



הוצאה לפועל

אחד המאפיינים הבולטים של 2008 היה התנדתיות הרבה בבורסות, אשר גרמה לכך שבמידה רבה לא היה "שוק פועל" לחلك ניכר מנירות הערך. הדבר מחייב פיתוח כלים חילופיים למדידת השווי ההוגן של נכסים פיננסיים > אשר שקרה, רועי שלם, צחי חכם

קיימים, משחמים בהם למדידה של הנכס או התחייבות.

לעומת זאת, עם תחילת המשבר הכללי בשנת 2008, החלו גורמים נוספים להשפיע על הסחרות והמחיר של ניירות הערך. פדיונות כבדים בקופהות הגמל וקרנות האנאמנות, לעיתים עקב פאניקה ואפקט עד"ר של משקיעים, הביאו לכך שהגופים המוסדיים נאלצו לשנות באופן דרמטי ובזמן קצר את הרכב התק החשאות שלהם.

הចורך בהגדלת הרכיב הנזיל בתיק החשיkeit גורם למשקיעים מוסדיים למכור סחורה בכל מחיר, ודוחף את מחירים ניירות הערך כלפי מעלה בתיקון חריף. דוגמא זו ממחישה את המittance הקנים לעיתונים, ובמיוחד בעיתות מסבר בשוק ההון, בין סחרות נמוכה של נייר הערך, לבין העובדה שהמחיר בשוק אינו בהכרח מייצג שוויו ההוגן.

מהבחן תיאורטית ואמפירית, קיים דיון בספרות המימוניות לגבי ההשפעה של סחיה רות נמוכה או העדר סחרות על התמוך של נכס. כאשר מדובר בנכס המוגבל באופן מלא, ללא אפשרות להניזל באמצעות מכירה, ניתן לטען, כי האיסחרות עלולה להשפיע ולגרום לניכיון מחיר הנכס.

התמוך חסר של מנויות בלתי סחיה רות עשוי לנבוע מהרצון של מוחזקי המניה החסונה למימוש מוקדם והנחלת המניות. יש אמן דעתות הגורשות, כי מימוש מוקדם של נכס פיננסי הוא מהלך לא רצינאי, אך מולן מתייעבים מוחרים המוכחים, כי ישנה הצדקה כלכלית למימוש זהה.

מתודולוגיות לבחינת שוק פועל
מעבר לסתירות, שהיא נושא מאמר זה, יש לציין, כי בדרך הישירה לבחינה האם השוק

פיננסית יוכרו במאזן כאשר היחסות המדיניות הופכת להיותצד להסדרים החזאים של המנכיר. הטיפול המנחה בגורמים הוא, כי מדידת תהיה בשוויו ההוגן כאשר השינויים בשוויו ההוגן נזקפים לדוח רווח והפסד, אלא אם הם משמשים לגידור, ועומדים בכל דרך היסורים שמצויבת החשבונאות, בעיקר בקשר לתיעוד.

במועד ההכרה הראשונית יוכר המנכיר הפיננסי בסכום ששולם המייצג את השווי ההוגן שלו, אלא אם כן העיטה אינה מבוססת על מחירי שוק, או כאשר קיימת ראייה אחרת לשוויו ההוגן של אותו מכשיר על ידי השוואת עסקאות שוק שוטפות אחרות במושב זהה, או בתבסס על טכניקת הערכה משתמשה כוללים ורק נתונים נצפים בשוק.

רימה 1 מתיחסת למקרים בהם קיים מחיר שוק פועל לנכסים פיננסיים זהים.
> רימה 2 – הערכה עקיפה באמצעות נתוני שוק אחרים, אשר ניתן להסיק מהם על מחיר השוק, באמצעות קורלציות או דרכיהם אחרות.

> רימה 3 – הערכות הבוססות על נתונים שאינם מבוססי שוק.

הבורסה כשוק פועל
בימים כתיקונים, הבורסה נחשבת לשוק פועל המאפשר, בנסיבות ובזמינות, קבלת מחירים מצוטטיים. מחירים אלו מייצגים עסקאות שוק המתחרחות בפועל ובאופן סדיר בין צדדים שאין ביניהם יחסי מיוחד. על פי התקינה החשבונאית, קיום של ציטוטי מחיר המפורטים בשוק פועל, מהוות את הראייה הטובה ביותר לשוויו ההוגן, וכאשר הם

נת 2008 התאפיינה באירועים ובאירועים רבים בישראל. התנדתיות בתשואה ניירות ערך גדלה באופן משמעותי עותי, תוך ירידות שעירם ניכרות כמעט בכל הענפים. במצבות כזו, שואלים עצם רבים ממחזיקי ניירות הערך האם השווי הבורסאי מייצג את השווי ההוגן של ניירות אלו. בפרט נשאלת השאלה, האם סחרות נייר הערך אמורה להוות פקטורי בהערכת מחירו.

