יהיה מחיר הבורסה אקס זכויות. עם זאת, במידה ויום האקס חל לאחר מעלה משובעים מיום ההנפקה, תהיה התיקשות להנפקה כל הנפקה לראשונה.

(5) הטיפול בהוצאות הנפקה של הנפקות חבילה

- 1) חשיבות יחס הוצאות הנפקה לרכיבי החבילה השונים נוגעת הן לעניין הדיווח החשבוני והן לעניין מס. הטיפול החשבוני השונה בהוצאות הנפקה המוחסנת להון ולהתחייבויות מחיבב חלוקה הוננת של הוצאות אלו.
- 2) הוצאות הנפקה יוקטו בין הרכיבים השונים על פי אופי ההוצאה. הוצאות אשר ניתן לזמן על פי בסיס יצירתן יזקפו לרכיבי החבילה השונים בהתאם (לדוגמא - דמי חיטוט).
- 3) הוצאות אשר לא ניתן ליחס ישירות לרכיבים השונים יזקפו, עקרונית, יחסית לתמורה שיוכחה להם בפרק תמורה החבילה למרכיביה.
- 4) התמורה הוננת שיוכחה לכתבי האופציה תוכנן לצורך יחס הוצאות, שכן שווי האופציה ביום ההנפקה אינו מבטא את כל התמורה הפוטנציאלית בהנפקה, וזאת מפני שבמקרה של מימוש התקבל בעתיד תמורה נוספת בחברה. תמורה עתידית זו אינה ודאית (כפופה למימוש האופציה) ולכן יתוסף הערך הנוכחי של תוספת המימוש כשהו מוכפל בהסתברות המימוש המוצגת על ידי רגישות האופציה לשינויים במחיר המניה כפי שחושבת לצורך פיצול תמורה החבילה למרכיביה (S/C/6).

(1) יום האקס הינו יום המסחר בבורסה, בו המחזיקים בנירות הערך המזמינים יכולים לקנותם המוצעת.

3. הנפקות לעובדים – דיוון נסף

א. הציגת הנושא

(1) כלל

ההנפקות לעובדים בבורסה של תל-אביב נכללות, רובן כמובן, במסגרת הנפקות משלבות ולפיכך הבעיות הבסיסיות בקביעת שווי מרכיבי ההנפקה אינן שונות מהבעיות בהן דנו במסגרת הדיוון הכללי על הנפקות משלבות. יחד עם זאת, בהנפקות לעובדים קיימות ייחודיות הן במטרות והן בתכונות מרכבי ההנפקה. שיתוף העובדים במניות, על ידי מתן אפשרות לרכוש מנויות ואופציות בתנאים נוחים, נהוג בארצות הברית ובאירופה במשך כ-30 שנה. שיטה זו קיבלה תאוצה רבה בשנים האחרונות, לרבות מעמד מס מיוחד במרבית הארצות.

הספרות הכלכלית דנה בהרחבה בניגודים הקיימים בין האינטרסים של בעלי המניות בחברה ומנהלים, ובכלים הדרושים על מנת לצמצם ניגודים אלו. הכלים העיקריים המקובלים הינם שיתוף העובדים ברוחים ובעלות באמצעות מענקים והנפקות מיוחדות של מנויות ואופציות.

סקרים שנערך בארה"ב (Larcker 1983) הראו שכ-85% מהחברות הגדולות אימצו זה מכבר תוכניות תיגמול המבוססות על מתן אופציות לעובדים. המבנה הטיפוסי של תוכנית מעין זו מבוסס על מתן אופציות למנהלים ו/או העובדים לרשף מנויות במחיר הקרוב, בדרך כלל, למחיר המניות ביום הקצאת האופציות. בינווד לאופציות הרגילות הנשחרות בבורסה, אופציות אלה ניתנות למימוש רק בתום תקופה מסוימת ("תקופת חסימה").

בספרות האקדמית התגennaה בסיס תיאורטי רחב והוצעו ממצאים אמפיריים רבים להסבירות שיתוף העובדים בעלות וلتרומה שיש לשיתוף זה להזדהותם עם החברה.

(2) השפעות תוכניות תגמול באמצעות הנפקת ניירות ערך על תיוקן מנהלים

א. יצירת תמרץ למנהלים

מאז מאמרם החשוב של Jensen and Meckling (1976) נטען רבות בדבר הצורך לדרבן מנהלים למאץ ועל הבעיות הנובעת מיכולת המנהלים לבזבז משאבים. מתן אופציות למנהלים הוכח על ידי Haugen and Senbet (1981) ככלי יעיל לצמצום חוסר הייעולות בגין ניגודי האינטרסים בין בעלי המניות לבין המנהלים. מחקרים אמפיריים בדקו את תגובת השוק לשינוי תוכניות הפיצוי למנהלים ואת הקשר בין הפיצוי למנהלים לבין ביצועי החברות. מספר דוגמאות מובאות להלן:

Murphy ו-Coughlan and Schmidt (1985) מצאו שלשינוים בתגמולי המנהלים יש קשר חזק ומובהק עם שינוי מחיר המניה באותה שנה. Leonard (1990) בוחן מוגם של חברות אמריקאיות גדולות בשנים 1981–1985, ומתוך שחברות שהניבו תוכניות תיגמול ארוכות טווח אכן התאפינו בשיעורים גבוהים במיוחד של תשואה על הון המניות. נמצא נספחים על הקשר בין תוכניות התגמול למנהלים והמאץ המשקע על ידם נמצאים במאמרו של Larcker (1983). מחקר זה מראה כי חברות אשר אימצו תוכניות תמריצים למנהלים הציגו בשנים העוקבות גידול מובהק ברמות ההשקעה. כמו כן תגובה שוק המניות הייתה חיובית.

ב. פתרון בעית קוצר תקופת התקנון (Myopia)

קיימים חשש שמנהל יאמץ מדיניות ניהול אשר תעדר תוצאות טובות בטוחה הקצר על פני שיקולי הטווח הארוך. בסיס מדיניות זו עומד הצורך המתמיד של המנהל "להוכיח את עצמו". מובן שמנקודת ראות המשקיעים עלולה גישה זו להביא לעות בהקצתה המקורות. נושא זה נדון בהרחבה בספרות הכלכלית. Hagerty, Ofer and Siegel (1990) הראו שהבעיה קיימת בעיקר בחברות עם מרכיב גבוה של מחקר ופיתוח וכן בחברות רבות ערך במוניטין (חברות בעלות פוטנציאל צמיחה גבוהה). המחברים הוכחו, אמפירית, קשר חיובי מובהק בין השקעה במומ"פ (או צמיחה) לבין מידת השימוש בתוכניות תגמול לטווח ארוך (בדרכם של הנפקת מניות ואופציות למנהלים). מסקנה דומה נובעת גם מהמודל התיאורטי של Stoughton and Talmor (1991).

ג. הקטנת רתיעה המנהלים מסיכון

קיים ממצאים אמפיריים המוכיחים כי מנהלים פועלים תחת חוסר רצון לקחת סיכון, שכן כך גדים סיכויים להיות מפורטים (ראה, לדוגמה, Amihud and Lev (1981)). החזקת אופציות ומניות על ידי עובדים עשויה לצמצם את רתיעת המנהלים מלקחת סיכון שכן ערך המניות והאופציות שבידם עולה עם עליית הסיכון⁽¹⁾.

(3) השוואת תמריצים באמצעות הנפקות ניירות ערך לתמריצים כספיים

אחרים

מכשורי התמריצים המקצועיים: הנפקת מניות, הנפקת אופציות ובונוסים כספיים כפונקציה של רוח דומים מבחינה כלכלית, אך קיימים מספר הבדלים משמעותיים ביניהם:
א. לבונוסים כספיים על בסיס התוצאות החשבונאיות ישנו חיסרון הנובע מכך שלמנהל נוצר תמרץ לבחור בשיטה חשבונאית שתבטיח להם את התגמול המרבי (Healy (1985)).

(1) ראה לדוגמה Haugan and Senbet (1981), הממצאים האמפיריים על ידי Agrawal & Mandelker (1987) וכן Defusco, Johnson & Zorn (1990) המראים של מדיניות של תוכניות פיצוי למנהלים השפעה בכיוון של הגדלת סיכון על ידי הפירמות שאימצו מדיניות זו.

מכאן היתרונו במניות ובأופציות המספקות קשר מדויק יותר בין הבונוס לעובדים לבין רוחות הבעלים. כמו כן, מניפולציה של מנהלים להשגת תתרץ מוגבלת יותר בשיטות אלו, וכן הממצאים האמפיריים של Murphy (1985) מראים כי תוכניות תתרץ המבוססות על מחירי בורסה נמצאו בעלות תגבות שוק גבוהה יותר.

ב. הנפקת אופציות למנהלים מהויה כלי יותר לעידודם לכובן הגדלת הסיכון מאשר שימוש במניות לאותה מטרה. זאת משום שערך האופציות רגיש יותר לעליית הסיכון, ולכן הוא עולה במקביל להגדלת הסיכון.

ג. לסום, נDIGISH שתוכניות התגמול ארוכות הטווח (מניות ואופציות) אינן צרכות לבוא במקום התגמול בטוחה הקצר, אלא בנוסף, ככלי משלים. השימוש הנרחיב בתוכניות התתרץ המקובלות בארץ הברית ובאירופה הותיר בעיות חשבונאיות רבות אשר בחלקן עדין לא נפתרו. חלק זה נתיחס לעביעות אלו.

(4) הצגת הסוגיות הקשורות בהנפקות לעובדים

לכאורה, אין הנפקות לעובדים שונות מהනפקות חבילה לציבור. בפועל, קיימים שונים מהותיים ביניהם עקב החותה ההנפקות לעובדים חלק אינטגראלי מיחסו עובד-מעביך. בדרך כלל, ניירות ערך המונפקים במסגרת הנפקה לעובדים נמכרים במחיר הנמוך משווים הכלכלי והפער מהויה חלק מהפייצוי לעובדים. לפיכך, בניגוד להנפקה לציבור, מחיר ההנפקה לעובדים אינו משקף בהכרח מאשר בינה מרצון לבין מוכר מרצון בתנאי שוק וגילים.

מרבית ההנפקות לעובדים בישראל מונפקות במשולב עם הנפקה לציבור ו/או לבני מניות קיימים במסגרת תשקיף אחד. מרכיבי ההנפקה לעובדים עשויים להיות שונים מרכיבי ההנפקה לציבור. עם זאת, חלוקת השווי למרכיבי החבילה לציבור אמרור לבטא גם את שווי השוק של מרכיבי החבילה לעובדים. יחד עם זאת, מאופיינות ההנפקות לעובדים באלמנטים יהודים (בעיקר מתן הלוואות וחסימת ניירות ערך).