השלכות המעביר לחשבונאות שווי הוגן בעקבות ה-IFRS
המעבר לתקינה הבינלאומית הביא להסתמך כותר בה יתור על שוויו ההוגן כבסיס מדידה חשבונאי. הערכות שווי נדרשות יומי, בין היתר, בכספי עסקים, במדד ירידת ערך נכסים ובהערכה של מכשירים ונגורים פיננסיים. התקינה הבינלאומית אף חידשה ביחס לפרקטיקה המקובלת, כאשר אפשרה שימושם של רכוש קבוע ושל נדל"ן להערכתם לפי שוויום ההוגן.

אחריו שונשא מאמר זה הוא שוק פועל, עיקר העיסוק יהיה בSELLIM המנכדים לגבי מכשירים פיננסיים. בהקשר זה נזכיר, כי התקנים הרלוונטיים הם תקן חשבונאות בינלאומי, 39, העוסק בכספי הכרה ומדדיה של נכסים פיננסיים והתחריבות פיננסיות; תקן חשבונאות בינלאומי, 32, העוסק בכספי הציגתו של מכשירים פיננסיים; ו-727, העוסק בדרישות הגלי בגנים. העיקרונות המנחה בחשבונאות המכשירים הפיננסיים הוא, כי נכס פיננסי או התחריבות

דו"ח אשר שקלר, רועי שלם וצחי חכם, גיזה זינגר-אבן



הבורסה בניו יורק. מבחון הסחרירות

הערך בנקודות זמן שונות. לסיקום נאמר, כיimbוחן הסחרירות ממשות פרקטית רבה. אם אכן ניתן להראות, כי נייר הערך סובל מבעיית סחרירות, הרי שווי השוק של נייר הערך אכן מיצג בהכרח את שוויו ההוגן, ובמצב זה אפשר ואך ראו לבחון שיטות נוספות להערכת השווי.

המבחן בישראל – בדיקה אמפירית כאשר בוחנים את השוקים הפיננסיים בארץ ובעולם מבלתי-על, ניתן להיווכח מיד, כי המשבר הפיננסי של 2008 הביא לגידול עצום בתנותיות המחיר ובסיכון הגלום בנויות ערך סחרירים. הטבלה המצורפת מציגה את הגידול שחל בסיטיות התקן (במנוחים שנתיים), בבורסה בארץ בהשוואה לארה"ב. ניתן לראות, כי לפחות בקריטריון הגידול בתנותיות, חלו ללא ספק תמרומות בשוקים הפיננסיים, ולא היה זה בלתי היגיוני להתבט פעם נוספת בשאלת המחיר הרוגע**הבורסה מיצגת את שווים ההוגן של הנכסים** הנசחררים.

בישראל מרווחי הקנייה-מכירה ניתנים לבחינה באמצעות ניתוח ספר הפוקודות של הבורסה לנויות ערך, בעזרת בניה של מדדים שונים של מרווחים אלו. באמצעות כלים שפיתחנו בחברת גיזה-זינגר-אבן, זיהינו כודדים מובהקים, המעידים על רמת סחרירות יחסית של ניירות ערך. ניתוח אמפירישבי צענו בשנה האחרונות למספר חברות, המשתקיכות למשך ת"א 100, הعلاה כי בשנת 2008 התרחיב הפער בין שעריו המכירה והרכישה, כפי שניתן לראות בגרף המצורף.

לגביו מרווחי המסחר, הממצאים היו פחות חד-משמעותיים: בתחום מנויות נייר

הגידול השנתי בטיעות התקן בבורצות, 2008

ישראל								תקופה
ארה"ב	S&P 500	NASDAQ	ת"א-25	ת"א-100	ת"א-2006	ת"א-2007	15.9-31.12.2008	
10%	14%	14%	23%	27%	17%	16%		2006
16%	17%	17%	20%	29%	17%	17%		2007
68%	66%	62%	62%	100%	48%	54%		15.9-31.12.2008
41%	41%	41%	39%	63%	31%	34%		2008