הלוואות נועדו לשיער לעובדים לממן את רכישת חבילת המניות, והן בדרך כלל מסובסדות. מרכיב בסיסוז בהלוואות ניתן לטפל בנפרד מהערכות שווי מרכיבי החבילה. למעשה, זו גם הגישה אותה אימצו שלטונות מס הכנסת בישראל (סעיף 3(ט) לפקודה), כאשר על הלוואות מסובסדות לעובדים נזקפה לעובד הכנסתה רעונית בגובה החטבה, בדומה להלוואה לעובדים לכל מטרה אחרת. חסימת ניירות ערך באה להבטיח את החזקתם בידי העובד וכפועל יוצאה מכך את התוצאות הנילוות לחזקה זו (הגברת מוטיבציה וצמצום ניגודי העניין בין הבעלים לבין העובדים). תוצאה לוואי של חסימה זו הינה ערך כלכלי נמוך יותר של ניירות הערך אותם

מקבלים העובדים. יש לנקח בחשבון השפעה זו בקביעת השווי הכלכלי של התמורה אותה מקבלים העובדים.

הנפקות חביבה לעובדים מעוררות, בנוסף לבעה הבסיסית של הקצאת התמורה והוצאות ההנפקה בין מרכיבי החביבה, שאלות נוספות של התייחסות למרכיב ההטבה או הפיזוי לעובדים.

ב. היבטים חשבונאיים בטיפול בהנפקות לעובדים

(1) כלל,

הנושא של הנפקות לעובדים נדון בהרחבה בגilioי הדעת בארצות הברית, הנושאים העיקריים הנדונים בגilioי דעת אלה הינם:

- קביעת קיום הטבה לעובדים ורישומה החשבונאי.
- ייחוס התמורה לתקופות דיווח כספי.
- מהות הענקת אופציות לעובדים (התמחיבות או הון).

שני נושאים נוספים אשר אינם נدونים בגilioי דעת אלו אך מחייבים דיון הינם: הטיפול בחוזאות ההנפקה המיויחסות והשפעת החסימה על השווי הכלכלי. להלן התיחסות גilioי הדעתbara בארה"ב לסוגיות חשבונאיות לעיל:

(2) קביעת קיום הטבה לעובדים

ARB#43 בפרק B-13 קבע כלליים מוחדים לטיפול בהנפקת אופציות לעובדים. כלליים אלה היו בתוקף עד שהותאמו מחדש על ידי APB#25.

APB#25 מתייחס לכל התוכניות בבחן ניירות ערך של החברה המעבירת מונפקים לעובדים, או שנקבע פיצויי כספי בהתחשב במחיר השוק של המניות או בשינוי מחיר השוק של המניות. חן ARB#43 APB#25 עורכים הבחנה בסיסית בין תוכניות אשר נחשבות במפעצות (כוללות הטבה), הינו מטילות על הארגון עלות החזקת מניות על ידי עובדים בכירים, לבין תוכניות אשר אינן מפעצות (אין כוללות הטבה), ובאותה החלטה החזקת מניות על ידי עובדים בכירים. לפי המבחן שנקבעו, תחשב תוכנית הנפקה לעובדים כמפעצת אלא אם כן היא מלאת אחר ארבעת התנאים הבאים (Paragraph 7):

- 1) כל העובדים במשרה מלאה, אשר עובדים בתקופת תעסוקה מינימלית, יכולים להשתתף בתוכנית (ניתן שלא לכלו עובדים - מנהלים).
- 2) התוכנית מוצעת לעובדים באופן שווה כאחוז משכram.
- 3) המועד המקסימלי לימוש האופציות מוגבל בזמן סביר.
- 4) ההפחתה מחיר השוק אינה גבואה מזו הכלולה בהנפקה לציבור.

במידה וכל התנאים מתמלאים נחשבת ההנפקה כלל מפעצת.

ARB#43 בסעיף 11 מוסיף את הקביעה שההוצאות של הנפקת מנויות לחברה יכולה להמודד בצורה הטובה ביותר על ידי השוואת של מכירה דומה בשוק החופשי. למעשה, מצין גילוי הדעת האמור שתி בעיות מדידה של עלות הפizio.

- (1) קביעת המועד למדידת עלות הפizio.
- (2) שיטת המדידה (ARB#43 סעיף 12) – גילוי הדעת מציע את הפער בין מחיר המניות לבון תמורה המימוש של האופציה.

APB#25 בסעיף 10 קובע: קביעת גובה הפizio אמורה להתבסס על מחיר השוק ביום מדידת עלויות הפizio. המדידה תתבסס על מחירי השוק ביום מדידת הפizio⁽¹⁾, כקרוב למחיר השוק של המניות. בהדרך מחירי שוק יש למצאו מדדים הקרובים למחירי השוק.

הזמןה לתגבות של ועדת המשנה של ה-FASB התייחסה בהרחבה למגוון נושאים הקשורים בקביעת גובה הפizio.

התנאים לקיום פizio בתכנית – בוגוד לפizio עובדים במזמן, הרי בפizio עובדים במניות קיים קושי בקביעת סכום הפizio, אך אין מנוס מקביעת שווי השוק ההווגן. הכללים לקביעת קיומו של הפizio, אשר נקבעו ב-APB#25, מקובלים גם כאן.

עתידי קביעת גובה הפizio – שתי גישות בסיסיות התפתחו לסוגיה זו:
grant date accounting – (מועד מתן ההצעה) – השוואת שווי השוק לתוספת המימוש ביום מתן האופציה.
exercise date accounting – (מועד מימוש ההצעה) – השוואת שווי השוק לתוספת המימוש במועד מימוש האופציה.

התומכים בגישה מועד הענקת ההצעה כעתידי למדידה מצדיקים גישתם בכך, שההתקשרות בין הצדדים מבוססת על אינפורמציה הידועה ביום הקצת האופציה. אירועים שלאחר יצירת התחייבות לפizio אינם אמורים להיות קשורים לגובה הפizio. כן Natürlich, שבדומה למכירת כל מוצר אחר בתמורה למניות, גובה התמורה הנאות ראוי שיקבע לפי שווי ניירות הערך ביום הקצתם וקבעתם, גישה זו מונעת הצורך להשמש נתונים עתידיים, וכן מונעת תנודות בלתי רצויות של הרוחניות המדווחת, כתוצאה משתנים במחירי השוק של המניות.

לעומת זאת, הגישה הדוגלת במידידה ביום מימוש האופציה נתמכת בהיות התחייבות להנפיק אופציות לעובדים התחייבות מותנית עד מועד המימוש. רק אז ידוע שווי השירות המתkeletal, וזה גם המועד בו הסכומים המעורבים ידועים בודאות, לרבות שווי השוק.

APB#25 תמק בעיקרן בגישה "מועד ההצעה" (grant date), וזאת בעיקר כדי להימנע

(1) יום מדידת הפizio. התאריך הראשון בו ידועים הן מספר המניות או האופציות המוצעת והן מחיר האופציה.

מהשפעות אי הودאות שנדונו לעיל. קביעת גובה הפיצוי במועד הענקת האופציות אפשרי בתוכניות בהן מספר המניות המוצעות ומחיר המימוש ידועים במועד זה. באוטם מקרים בהם מספר המניות המוצעות או המחיר אינם ידועים הרי יש לקבוע את מועד קביעת גובה הפיצוי קרוב ככל האפשר למועד הענקת האופציות. נושא זה נשאר בחלוקת.

הapon בו יקבע גובה הפיצוי

קביעת גובה הפיצוי נוצרת גם היא מהגישה הבסיסית לעניין העיתוי:

תחת גישת מועד המימוש, יקבע הפיצוי כשווי השוק של המניות ביום המימוש בגין תוספת המימוש שנקבעה והמחיר המקורי ששולם עבור האופציות.
קביעת שווי פיצוי בגישה מועד ההטבה – אפשר שתעשה במספר דרכים:

- ההפרש בין שווי השוק ההוגן⁽¹⁾ במועד ההטבה לבין התשלום הנידרש עבור האופציות בתוספת תוספת המימוש המהוונת.

- קביעת שווי מינימום כשווי השוק ההוגן בהתחשב בערך הנוכחי של תוספת המימוש.

- קביעת שווי ההטבה באמצעות מודלים להערכת שווי אופציות.

- מדידת שווי שכר הוגן, (מדידת השכר שהאופציות מהוות לו תחליף).

- מדידה חיצונית (על ידי מומחה).

- **התיחסות לפיצוי המציג** – הפיצוי לעובד מהוועה התיחסות בעיקר כאשר התוכנית כוללת פיצוי במזומנים. על פי הכללים שנקבעו ב-APB #25, מחייב השינוי להוצאות בתקופת השינוי.

תחת גישת מועד ההטבה (grant date) – גישה אחת טוען שהחל ממועד הצעת האופציות כל שינוי במחיר השוק מקומו בהון ולא ברוחה והפסד (מעבר להוצאה הראשונית ווברת כל תמורה להון). גישה נגדית היא, שכל הפרע בין ערך הפיצוי ביום מתן ההטבה לבין ערכו ביום מימוש האופציות מבטאת עלות עבודה, שכן הפיצוי הנוסף הוא תוצאה של השגים (שגביהם ניתן לעובדים פיצוי).

למעשה, הנושאים שהוועלו מורכבים אף יותר, וזאת מושם שהרלוונטיות שלהם לתוכניות הרבות הקיימות שונה מהותית.

(1) בקביעת שווי השוק ההוגן ישם מספר גורמים, המוניים ב-APB #25, אשר יש לנקח בחשבון, כגון: חסימת מנויות, העדרعمالות רכישת, סיכון, השפעות מס ומגבלות של רשות ניירות ערך על סחר פנים. אין ספק שהנושא המהותי ביותר הוא חסימת ניירות הערך, אשר ידוע בהמשך.

(3) הקצתה עלויות העבודה לתקופות דיווח כספי

קבע, כי את הפיצוי לעובדים יש להקצתה על פני תקופת השירות אשר נראה מתאימה לפי העניין ("seems appropriate in the circumstances"). כלל זה אומץשוב ב-APB#25. הבחנה המעשית בהבקרה 28 של ה-FASB היא בין: "fixed award plans" – כאשר מספר המניות ותוספת המימוש נקבע מראש במועד החטבה, לבין "variable awards" – כאשר הנוסחה לקביעת שווי החטבה משתנה ועל כן יש לעדכו בתום כל תקופת דיווח. על פי הבקרה 28 הוצע, כי במקרה של תוכנית משתנה יש להקצתה להוצאות את השינוי (עדכו) בעלות התוכנית מדי תקופה. במידה ובמשך תקופת התוכנית (בין הענקת האופציות לבין מועד מימושן) זכות העובד פוקעת (לדוגמא, התפטרות מהעבודה), או אינה מנצלת (עלבון תנאי השוק), הרי יש להפחית את הוצאות הפיצוי בגובה הקטנת הועלויות.

למעשה, מרכיבת סוגיית הקצתה עלויות הפיצוי לעובדים משתי שאלות:

א. קביעת התקופה הרלוונטית להקצתה עלויות.

ב. קביעת מدد להקצתה הועלויות בין התקופות.

למעשה, קיימות ארבע חלופות לקבעת תקופת השירות הרלוונטית לצורך הקצתה הועלויות:

- שירותים לפני הקצתה האופציות – כמובן, האופציות הן פיצוי עבור שירות שנתקבל לפני שהאופציות הוענקו. במקרה זה תחייב מלא ההוצאה לרשות והפסד מיד. היתרונו הבולט בגישה זו נוצר בכך שטיפול זה הוא אובייקטיבי ונitin לקבעה מדויקת.

- שירותים במשך התקופה הקובעת לואופציה (זכות חוקית) לאחר הענקתה. גישה זו מבטאת את העבודה שיטת התמרץ פועלות במשך התקופה הקובעת לזכות לאופציה (לדוגמא כדי שעובד יהיה זכאי לאופציה, הוא נדרש לעבוד שנתיים לאחר הענקתה), וזאת ללא קשר לתקופה בגיןה היא הוענקה. תקופה זו מוגדרת והיא הכרחית לשם קבלת החטבה.

- שירותים העובד במשך התקופה הנדרשת כדי לאתומו לאופציות במסגרת התוכנית (לפני הענקת האופציה).

- שירותים העובד במשך התקופה שבין הענקת האופציה ובין מימושה. או למעשה התקופה המלאה

של תמרוץ העובד, שכן תרומתו תשפייע על שווי האופציה במשך תקופה זו.

הकצתת העלות במשך התקופה יכולה להיעשות במספר שיטות:

בשיטת מועד הענקת האופציות (בהתחשב בכך שמספר האופציות ותוספת המימוש נקבעו):

- שיטת קו ישר.

- באופן עולה או יורץ על פי הענקת השירות.

בשיטת "מועד המימוש":

- mark to market: השוואת שווי השוק ותוספת המימוש בכל תקופת דיווח.

- מיצוע (averaging method): קביעת שווי ההטבה בתום כל תקופה והקצתתה באופן ממוצע על פני תקופת השירות.

- קביעת אומדן מחיר עתידי וממנו גזירת עלותה הכלולות של ההטבה. עלות זו תוקצת לארך תקופת הדיווח.

כל אחת משלוש השיטות המוצעות ניתנת ליישום תוך שימוש בערך הנוכחי נקי של תוספת המימוש.

אחד מביעות המשנה בטיפול בהנפקות אופzieות לעובדים היא סוגיית הטיפול באופציות אשר לא מומשו. נראה שהתשובה תלויות במידה רבה בשיטה החשבונאית הנהוגה:

אם נקבע הפיצוי במועד מתן ההטבה, אין מקום לשנות את עלות ההטבה כתוצאה ממימוש או אי מימוש האופציה. מנגד, ראוי לתקן עלות זו במקרה בו נקבע הפיצוי ביום מימוש הזכות.

בקשר זה חשוב גם הסיבה לאי המימוש – אם כתוצאה מפיורי העובד, ראוי לתקן את ההטבה. במידה ומקורו בירידת מחירי המניות, אין צורך לתקן אחרת.

(4) מהות האופציות לעובדים – התחתיות או הון

הנושא של מהות האופציות לעובדים נדונה ב-Discussion Memorandum אשר פורסם בשנת 1990 ע"י FASB. מזכיר זה דן בשתי גישות לנושא:

גישת הון – (ס' 126) על פייה רואים מכירת מנויות במחיר הנموך ממחיר השוק העברת הון בין בעליים שונים, ולפיכך נחשבת כפעולה הונית ללא כל השפעה על רווח והפסד.

גישת התחתיות – על פי גישה זו, אופציה למכירת הון במחיר נמוך משווי השוק מהוועת התחתיות, שכן, מעשית, נדרשת הפירמה ביום המימוש להעביר חלק מנכסיה לרוכשים (לכוארה בוצעה ההנפקה במחירים שוק, ובשלב השני על הפירמה לשלם עבור התחתיות זו).

הבדל העיקרי בין שתי הגישות הוא ברווח הנקי המדווח ולא בגובה הון. על פי גישת הון הפער בין התמורה להקצתה לבין המחיר התיאורטי של ההקצתה אינו נמדד כהצאה אלא כהפתחת הון (ההעברת הון בין בעלי מנויות הקיימים לבין בעלי המניות החדשים – העובדים). על פי גישת התחתיות יכול דו"ח רווח והפסד את הרווח או הפסד אשר נוצר כתוצאה מהනפקה במחיר הנמוך מן המחיר התיאורטי. לעומת זאת, תרשם ההנפקה במחיר המלא.

חייב החוצאה לרווח והפסד ורישום התחתיות יתבצעו ביום הענקת האופציות.

גירסה אפשרית לגישת התחתיות היא הצגת האופציות כתחתיות עד לנקודת הזמן בה שווי הון העצמי עולה על התחתיות בסכום משמעותי, ובשלב זה להפוך אותה להון עצמי, מבלי להמתין למימוש בפועל (כלומר, אופציה Deep-in-the-money תחשב כמניה). זה יחייב, כמובן, רישום חייבים בשל מנויות והנפקה בגובה שווי המימוש. שאלת מעשית המתעוררת היא מהו אופן הטיפול אם בסופו של דבר האופציה לא תמומש, או שמחיר המניה ירד לפחות מ-Deep-in-the-money. העבודה שהן ה-FASB והן לשכת רואי חשבון בישראל דחו אפשרות רישום זו במסגרת הטיפול באופציות מחזקת את דעתנו כי רישום אופציות כמנויות לפני מימושן אינו רצוי.

(5) היבטים נוספים בהנפקות לעובדים

שני נושאים נוספים הקשורים להנפקות לעובדים כוללים את הטיפול בחוצאות ההנפקה וכן היבטים מיוחדים בקביעת מחיר השוק של הנפקות לעובדים ובעיקר התיחסות להסדרי חסימה.

הנושא העיקרי הקשור להוצאות הנפקה אשר יוחסו להנפקות לעובדים הוא המיון בדו"חות הכספיים ותקופת הפחתתן. מבחינת המיון בדו"חות הכספיים אין ספק שבמהותן מהוות הן חלק מעלות העבודה. דינה של ההקצתה על פני השנה דומה להקצתה הטבת השכר הגלומה

באופציה בין שנים, אשר נדונה לעיל.

בקביעת שווי השוק ההווגן של ההנפקה לעובדים אין להתעלם מגורמים נוספים המשפיעים והמורים ב-APB#25, פיסקה #10, לרבות: הבטחת ההנפקה לעובדים, תוכאות מס שונות, חסימת המניות ו מגבלות על מכירה עקב גישה למידע פנים. הגישה אשר אומצה, לבסוף, על ידי APB#25 היא שקיימים שיקולים מנוגדים, ולפיכך ראוי להתעלם מהם ולהסתמך על מחירים השוק בקביעת גובה התебה. לדעתי, חסימת המניות והאופציות המתקבלות עשוייה להשפיע מहותית על שווי השוק שלהם, בעיקר בתנאי שוק ההון בישראל.

ובן שהשפעת חוסר הסחריות מותנית במניה הSPECIFIT ושוק המניות בו היא נסחרת, זאת מהבחינות הבאות:

- ככל ששוק ההון בעל נזילות רבה יותר כן שיורו הניכוי עבר או סחרות הולך וקטן.
- ככל שהחברה גדולה יותר (לדוגמא – על פי היקף מכירות) כן שיורו הניכוי עבר או סחרות קטן יותר.
- בנוספ, קשרה השפעת חוסר הסחריות בתשיאות על החברה ועל הענף.

שווי הניכוי מוערך, לפי הנסיון בארה"ב, בתחום שבין 30%-20%. בקביעת שיורו בארץ יש לזכור שהבורסה בתל-אביב פחות נזילה במידה משמעותית. ראוי לציין, כי במקרה של אופציות המוענקות לעובדים, הרוי ניתן להראות כי כלכלית, ברובית המקרים, לא כדי היה למחזק האופציה למasha לפני מועד פקיעתה. לפיכך, לחסימה, כשלעצמה, אין עלות כלכלית המפחיתה את שווייה. במרבית ההנפקות, עם זאת, נדרשת תקופת חסימה גם לאחר מימוש האופציה למניה ובמקרה זה תקף הדיוון לעיל.

סוגיה נוספת היא הרשות החשבונאי של ההנפקה לעובדים לאחר שהשווי סוכם: לדוגמה:
הנפקה לציבור (על פי חלוקת שווי) -

ש"ח	
10	1 מ"ר
8	2 אופציות
<u>18</u>	

לעובדים מונפקת חבילה הכוללת 6 אופציות ו-1 מ"ר תמורת 20 ש"ח. לאחר התחשבות בחסימה ובתנאים אחרים נקבע השווי הכלכלי של ההנפקה לעובדים ללא התייחסות לתנאים מיוחדים (השווי הכלכלי נוצר לפי ההנפקה לציבור והוא: $1 \cdot 10 + 6 \cdot 4 = 34$ ש"ח), כלהלן:

ש"ח
1 מניה - (מוסחת עקב חסימה)
6 אופציות - (מוסחת ל-2.50 ש"ח לאופציה על-פי חסימה ותנאים אחרים)
<u>23.50</u> שווי <u>כלכלי</u> הוגן של ההנפקה לעובד
העובדים לכל חבילה שווי התמורה ששולמה על ידי
<u>29.50</u>

השאלה הנשאלת היא - מהו ערך הרישום הנאות של שווי ההנפקה לעובדים. האם על פי השווי הכלכלי של 34 ש"ח או לפי השווי ההוגן של 23.50 ש"ח.

רישום על פי השווי הכלכלי מחייב לראות בכל פער שבין 34 ש"ח ובין התמורה שנתקבלה (29.50 ש"ח) הטבה לעובדים. ככלומר גם את הפחתת השווי עקב חסימה נראה בעלות עבודה (שווי היותר של הפירמה).

לחילופין, ניתן לראות בהנפקה החסומה מוצר נחות ולרשום ההנפקה לפי השווי ההוגן של ההנפקה, היינו 23.50 ש"ח.

שתי הגישות האמורות יביאו, כמובן, לסכום זהה והבדל יתבטא בחייב לרוח והפסד.

ג. טיפול מס הכנסה

(1) הטיפול באלה"ב

טיפול מס הכנסה בהענקת ניירות ערך לעובדים הינו מורכב וככלול הן במסגרת הטיפול בחברה והן במיסוי העובד.

באלה"ב הוסדר הנושא במידה רבה בגין תוכניות פיצויים לעובדים:
"Qualified employee stock purchase plans"

התנאים הנדרשים לאישור התוכנית, בדרך כלל, הינם:

- תוספת המימוש אינה פחותה מ-85% משווי השוק של המניות ביום מתן ההטבה.
- התוכנית אושרתה באסיפות בעלי המניות, לפני אימוץ התוכנית, או לאחריה.
- התוכנית אינה מפללה. זאת פרט לעובדים אשר עבדו פחות משנהיים, או לעובדים המוגדרים כעובדים בכירים, היכולים שלא לעמוד בקריטריון זה.
- תקופת המימוש אינה פחותה מחמש שנים מיום מתן ההטבה, וזאת אם תוספת המימוש המינימלית היא 85% משווי השוק החגון ביום המימוש.
- האופציות ניתנות למימוש על ידי העובד בלבד. הן ניתנות להעברה רק במקרהPsiית רgel או ירושה.
- האופציות מאפשרות לעובדים לקנות מניות במחיר אשר אינו עולה על \$25,000 ביום מתן ההטבה (הסכום הוא קבוע ולא השתנה משנת 1964).
- שיעור החזקות המניות על ידי עובד יחיד לא יעלה על 5% מסה"כ זכויות ההצבעה בחברה.

מיסוי תוכניות אלה הוא במסגרת ה-1964 Revenue Act of

(2) המצב המשפטי בישראל

בישראל המצב המשפטי מעורפל למדי, אם כי נעשו מספר שינויים בטיפול בהנפקות לעובדים מבחןת היבט המס לאורך הזמן. אפשרויות המיסוי של תוכניות חדשות נופלות בשתי מסגרות:

המסגרת הכלכלית של הפקודה.

סעיף 102 לפקודה הדן בתוכניות מידיות.

A. המסגרת הכלכלית של הפקודה

הказאה מידית של מנויות לא חסימה, במחair שהוא נמוך ממחיר ההנפקה לציבור או מחיר הבורסה באותו מועד, חייבת במס כטובת הנאה על פי סעיף (2) לפקודה. במידה והמניה, או נייר ערך אחר ניתן לעובד, חסומים, מתיר מס הכנסה ירידה בשווי החוגן של המניות בגובה 5% לכל שנת חסימה (על פי הנחיות פנימיות של אגף מס הכנסה). על פי הנחיות אלו, יכול דין זה גם על הנפקה לעובדים של אופציות הסחריות בבורסה.

במקרה בו הונפקו אופציות לעובדים שלא נרשמו למסחר, ההנחה הפנימית קובעת, כי אין למסות את העובדים במועד קבלת האופציות, אלא לחייבם רק בעת IMPLEMENTATION בהתאם לסעיף (2) לפקודה ובהסתמך על סעיף (ט) לפקודה. החתבה תחשב בהתאם להפרש בין שווי המניה ביום המימוש ובין ההשקעה המתואמת באופציה.

בקביעת השווי הכלכלי של האופציות אותן מקבלים העובדים מtabsett ההנחה על מחירי השוק של כל אחד ממרכיבי החבילה בידי המשחר הראשונים בבורסה, וגובהה השווי הכלכלי של האופציה ביום ההנפקה, תוך התאמות. החתבה לעובדים תחשב לפי השווי הכלכלי ביום ההנפקה.

קיימות מספר השגות לגבי הפעלת ההנחה הפנימית, לרבות: חלוקת השווי ביום המשחר הראשון בין מרכיבים שונים, היפוי עבור חסימת מנויות ואופציות, וכן הטענה שמדובר במידה והאופציות סחריות הרי יש למסות את העובד ביום מימוש האופציות ולא במועד הענקת החתבה. בקורס נוספת היא אי הכרת ההנחה למעביד והצורך בתשלום מס לפני קבלת החתבה.

ב. סעיף 102 לפקודה

סעיף 102 לפקודה אומץ בשנת 1989. סעיף זה מאפשר מגנון לפיו המיסוי בפועל של הרטבה בהנפקה לעובד, בין אם הונפקו אופציות ובין אם מנויות הטבה, ובין אם היא נתנת למדידה או לא, ידחה לעתיד.

התנאים הכלכליים של ההטבה לעובד הנדרשים כדי להכלל במסגרת זו הינם:

- הקצאה בתמורה לריתור העובד על השכר.
- המניות תרשמנה על שם נאמן, ותופקданה בידיו לתקופה של 24 חודשים לפחות.
- הודעה על תוכנית הקצאה תימסר לפקיד השומה לפחות 30 יום לפני鄙וץעה.
- כל עוד לא חועברו המניות מהנאמן לעובד לא יהולו הוראות סעיף 101 לפקודה מס הכנסה.
- רישום המניות למסחר נחשב כמכירתן בהתאם להוראות סעיף 101 לפקודה ולפייך נדרש העובד לשלם מס מיידי או דחית התשלום. חישוב המס יתבצע ביום המכירה בפועל.
- אישור התוכנית על ידי נציג מס הכנסה, אשר רשאי לקבוע תנאים ספציפיים נוספים.

הוראות המיסוי, לגבי העובד והחברה הינם:

במידה וההקצאה היא לנאמן אשר יחזק את המניות עבור העובד לתקופה של 24 חודשים לפחות, הרי חיוב העובד במס ידחה למועד העברת המניות, והרוווח מהמכירה מהו רוחה הון.

בחקצת אופציות לא ישלם העובד מס, אלא בעת מימוש האופציות. אם המניות תעבורנה לנאמן. גם כאן, רוחה החון חייב במס בעת העברת המניות לעבוד.

בשני המקרים יוכל המעבד לרשום כחותה את טובת ההנחה שהעובד הפיק על פי כללים שקבע הנציג. לפי כללים אלה ההטבה שתותר כנכוי לצרכי מס הינה בגובה רוחה החון הרייאלי עליו חייב העובד במס.

הסעיף החדש לפקודת מס הכנסה מאפשר מסלול נוסף בטיפול בהטבה לעובדים (בנוסח לסעיפים (2) ו-3(ט)).

הוראות המיסוי הנוספות של סעיף 20 לפקודת:

העברת המניות מהinanmo לעובד – העברת לעובד או מכירה על ידיinanmo מחייבת במסר רוחה hon ולא כהכנסה רגילה. חישוב המס יכול על הפער בין השווי בעת ההעברה (תמורה מכירה) והשווי המותאם של הסכום ששולם בזמןן. (לא יכול כל פטור ממש רוחה hon עקב סחריות המניות).

inanmo חייב לנחות במקור מס בשיעור של 30% מהתמורה ולא מהרווח. (ນצין, כי קביעת התמורה במקרה שהמניות אינן סחריות היא בעיתית מאוד).

מכירת המניות – במידה וההעברת המניות לעובד חייבה במס והמניות אינן סחריות בבורסה הרי במועד מכירתן על ידי העובד יכול מס רוחה hon נוסף, כאשר התמורה בעת ההעברה על ידיinanmo תחשב כמחיר מקורי.

ז. סיכום

הסדרת הנפקות לעובדים במסגרת מיסוי מיוחדת עודדה מתן הטבות לעובדים באמצעות הנפקת ניירות ערך.

הכרה להשפעות החביבות שיש בדרך פיצוי או על העובדים ועל הקשר שלהם לחברת המקצת, בנוסף להסדר המיסוי לעיל, הפכה הנפקות לעובדים לפופולריות גם בישראל. אופן קביעת שווי ההטבה לעובדים נגורן מעיתוני קביעת שיעורה וכן מהתחשבות בהסדרים מיוחדים להנפקות לעובדים, כגון חסימות ניירות הערך. קביעת שווי ההטבה חשובה הן למיסוי העובד והן לאופן ההכרה בערך זה כעלות עבודה.

הסוגיות החשובניות הקשורות בהנפקות לעובדים (כגון, עיתוני רישום ההטבה, אופן הקצאת עלות ההטבה לתקופות חשבונאיות, וכן מהותן של אופציונות לעובדים – התחריבות או הון) טרם קיבלו תשובה על ידי גופים מקצועיים בישראל. מסיבה זו, יש לבחור בשיטה חשבונאית שתשלב טיפול בסוגיות בהתאם למצוע בעבודה זו.

**נספח מס' 1: דרישות מימון בהון עצמי לצורכי אישור תוכניות על ידי מרכז
ההשקעות**

שיעור מימון ע"י הון מנויות נפרע

סוג התוכנית המאושרת

		<u>א. מפעלים מאושרים</u>
30%	(10%, אם נרכשים הנכסים בשכר-מכר ⁽¹⁾)	1. מפעלי תעשייה
20%		2. חברות להשכרת ציוד למפעלים מאושרים
30%		3. מפעלי תיירות
30%	\$ 75,000 לפחות	4. מבני תעשייה להשכלה
20	מיליון דולר לפחות	5. חברות יצוא ידע
30%		6. חברות יצוא שירותים
30%		7. בתים תוכנה
		8. סירטי קולנוע
		<u>ב. נכסים מאושרים</u>
30%	הון המניות לא יפחת מעלות הנכס במطبع חוץ	1. השקעות בנכסים מקרקעין שאיןם דירות להשכלה על ידי תושב חוץ
		2. מבני מגורים להשכלה

(1) שיעור המימון המצרפי של נכסים המאושר הוא 30%. 20 על ידי חברת השכלה הציוד (ראה א.2 לעיל) ו-10% נוספים על ידי המפעל עצמו.

נספח מס' 2: יישום להנפקות אשר בוצעו בארץ

(1) כללי

מטרת חלק זה של העובודה היא יישום השיטה המוצעת לפיצול תמורה הנפקת החבילה בין מרכיביה בהנפקות שבוצעו בישראל בשנים 1988-1990. יישום מעשי של השיטה כרוך בקשאים ומחייב שיקול דעת ובחינה ספציפית של נסיבות ההנפקה. מבנה הנפקות החבילה בבורסה לניירות ערך בתל אביב שונה, לעומת זאת, מבני ההנפקות הנדונות במסגרת העובודה הנוכחית. מטרתנו הינה להציג קווי מסגרת לטיפול בהנפקות חביבה. מטבע הדברים, לא נוכל לכטוט את כל סוגי ההנפקות שבוצעו, או להתיחס לביעות יישום מיוחדות להנפקות חריגות מבחינת הרכבן.

הדוגמאות יחולקו לקטגוריות הבאות -

א) הנפקות של חברות אשר מצויות לראשונה ניירות ערך לציבור ("חברות חדשות"):

1. הנפקה לראשונה לציבור בלבד.

2. הנפקה משולבת: לציבור, לבעלי מנויות קיימים ו/או לעובדים.

ב) הנפקות של חברות ותיקות:

1. הנפקה לציבור בלבד.

2. הנפקה משולבת: לציבור, לבעלי מנויות קיימים ו/או לעובדים.

מחירים הבורסה אשר שמשו לצורך היישום הם שער ניירות הערך בחמשת ימי המסחר הראשוניים בהם נסחרו כל מרכיבי החבילה.

(2) הנפקות של חברות שמציעות בראשונה ניירות ערך לציבור

א) הנפקה לראשונה לציבור בלבד.

1. בית הזהב בע"מ – תשקיף מיום 31.8.89

בתשיקיף זה משלבת הנפקת מנויות וכתבי אופציה על ידי בית הזהב עם הצעת מכרז של מנויות על ידי בעלי עניין בה. פיצול שונה של תמורה ההנפקה, במקרה זה, יכול להביא להשפעה ישירה על ההון, שכן התמורה שתויחס למנויות המוצעות על ידי בעלי העניין תיקtan.

א. הרכיב החבילה המוצעת

מחיר ממוצע
שבוע מסחר ראשון

1.674	1 מנתה 1 ש"ח ע.נ.
	2 אופציות הניתנות למימוש למנויות ביחס 1:1 במשך שנתיים.
0.4332 ⁽¹⁾	תוספת מימוש 1.95, צמודה לדולר.

ב. חישוב מרכיבי החבילה

חישוב רגשות האופציה לשינויים במחיר המנתה:
ערך הנוכחי של תוספת המימוש 2.672 (יחס מחיר מנתה של 1.001).

$$\frac{\partial C}{\partial S} = \frac{1.001}{2} = 0.5$$

שווי החבילה בימי המסחר הראשונים:

$$Z_R = 1.674 + 2 \cdot 0.4332 = 2.54$$

$$Z_O = 2.25$$

שווי החבילה בהנפקה:

$$\Delta Z = 0.29$$

(1) מחיר הבורסה אינו כולל שער חציג ביום המסחר הראשון.

$$\Delta S = \frac{0.29}{1 + 2 \cdot 0.5} = 0.145$$

$$S_O = S_R - \Delta S = 1.674 - 0.145 = 1.529$$

$$C_O = C_R - \frac{\partial C}{\partial S} \cdot \Delta S = 0.4332 - 0.5 \cdot 0.145 = 0.3607$$

ג. פירוק החבילה

<u>לפי השיטה המוצעת</u>			
<u>אחוזים</u>	<u>ש"ח</u>	<u>אחוזים</u>	<u>ש"ח</u>
100	2.25	68	1.53
-	-	32	0.72
<u>100</u>	<u>2.25</u>	<u>100</u>	<u>2.25</u>

ד. השפעות פירוק תמורה החבילה לפי השיטה המוצעת

חלוקת התמורה

תמורה ההנפקה תחולק כדלקמן:

תקבולים על חשבו

$$C_O \cdot n^2 = 0.36 \cdot 4,300,000 = 1,548,000$$

תמורה בגין מנויות:

$$S_O \cdot n^1 \cdot 1.53 \cdot 1,376,000 = 2,105,280$$

תמורה בגין מנויות:

$$S_O \cdot n^2 \cdot 1.53 \cdot 774,000 = 1,184,220$$

בעלי העניין:

4,837,500

למעשה, מלולה הצעת המכרז ברוח של 0.72 אג' (מחיר ההנפקה - מחיר כלכלי (2.25-1.529=0.721) למניה. החברה נושאת בתשלום הפרש זה, המהווה מעין דיבידנד בסך 557,280 ש"ח.

חלוקת הוצאות ההנפקה

הוצאות ההנפקה יונכו מהפרמייה על המניות, שכן כל מרכיבי החבילה הינם מכשירי הון. הוצאות ההנפקה הינו כ-11% מהתמורה עבור המניות המוצעות על ידי החברה, היינו כ-340,560 ש"ח, והן יביאו להקטנת הפרמייה למנה לכ-28% (במוקם 53%)

2. אדקום בע"מ - תשקיף מיום 30.11.89

הנפקה זו, של מנויות ואג"ח – אופציה, בוצעה בתנאים זהים לציבור ולעובדיה החברה, ולכן ניתן להתייחס אליה כאל הנפקה "פשוטה" לציבור בלבד. כאן החלוקת היא בין מרכיבי הון ומרכיבי חוב ולאן היא חשובה.

A. הרכיב החבילה המוצע

מחיר ממוצע

שבוע מסחר ראשון

4.474

3 מנויות רגילות 1 ש"ח ע.ג.

0.899

8 אג"ח – אופציה לפירעון בעוד שנים.

ריבית המשולמת בפירעון הקрон – 5%.

הקרון והריבית צמודות לדולר. האג"ח –

אופציה ניתנות להמרה למנויות ביחס 1:3

במשך שנים, על ידי תשלום נוספת

מיימוש בסך 4.2 ש"ח צמודה לשער הדולר.

B. чисוב מרכיבי החבילה

чисוב רגשות האג"ח – אופציה לשינויים במחירים המניות:
ערך הנוכחי של מחיר ההמרה ל-1 ש"ח ע.ג.: 4.43 ש"ח (יחס מחיר מניה של 1.009).

$$\frac{\partial CD}{\partial S} = \frac{1.009}{2} = 0.505$$

שווי החבילה בימי המסחר הראשונים:

$$Z_R = 3 \cdot 4.474 + 8 \cdot 0.899 = 20.81$$

$$Z_O = 26$$

שווי החבילה בהנפקה:

$$\Delta Z = -5.386$$

$$\Delta S = \frac{-5.386}{3 + 8 \cdot 0.505} = -0.765$$

$$S_O = S_R - \Delta S = 4.474 + 0.765 = 5.239$$

$$CD_O = CD_R - \frac{\partial CD}{\partial S} \cdot \Delta S = 0.899 + 0.505 \cdot 0.765 = 1.285$$

ג. פירוק החבילה

לפי התשליךין		לפי השיטה המוצעת	
אחוזים	ש"ח	אחוזים	ש"ח
69	18	60	15.72
31	8	40	10.82
<u>100</u>	<u>26</u>	<u>100</u>	<u>26.00</u>

ד. השפעות פירוק תמורת החבילה לפי השיטה המוצעת

יחס ההמרה של האג"ח – אופציה יביא לסיוגו כהתחיבות בדוחות"ת הכספיים.
הפירוק לפי השיטה המוצעת יביא לפרמייה של כ-35% על התחיבות זו.

תוספת התחיבות עקב הפיצול האמור היא בסך כ-870 אלפי ש"ח. המשך סיוג נייר ערך זה כהתחיבות (על פי מבחני ג"ד 53 וג"ד 48) יביא לחיסכון שנתי של כ-435 אלפי ש"ח בהוצאות המימון עקב הפחיתה הפרمية.

3. דיסאל. טכנולוגיות בע"מ - תשקיף מיום 28.2.90

החברה הנפקה חבילת של מנויות וככבי אופציה בדרך של מכרז על מחיר היחידה.

A. הרכיב החבילה המוצעת

מחיר ממוצע

שבוע מסחר ראשון

2.89	10 מנויות רגילות בנות 1 ש"ח עג. כ"א
0.881	15 ככבי אופציה למימוש מנויות רגילות ביחס 1:1, במשך 5 שנים. תוספת מימוש ש"ח, צמודה למדד.

B. чисוב מרכיבי החבילה

רგישות האופציות לשינויים בשעריה המניות:

ערך נוכחי ותוספת המימוש 2.5 (יחס מחיר מניה 1.156)

$$\frac{\partial C}{\partial S} = \frac{1.156}{2} = 0.578$$

שווי החבילה בימי המסחר הראשונים:

$$Z_R = 10 \cdot 2.89 + 15 \cdot 0.881 = 42.115$$

$$Z_O = 42.5$$

שווי החבילה בהנפקה:

$$\Delta Z = -0.385$$

$$\Delta S = \frac{-0.385}{10 + 15 \cdot 0.578} = -0.02$$

$$S_O = S_R - \Delta S = 2.89 + 0.02 = 2.91$$

$$C_O = C_R - \frac{\partial C}{\partial S} \cdot \Delta S = 0.881 + 0.578 \cdot 0.02 = 0.93$$

ג. פירוק החבילה

		لפי השיטה המוצעת		
לפי התשליךין		אחוזים	ש"ח	ש"ח
100	*42.5	69	29.1	10 מניות
-	-	31	13.4	15 כתבי אופציה
<u>100</u>	<u>42.5</u>	<u>100</u>	<u>42.5</u>	

* בתשליךין מוצג המחיר המינימלי ליחידה. כאן מוצג המחיר שנקבע במרכז, תוך ייחס 100% מהתמורה למרכיב המניות בחבילה.

ד. השפעות פירוק תמורת החבילה לפי השיטה המוצעת

תקבולים ע"ח כתבי אופציה יוצגו, ביום התשליךין, בערך של 1,270,000 ש"ח והפרמייה על מניות תקון בסכום זהה. מיון זה חשוב לצורך חישוב השווי המזוני המוחזק על ידי החברה האם בהתאם להוראות גילי דעת 48 של לשכת רואי חשבון. תקבולים ע"ח כתבי אופציה לא נחשבים כחלק מהשווי המזוני (לגביו החברה האם) לפי גילי דעת זה.

4. מינרומית בע"מ – תשקיף מיום 16.7.90

החברה הנפקה מנויות וכתבי אופציה בדרך של מכרז על מחיר היחידה שנקבע במכרז (40 ש"ח) גבוהה בכ-40% מהמחיר המינימלי ליחידה המצוין בתשקיף (28.8 ש"ח). כפי שנראה, התמורה המיויחסת לכתבי האופציה עולה על תוספת המחיר. הערכת החברה כי התמורה נתקבלה עבור המניות בלבד אינה ריאלית.

A. רכיב החבילה המוצעת

מחיר ממוצע	10 מנויות רגילות בננות 1 ש"ח ע.ג.
2.33	15 כתבי אופציה למימוש למנויות רגילות ביחס 1:1 במשך שניםיים. תוספת מימוש 1.225 ש"ח, אינה צמודה.

B. חישוב מרכיבי החבילה

רגישות האופציות לשינויים בשערณ המניה:
ערך נוכחי תוספת המימוש 1.059 (יחס מחיר המניה 2.2
(לפייחס מחיר המניה המימוש ודאי ולכן נניח כי מחיר האופציה מתנהג בתיאום
מושלם עם מחיר המניה)).

$$\frac{\partial C}{\partial S} = 1$$

שווי החבילה ביום המשחר הראשונים:

$$Z_R = 10 \cdot 2.33 + 15 \cdot 1.225 = 41.875$$

$$Z_O = 40$$

$$\Delta Z = 1.675$$

שווי החבילה בהנפקה:

$$\Delta S = \frac{1.675}{10 + 15 \cdot 1} = 0.067$$

$$S_O = S_R - \Delta S = 2.33 - 0.067 = 2.263$$

$$C_O = C_R - \frac{\partial C}{\partial S} \cdot \Delta S = 1.225 - 0.067 = 1.158$$

ג. פירוק החבילה

لפי התשקיף		لפי השיטה המוצעת	
শ"ח	אחוזים	শ"ח	אחוזים
100	*40	57	22.63
-	-	43	17.37
<u>100</u>	<u>40</u>	<u>100</u>	<u>40.00</u>

* בתשקביף מוצע המחיר המינימלי. הנתון המוצע כאן תואם יחס 100% מהתמורה למרכיב המניות בחבילה.

ד. השפעות פירוק תמורה החבילה לפי השיטה המוצעת

השפעות אלה לאלו שנסקרו לעיל בדיון על תשקביף די. סי. אל. טכנולוגיות. ניכר כי ציבור המשקיעים מייחס לכתבי אופציה של חברות חדשות ערך גבוה הרבה יותר מהערך אותו מייחסות המנפיקות (שהוא, בدورן כלל אפשרי). סיבה אפשרית לתופעה זו היא שהציבור עדין לא תבה על קנקן של חברות חדשות, ולכן הוא מעוניין באופציות, שיאפשרו לו להנות מצמיחה פוטנציאלית, ללא סיכון של הפסד מעבר לסכום ההשקעה באופציות.

ב) הנפקה משולבת לציבור, לבניי מנויות קיימות ו/או לעובדים

1. כלל החזקות עסקית ביטוח בע"מ - תשקיף מיום 28.2.88

החברה הנפקה במשולב בתשיקף זה:

לציבור - חבילה המורכבת מנויות, אגרות חוב המירות וכתבי אופציה.

לעובדים - כתבי אופציה ואגרות חוב המירות.

לבניי המניות של אררט בע"מ - מנויות (במסגרת הצעת רכש).

הנитוח להלן נוגע להצעה לציבור ולעובדים בלבד. שווי החבילה לעובדים יגזר משווי החבילה לציבור. עליכם נעריך, תחילת, את מרכיבי החבילה לציבור.

(1) טיפול בחבילה לציבור

מחיר ממוצע שבוע המסחר הראשוני	הרכב החבילה המוצעת
3.282	5 מנויות רגילות 1 ש"ח ע.ג.
0.936	115 ש"ח ע.ג. אגרות חוב המירות צמודות מזד, לפירעון בעוד 5 שנים, מושאות ריבית שנתית של 4.5%. אגרות ה חוב ניתנות להמרה, עד לפרקון, ביחס 1:4.8.
0.662	13 כתבי אופציה למימוש למנויות רגילות ביחס 1:1 במשך שנתיים. תוספת המימוש 3.3 ש"ח צמודה לדולר.

(2) חישוב מרכיבי החבילה

חישוב רגשות כתבי האופציה לשינויים במחירים המניות:

ערך הנוכחי תוספת המימוש 2.727 (יחס מחיר מניה 1.204)

$$\frac{\partial C}{\partial S} = \frac{1.204}{2} = 0.602$$

чисוב רגישות האג"ח הهماירות לשינויים במחירים המנויות:
מחיר ההמרה - ערך הנוכחי לש"ח ע.ג. 0.9117 (יחס מחיר מניה 0.749)

$$\frac{\partial CD}{\partial S} = 0$$

לפי השיטה המוצעת (עקב סבירות ההמרה הנמוכה) לפניינו אגרות חוב. ההנחה היא שערכו איןו משתנה בין ההנחה לבין ימי המשחר הראשונים: שווי החבילה ביום המשחר הראשונים:

$$Z_R = 5 \cdot 3.282 + 115 \cdot 0.936 + 13 \cdot 0.662 = 132.66$$

שווי החבילה בהנחה: $Z_O = 133.25$

$$\Delta Z = -0.59$$

$$\Delta S = \frac{-0.59}{5 + 13 \cdot 0.602} = -0.048$$

$$S_O = S_R - \Delta S = 3.282 + 0.046 = 3.328$$

$$C_O = C_R - \frac{\partial C}{\partial S} \cdot \Delta S = 0.662 + 0.046 \cdot 0.602 = 0.69$$

$$CD_O = CD_R = 0.936$$

ג. פירוק החבילה

<u>לפי התקין</u>		<u>לפי השיטה המוצעת</u>		5 מנויות 115 ש"ח אג"ח 13 אופציות
<u> אחוזים</u>	<u> ש"ח</u>	<u> אחוזים</u>	<u> ש"ח</u>	
18	24.00	12	16.64	
82	109.25	81	107.64	
-	-	7	8.97	
<u>100</u>	<u>133.25</u>	<u>100</u>	<u>133.25</u>	

ד. השפעות פירוק תמורה החבילה לפי השיטה המוצעת

הפירוק הגדיל במקצת את הנכון על האג"ח ההמירות אך זאת ללא השפעת מס על מחזיקי האג"ח (גובה הנכון אינו גבוה משוער הנכון המקסימלי לעניין פטור ממש על נכון).

השינוי העיקרי לעומת התשקיף הוא יחס תמורה של כ-30% מהתמורה שיווחסה למניות לכתבי האופציה.

2) טיפול בהנפקה לעובדים

שווי מרכיבי החבילה לעובדים יגזר משווים בחבילה לציבור (זהו מקרה פשוט בו ניירות הערך המוצעים לעובדים מוצעים גם לציבור). יתכונו מקרים בהם ההצעה לעובדים כוללת ניירות ערך שלא הוצעו לציבור ואז יש למצוא שיטה אלטרנטטיבית למציאת ערכם ההוגן. ערך זה יהיה קבוע היפיצי לעובדים. ברור כי לא ניתן לחשב אותו כשארית, שכן השווי הכלכלי של החבילה יכולה מחושב לפי השווי המצראפ של מרכיביה, ולא להיפך.

א. חישוב שווי החבילה לעובדים

ש"ח	
60.72	88 כתבי אופציה
<u>93.60</u>	100 ש"ח אג"ח
<u>154.32</u>	סך הכל

ב. שיעור ההטבה לעובדים

התשלום הנדרש עבור החבילה לעובדים הוא 117 ש"ח.

$$\frac{117.00}{154.32} - 1 = 24.2\%$$

שיעור ההטבה, לאור ערך החבילה:

הטבה זו אינה לוקחת בחשבון חסימה אפשרית של המניות.

(3) הנפקות של חברות ותיקות

א) הנפקה לציבור בלבד

1. ארזים עבדות עפר ופיתוח בע"מ – תשקיף מיום 7.1.90

החברה הנפקה אופציות ואג"ח המירות בדרך של מכרז על שיעור הריבית. המניה נסחרת בבורסה, ולכן קיימים לגבייה נתון של מחיר ביום התקauf, אליו יוכל להתייחס לבדיקת סבירות הערכות של מרכיבי החבילה המתකבים. עם זאת, כיוון שהמניה אינה חלק מהחבורה אין אפשרות לבצע תיקון לערך המוחש בטכנית שנתקלה בעבודה זו (הגדלת ערך מרכיב אחד על חשבו ערכו של מרכיב אחר).

ממחיר ממוצע

א. הרכיב החבילה המוצעת

שבוע המסחר הראשון

0.756

25 ש"ח ע.ג. אג"ח המירות צמודות מדד.

פערון באחדעה תשלומים שוויים בשנים
השיישית עד התשיעית להנפקת האג"ת.

ריבית שנתית שנקבעה במכרז 1.9%

ההמרה לפי יחס של 1:8 עד לפערון הסופי.

0.97

4 אופציות למימוש למניות רגילות במשך
שנתיים ביחס 1:1. תוספת מימוש 3.65 ש"ח,
צמודות מדד.

ב. מחيري המניה – ביום התקauf 3.71, בשבוע המסחר הראשון 3.50.

ג. חישוב מרכיבי החבילה

רגישות האופציה לשינויים במחירי המניה:

ערך נוכחי תוספת המימוש 3.4073 (יחס מחיר מניה 1.027)

$$\frac{\partial C}{\partial S} = 0.514$$

רგישות האג"ח הheimerות לשינויים במחירים המנויות:
 מחיר ההמרה - ערך הנוכחי אג"ח 0.8532 (יחס מחיר מנתה 0.5128)
 האג"ח הheimerות יחשבו כאג"ח - אין רגישות לשינויים במחירים המנויות

$$\frac{\partial CD}{\partial S} = 0$$

שווי החבילה ביום המשחר הראשון:

$$Z_R = 25 \cdot 0.756 + 4 \cdot 0.97 = 22.78$$

$$Z_O = 25$$

שווי החבילה בהנפקה:

$$\Delta Z = -2.22$$

$$\Delta S = \frac{-2.22}{4 \cdot 0.514} = -1.08$$

$$CD_O = CD_R = 0.756$$

$$C_O = 0.97 + 0.514 \cdot 1.08 = 1.525$$

$$S_O = 3.5 + 1.08 = 4.58$$

הסטייה במחיר המנויות לעומת מחירם ביום התשליך גובהה מ-10%. השיטה שתוארה בעבודה זו לתקן "עיות" זה לא מתאימה לקרה שהמנייה אינה חלק מהחבורה המוצעת. עם זאת, במקרה זה, ניתן לתקן את הערכת שווי המרכיבים בשיטה חלופית, המתבססת בכך שהאופציה במנותה היא מרכיב הון, והאג"ח להמרה, לאור סבירות ההמרה נחשב התוצאות. שיטת התיקון תוריד 10% משווי האופציה, והשארית תוסף לאג"ח הheimerות. להלן הערכים המתוקנים:

$$C_O = 1.525 \cdot 90\% = 1.37$$

$$CD_O = (25 - 4 \cdot 1.37) / 25 = 0.7808$$

ד. פירוק החבילה

لפי התשליך		לפי השיטה המוצעת		25 ש"ח אג"ח 4 כתבי אופציה
אחוזים	ש"ח	אחוזים	ש"ח	
100	25	78	19.52	
-	-	22	5.48	
<u>100</u>	<u>25</u>	<u>100</u>	<u>25.00</u>	

ה. השפעות פירוק תמורה החבילה לפי השיטה המוצעת

פירוק החבילה לפי השיטה המוצעת העביר כ-1.1 מיליון ש"ח מקבוצת התחריבות לקבוצת ההון. האג"ח, שלפי התשקיף הונפק בערכו הנוכחי, הונפק בכך נסיעה של 22% (כ-2.4% לשנה). שעור נסיעון זה גבוה משעור הנכון המשקימלי לעניין הפטור ממש בידי מחזיק האג"ח (%1 לשנה), ולכן יחויבו בעלי אגרות החוב במס על הנכון, אם תומך שיטת הפירוק המוצעת. פיצול זה עשוי ליצור בעיה משפטית בין נאמן בעלי אגרות החוב לבין המנכיפה, וזאת כי בעלי אגרות החוב קנו אותן בדעת שאין עליהם נסיעון (לפי התשකיף).

ב) הנפקות משולבות

1. לבידי אשקלון בע"מ – תשקיף מיום 23.11.89

הנפקה זו שילבה הנפקת חבילת כתבי אופציה וаг"ח המירות לציבור עם הצעה בדרכן של זכויות של כתבי אופציה ללא תמורה. המניה נסחרת ביום המכרז (30.11.89), ולכן נוכל להשווות את התוצאות המתקבלת למחיר בפועל. במקרה שבו משולבת בהצעה לציבור גם הצעה בדרכן של זכויות יש לשים לב שהערך להשוואה יהיה אקס-זכויות (במקרה הצורך ניתן לתקן אותו ע"י חישוב מחיר אקס-טיאורטי). בהנחה זו, התבצעה המכרז يوم לאחר יום האקס לעניין הזכויות, ולכן הביעיה אינה קיימת.

<u>מחיר ממוצע שבוע מסחר ראשון</u>	<u>הרכבת החבילה המוצעת לציבור</u>
0.905	45 ש"ח ע.ג. אג"ח המירות לפרעון בשלושה תשלוםimos החל מהשנה השביעית להנפקה. שיעור הריבית השנתי שנקבע במכרז 1.75%. אגרות חובות ניתנות להמרה עד לפרעון הסופי למניות רגילות בננות 1 ש"ח ע.ג. לפייחס המרה של 1:22.5
5.328	1 כתוב אופציה למימוש במשך ארבע שנים למניות רגילות ביחס של 1:1. תוספת הmiumosh צמודות הדולר – 7 ש"ח לכותב אופציה.

ב) מחيري המניה

מחיר ממוצע בשבוע מסחר ראשון: 10.204
מחיר ביום המכרז: 11.06 (אקס-זכויות).

ג) חישוב מרכיבי החבילה

رجישות האופציה לשינויים בשער המניה:
ערך נוכחי תוספת מיום 4.923 (יחס מחיר המניה 2.0725
האופציה, לאור יחס המימוש, מוגדרת כ-common stock equivalent

$$\frac{\partial C}{\partial S} = 1$$

رجישות אגרות החוב לשינויים בשער המניה:
 מחיר ההמרה – ערך נוכחי אג"ח לש"ח ע.נ. 0.8337
 (יחס מחיר המניה 0.54).
 אגרות החוב הheimerות דומות לאג"ח רגיל. לפיכך – אין

$$\frac{\partial CD}{\partial S} = 0 \quad \text{رجישות לשער המניה:}$$

ערך חביליה ביום המסחר הראשונים:

$$Z_R = 45 \cdot 0.905 + 1 \cdot 5.328 = 46.053$$

$$Z_O = 47$$

$$\Delta Z = -0.947$$

ערך חביליה בהנפקה:

$$\Delta S = \frac{-0.947}{1 \cdot 1} = -0.947$$

$$S_O = 10.204 + 0.947 = 11.151$$

(סטייה מערך אמיתי בשיעור 0.8% – סטייה אפשרית לפי המודל המוצע).

$$C_O = C_R - \frac{\partial C}{\partial S} \cdot \Delta S = 5.328 + 0.947 = 6.275$$

$$CD_O = CD_R = 0.905$$

ד. פירוק חביליה

لפי התשקיף		לפי השיטה המוצעת		45 ש"ח אג"ח 1 כתב אופציה
אחוזים	ש"ח	אחוזים	ש"ח	
96	45	87	40.72	
4	2	13	6.28	
100	47	100	47.00	

ה השפעות פירוק תמורה החבילה לפי השיטה המוצעת

אגרות חוב, שהונפקו בערךן הנוכחי לפי התשקיף, הונפקו, למעשה, לפי שיטת המילון המוצעת, בניכון של כ-9.5%. נכיוון זה גובה מ-1% לשנה ולכן חיוב במס של מחזיקי אגרות חוב בגין הנכון (אם תומך השיטה גם לצרכי מס).

ו. חישוב שיעור ההטבה בהנפקת הזכויות

הצעת הזכויות כוללת מתן כתוב אופציית אחד ללא תמורה לכל המחזיק ב-8 ש"ח ע.ג. מנויות רגילות.

$$\frac{C_O}{8} = \frac{6.28}{8} = 0.785 \quad \text{מרכיב ההטבה לש"ח ע.ג.}$$

$$\frac{0.785}{11.151 + 0.785} = 6.58\% \quad \text{שיעור ההטבה לבבעלי המניות:}$$

2. ת.א.ת. בע"מ – תשקיף מיום 16.11.89

ת.א.ת. שילבה שלוש הנפקות בתשקיף זה:

- (1) הנפקה לציבור של אגרות חוב וככבי אופציה.
- (2) הצעה בדרכּ של זכויות של מנויות (משני סוגים) וככבי אופציה.
- (3) הנפקה לעובדים של אופציות ללא תמורה.

שיטת הפרוק, המסתמכת על ה"דلتא", מאפשרת, בהנחות מסוימות, פיצול ההנפקה בדרכּ של זכויות, למרות שהיא כוללת ניירות ערך שונים מלבד הנכללים בהצעה לציבור. בהנפקה זו לא ניתן להשתמש בשיטה זו, עקב הסטייה הגדולה של ערך המניה לפי השיטה המוצעת מול ערך השוק ביום המכרז. שיטה אלטרנטיבית של גזירת שווי ככבי האופציה כשארית החבילה לאחר קביעת שווי האג"ח תשמש כאן לפיצול החבילה לציבורthon וכאן לקביעת שווי הפיצוי לעובדים.

<u>מחיר ממוצע</u>	<u>רכיב החビルה המוצעת לציבור</u>
<u>שבוע מסחר ראשון</u>	
0.94	125 ש"ח ע.ג. אג"ח המירות לפירעון בשלשה תשלומיים שנתיים שוים החל מהשנה השישית להנפקתן, נושאות ריבית שנתית. 1.75% (נקבעה במרכז), ניתנות להמרת למניות רגילות בננות 5 ש"ח ע.ג. כך שכל 425 ש"ח ע.ג. אג"ח יומרו למניה רגילה אחת בת 5 ש"ח ע.ג.
1.781	2 ככבי אופציות למיושם במשך שנתיים למניות רגילות בננות 5 ש"ח ע.ג. כל כתוב אופציה ימושם למניה אחת נגד תוספת מיושם צמודות דולר בסך 20 ש"ח.

<u>שבוע מסחר ראשון</u>	<u>יום המכרז</u>	<u>מחירים המניות</u>
8.032	7.9	מניה רגילה בת 1 ש"ח ע.ג.
4.682	4.83	מניה רגילה בת 5 ש"ח ע.ג.

ג. חישוב מרכיבי החבילה

רגישות האופציות לשינויים בשער המניה (כל החישובים להלן יחסית למניה רגילה

5 ש"ח ע.נ.):

ערך הנוכחי תוספת מימוש 16.834 (יחס מחיר מניה 1.391)

$$\frac{\partial C}{\partial S} = 0.6953$$

רגישות אגרות החוב לשינויים בשער המניה:

מחיר ההמרה - ערך הנוכחי אג"ח : 0.8356 (יחס מחיר מניה 0.659)

$$\frac{\partial CD}{\partial S} = 0$$

שווי החבילה ביום המשך הראשוניים:

$$Z_R = 125 \cdot 0.94 + 2 \cdot 1.781 = 121.06$$

$$Z_O = 125$$

$$\Delta Z = -3.94$$

שווי החבילה בהנפקה:

$$\Delta S = \frac{-3.94}{2 \cdot 0.6953} = -2.832$$

$$S_O = 4.682 + 2.832 = 7.514$$

סטייה של כ- 55% יחסית למחיר אקס זכויות - שיטות הפירוק באמצעות דלתות לא ישימה כאן, ולכן את שווי האופציות כשארית שווי החבילה, למעשה בחבילה פשוטה זו, גזירת שווי האופציות כשארית נובעת מהגדלת האג"ח החמירויות כחסירות רגישות לשינויים בשער המניה.

$$CD_O = CD_R = 0.94$$

$$C_O = (125 - 125 \cdot 0.94) / 2 = 3.75$$

ד. פירוק החבילה

אחוזים	لפי השיטה המוצעת			
	ש"ח	אחוזים	ש"ח	ש"ח
100	125.00	94	117.50	125 ש"ח אג"ח
-	-	7	7.5	2 כתבי אופציה
<u>100</u>	<u>125.00</u>	<u>100</u>	<u>125.00</u>	

ה. השפעות פירוק תמורה החבילה לפי השיטה המוצעת

בහנפקה זו מרכיב התמורה המוחס לאופציות נמוך. למעשה, אין כאן הבדל משמעותי לעומת יחס התמורה בתskill. עם זאת, אגרות החוב, לפי המין החדש הונפקו בנכיוון של כ-6%. אין שלכחות מיוחדות לנכיוון זה, גם לא מבחינת מס.

ו. חישוב שווי ההטבה לעובדים

החברה הנפיקה לעובדים 24,000 כתבי אופציה ללא תמורה. שווי ההטבה ביום ההנפקה (בש"ח): $24,000 : 3.75 = 90,000$

ז. מישוב מרכיבי הנפקת הזכויות

1. מרכיבי חבילת הזכויות

3 מנויות 1 ש"ח ע.ג.

2 מנויות 5 ש"ח ע.ג.

2 כתבי אופציה (זהים לאלו שהוצעו לציבור)
התשלום הנדרש עבור החבילה – 24 ש"ת.

חישוב מרכיבי חבילת הזכויות ומחירה ההוגן

ערך המניה בת 5 ש"ח ע.ג. המוחשב לפי שיטת ה"דلتות", סיטה ממחריר השוק בכ-55%. מסיבה זו לא נשמש בשיטה זו לקביעת מחירה החוגן של חבילת הזכויות. לא נוכל, כמו כן, לחשב מחירים אקסיטיאורטיים למרכיבי חבילת הזכויות עקב מרכיבות החבילה. אנו נשמש בערכי שוק אקס-זכויות של המניות ובשווי כתבי האופציה, כפי שהושב בהנפקה לציבור, לשם פירוק חבילת הזכויות ולקביעת מחירה ההוגן.

שווי חבילת הזכויות:

3 מנויות 1 ש"ח ע.ג. 23.70

2 מנויות 5 ש"ח ע.ג. 48.30

2 כתבי אופציה 7.50

סך הכל 79.50

חכילת הזכויות הוצאה לכל בעל 150 ש"ח ע.ג. מנויות מכל סוג.

$$\frac{79.50 - 24}{150} = 0.37 \text{ ש"ח ע.ג.}$$

שיעור ההטבה:

$$\frac{0.37}{8.032 + 0.37} = 4.4\% \text{ - מנויות 1 ש"ח ע.ג.}$$

$$\frac{0.37}{4.682 + 0.37} = 7.3\% \text{ - מנויות 5 ש"ח ע.ג.}$$

3. קופל נהיגה עצמית בע"מ - תשקיף מיום 28.6.89

החברה שילבה הנפקת מנויות וכתבי אופציה לציבור ולעובדים עם העצה בדרך של זכויות של כתבי אופציה ללא תמורה. החבילה המוצעת לציבור ולעובדים זהה ונבדلت רק במחיר. מסיבה זו גזירת שווי ההצעה לעובדים נעשית מיידית ללא צורך בפיזול החבילה. העובדים קיבלו הטבה בשיעור 6% מהמחיר לציבור. הטבה זו, שווייה כ-5,300 ש"ח בלבד (לאحتיקשות לחסימה). בדיקת התוצאה המתקבלת יחסית למחירי הבורסה של המניות ביום התשקיף בעיתית כי ביום האקס חל לאחר יום התשקיף. בסעיף (ג) נבדוק את התוצאה המתקבלת מול המחיר האקס-זניאורטי של המניה לאחר הנפקת הזכויות.

מחיר ממוצע שבוע המסחר הראשון	A. <u>הרכיב החבילה המוצעת לציבור</u>
8.09	2 מניות רגילות בנוט 1 ש"ח ע.ג.
1.89	1 כתב אופציה למימוש למניות רגילות במשך שניםים. יחס המימוש 1:1, תוספת מימוש צמודת דולר בסך 9.15 ש"ח.
	B. <u>מחיר המניה ביום התשקיף</u>
	המחיר (לפני הנפקת הזכויות) - 9.75

ג. חישוב מרכיבי החבילה
رجישות האופציה לשינויים בשער המניה:
ערך הנוכחי תוספת מימוש 7.8447 (יחס מחיר מניה 1.0313)

$$\frac{\partial C}{\partial S} = 0.5156$$

ערך החבילה ביום המסחר הראשון:

$$Z_R = 2 \cdot 8.09 + 1.89 = 18.07$$

$$Z_O = 18.6$$

$$\Delta Z = -0.53$$

ערך החבילה בהנפקה:

$$\Delta S = \frac{-0.53}{2 + 0.5156} = -0.211$$

$$S_O = S_R - \Delta S = 8.09 + 0.211 = 8.301$$

$$C_O = C_R - \frac{\partial C}{\partial S} \cdot \Delta S = 1.89 + 0.211 \cdot 0.5156 = 2$$

בדיקת S מול המחיר האקס טיאורטי של המניה ביום התשלkip: לפי החישוב לעיל גלום במחיר שתי מניות, ערב יום האקס, ערך כתוב אופציה שנייתן במסגרת הצעת הזכויות, אי לכך המחיר האקס טיאורטי למניה הינו:

$$\frac{29.75 - 2}{2} = 8.75$$

לפי מחיר זה קיימת סטייה של התוצאה המוחושבת בשיעור %. סטייה זו מותרת לפי המודל המוצע.

ד. פירוק החבילה

		لפי השיטה המוצעת			
		ש"ח	אחוזים	ש"ח	אחוזים
	97	18		89	16.6
	3	0.6		11	2.0
	100	18.6		100	18.6

ה. השפעות פירוק תמורה החבילה לפי השיטה המוצעת

החבורה המוצעת לציבור מרכיבת ממרכיבי הון בלבד, ולכן לחלוקת התמורה יש משמעות מוגבלת אצל המנפיק. חלוקה זו חשובה יותר לעניין קביעת מרכיב ההטבה בזכויות שאליה נתייחס להלן. כמו כן חשובה החלוקה לצורך קביעת השווי המאזני המוחזק בידי חברה מחזיקה (ולפי הגדרות ג"ד 48 של לשכת רואי חשבון). תקנים מהנפקת כתבי אופציה אינם נכללים בשווי המאזני לעניין זה.

ו. חישוב מרכיב ההטבה בזכויות

הצעת הזכויות כללת מתן כתב אופציה אחד ללא תמורה بعد כל 2 ש"ח ע.ג. ממןנות החברה.

רכיב ההטבה למספר:
 $\frac{2}{2} = 1$

שיעור ההטבה למספר:
 $\frac{1}{8.3 + 1} = 10.75$

ביבליוגרפיה

בנק ישראל - המחלקה המוניטרית, "ההתפתחויות בשוק ההון - סקירה שנתית", 1986 – 1990.

בנק ישראל - המפקח על הבנקים: חוזר 1414/06 "יחס הון מזערוי", יוני 1989.

ברקאי יעקב, חשבונאות ודיווח כספי – התחרייבות והון, עמ' 5 – 60.

חיים יאיר, "השימוש ביחס הון לפיקוח על הלימות הון", הרבעון לבנקאות, 108, יוני 1989, עמ' 75-54.

הבורסה לנירות ערך בתל אביב בעמ', מדריך לחברות, 1990.

לישכת רואי חשבון בישראל

- גילוי דעת מס' 44 לתיקון גילוי דעת מס' 33 "הטיפול החשבונאי וכלי הדיווח לגבי נירות ערך הרשומים למסחר בבורסה לנירות ערך ותעודות השתתפות בקרןנות נאמנות", פברואר 1987.

- גילוי דעת מס' 48 "הטיפול החשבונאי בכתב אופצייה", ינואר 1989.

- גילוי דעת מס' 53 "הטיפול החשבונאי בתחרייבות הנิตנות להמרה", ספטמבר 1990.

מציבות מס הכנסה:

- קר"ו א' – פקודות מס הכנסה וחוקים נלוויים לשנת 1991.

- קובץ הפרשנות לפקודות מס-הכנסה (החבק).

סמות יעקב, חשבונאות פיננסית, הוצאת אחיאסף, עמ' 768.

Abowd, John M., "Does Performance-Based Managerial Compensation Affect Corporate Performance?", Industrial and Labor Relations Review, 43, February 1990, pp. 52–73.

Accounting Standards Committee U.K. Exposure Draft 49, "Reflecting the Substance of Transactions in Assets and Liabilities", London: ASC, May 1990

Agrawal, Anup and Mandelker Gershon, "Managerial Incentives and Corporate Investment and Financing Decisions", Journal of Finance, 42, September 1987, pp. 823-837

American Institute of Certified Public Accountants. Accounting Principles Board

——— ARB No. 43, "Restatement and Revision of Accounting Research Bulletins", June 1953

——— APB No. 14, "Accounting for Convertible Debt and Debt Issued with Stock Purchase Warrants", March 1969

——— APB No 25, "Accounting for Stock Issued to Employees", October 1972

——— APB No. 29, "Accounting for Nonmonetary Transaction", May 1973

Special Task's Force Issue Paper, "Accounting for Employee Capital Accumulation Plans", 1983

Amihud Yakov and Baruch Lev, "Risk Reduction as a Managerial Motive for Conglomerate Merger", The Bell Journal of Economics, 12, Autumn 1981, pp. 605-617

Black, Fischer and Myron Scholes, "The pricing of options and corporate liabilities", Journal of Political Economy, 81, May/June 1973, pp. 637-650

Coughlan, Anne T. and Schmidt, Ronald M., "Executive Compensation, Management Turnover, and Firm Performance: An Empirical Investigation", Journal of Accounting and Economics, 7, April 1985, pp. 43-66

Cox, John C. and Mark Rubinstein, Options Markets, Englewood Cliffs, N.J. Prentice-Hall Inc., 1985

Defusco, Richard A., Robert R. Johnson and Thomas S. Zorn, "The Effects of Executive Stock Options Plans on Stockholders and Bondholders", Journal of Finance, 45, June 1990, pp. 617-627

Ehrenberg Ronald C., "Symposium Introduction: Do Compensation Policies Matter?", Industrial and Labor Relations Review, 43, February 1990, pp. 3-12

Federal Deposit Insurance Corporation, "Capital Maintenance: Final Statement of Policy on Risk-Based Capital", Federal Register, March 21, 1989, pp. 11500-11517

Federal Reserve System, "Capital; Risk-Based Capital Guidelines", Federal Register, January 27, 1989, pp. 4185-4221

Financial Accounting Standard Board,

- FASB Statement of Financial Accounting Concepts No. 8, "Elements of Financial Statements", 1985
- FASB interpretation No. 28, "Accounting for Stock Appreciation Rights and other Variable Stock Option or Award Plans" December 1978.
- FASB Invitation to Comment "Accounting for Compensation Plans Involving Certain Rights Granted to Employees", May 1989
- FASB Discussion Memorandum "An Analysis of Issues Related to Distinguishing Between Liability and Equity Instruments and Accounting for Instruments with Characteristics of Both", August 1990
- FASB Proposed Statement of Financial Accounting Standards, "Disclosures About Market Value of Financial Instruments", December 1990

Galai, Dan and Schneller Meir I., "Pricing of Warrants and the Value of the Firm", Journal of Finance, 33, December 1978, pp. 1333-1342

Gibbons, Robert and Murphy, Kevin J., "Relative Performance Evaluation for Chief Executive Officers", Industrial and Labor Relations Review, 43, February 1990, pp. 30-51.

Gordon, Lilli A. and John Pound "ESOPs and Corporate Control", Journal of Financial Economics, 27, October 1990, pp. 525-555

Hagerty K., Ofer, A. and D. Siegel, Managerial Compensation and Incentives to Engage in Far-Sighted Behavior, Northwestern University Press, 1990.

Haugen, Robert A. and Lemma W. Senbet, "Resolving the Agency Problems of External Capital Through Options, Journal of Finance, 36, June 1981, pp. 629-647

Healy, Paul M., "The Effect of Bonus Schemes on Accounting Decisions", Journal of Accounting and Economics, 7, April 1985, pp. 85-107

Jensen, Michael C. and William H. Meckling, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure", Journal of Financial Economics, 1976, pp. 305-380

Larcker, D.F., "The Association between Performance Plan Adoption and Corporate Capital Investment", Journal of Accounting and Economics, 5, 1983, pp. 3-30

Leonard, J.S., "Executive Pay and Firm Performance", Industrial and Labor Relations Review 43, February 1990, pp. 13-29

Murphy, Kevin J., "Corporate Performance and Managerial Remuneration: An Empirical Analysis", Journal of Accounting and Economics, 7, April 1985, pp. 11-42

Robbins Barry P., "FASB's Long Look at Stock Compensation Plans", Journal of Accountancy, August 1988, pp. 60-68.

Stoughton, N. and Talmor, E., "Managerial Bargaining Power in the Determination of Compensation Contracts and Corporate Investment", February 1991

The Institute of Chartered Accountants in England and Wales- Accounting Standards Committee:
Technical Release No. 677, "Accounting for Complex Capital Issues", November 1987

סידרת פרסוםים**סידרת מחקרים יישומיים בחשבונאות****תשנ"ב**

נ"ב – 1 היבטים חשבוניים וכלכליים בהנפקות חבילה ובהנפקות לעובדים
פרופ' מנחם ברנר / פרופ' יצחק סוاري, אוקטובר 1991.

סידרת עבודות מחקר**KASIERER INSTITUTE – WORKING PAPERS – 1990**

No.	TITLE	PP	DATE	AUTHORS
K1/90 (ACC)	חשבונאות בתנאי אי ודאות פיננסית Accounting Under Conditions of Financial Uncertainty	35	January	דורון דבי ישראל סוاري Doron Debi Itzhak Swary
K2/90 (ACC)	הבטים במבנה החדש של הדוחות הכספיים של הבנקים The New Structure of the Banks' Financial Statements	32	March	דורון דבי Doron Debi
K3/90 Inteco	Transfer Pricing by the Multinational Firm	36	November	Neal M. Stoughton Eli Talmor
K4/90 (ACC)	הערכת המנהה החדש של הדוחות הכספיים של הבנקים Evaluating the New Structure of the Banks' Financial Statements	28	November	אמיר ברנע דורון דבי ישראל סוاري Amir Barnea Doron Debi Itzhak Swary
K5/91 (Acct)	Information Signaling in the Valuation of IPOs: The Case of Mutual Thrift Institutions	35	January	Joseph Aharony Chan-Jane Lin
K6/91 (Cap. Mark)	Expected Inflation, Unexpected Inflation, and Relative Price Dispersion: An Empirical Analysis	12	March	Shmuel Kandel Aharon R. Ofer Oded Sarig
K7/91 (Finan)	Auditor and Underwriter Quality in the Valuation of Initial Public Offerings		October	Joseph Aharony Chan-Jane Lin