השאלה האם השוק פעיל או לא, יצאה מתחום מגדר השוותה אודרטוי והפכה לבעה פרקטית המשbieעה על חיינו כולם, בדמות החשקיות, החסכנות והבונסיה שלנו. בנסיבות אלו יש להתייחס בכבוד ראש לשאלת ומשמעוותה, תוך הפעלת הכלים העיקריים ביותר למדידה

ההוגן של מכשירים פיננסיים בשוקים שאינם פעילים עוד". נייר זה בוחן את ההבדלים בין שוק פעיל לשוק שאינו פעיל, וקובע קрит'ריאונים לצורק הבדיקה האם השוק פעיל. ריאונים העומדהמצוין, כי אין מבחן חד-משמעיים לכך ששוק אינו פעיל. עם זאת, מחזורי מסחר נוכחים ביחס למספר היחסי דתוות גבוהה של המכשיר הפיננסי, תנור מוחזורי מושך עבורה הנכס הפיננסי (המחיר שששתתף בשוק בין מחיר הקנייה (המחיר שששתתף בשוק מוכן לשאלם עבור הנכס הפיננסי) לבין מחיר המכירה (המחיר שששתתף בשוק מוכן לקבל בגין מכירת הנכס הפיננסי), עשויים להציגו על שוק שאינו פעיל.

בשוק פעיל בו קיימים מחזוריים גדולים והמחיר בו משקף את השווי ההוגן של נייר הערך, רוב פוקודות המכירה והקנייה מרווחי זות במרווח קטן שבב市场经济. לפיכך, מרווחי קנייה-מכירה הם אינדיקטיה לכך שהנכסים והקניים לא מאמינים שמחירות השוק הוא המהיר ההוגן, והפוקודות טומנת בחוובן אלמנטים ספקולטיביים.

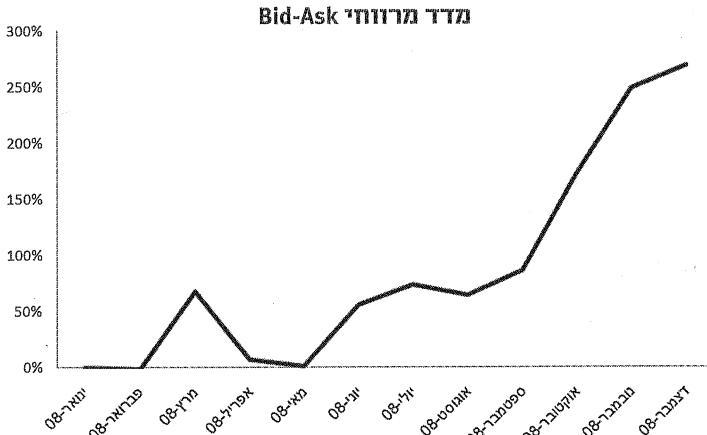
נייר העומדה אינו מצין באיזה אופן יש לחשב את המרווחים ומתי הם נחשים בימי "גדולים". לפיכך, יש לפתח מדדים שונים לגבי מרווחים אלו. כמו כן, בפרקтика יש ליחס גישה השוואתית על ידי השוואת בין ניירות ערך שונים, או השוואת אותו נייר

פעיל היא בחינת יעלות השוק. בשוק הון יעליל, מוחיר הנכסים משקפים את מלאו המידע. בספרות המימונית קיימות מספר הגדירות למושג יעלות השוק, המעידות על רמות שונות של יעלות.

אחרת הגדירות השימושיות ביותר היא "יעילות חלה", שמשמעותה שהמהירות משקפים את המידע הגלום במדד העבר (מחירים, מחזוריים, מכירות ב勍ורר וכל מידע טכני אחר). בשוק הון יעליל (בגרסתו "חלשה"), ערכו של נייר ערך מגלם את כל המידע שבידי הציבור, ולפיכך, ערכו בשוק מיצג את האומדן הטוב ביותר לערכו הנאות.

אם אי-יעילות השוק היא מצב מתמשך, ניתן ליחס את מבחון התשואה העודפת. על פי מבחון זה, בשוק לא יעליל, התשואה העורפית המצטברת צריכה להיות שונה באופן מובהק מזו המnobאת על ידי המודלים המקוריים, כגון התאמת סיכון באמצעות מודל CAPM. אם אכן מושגת תשואה ועדפת מצטברת משמעותית ב景德 תקופה זמן ארוכה, קיים החשש שהשוק אינו יעליל ומהירות השוק אינו מיצג את השווי הנאות.

דרך נוספת לבחינה האם השוק פעיל, בתקופות קצרות יותר, היא בחינת נתוני המספר. באוקטובר 2008 פרסמה הוועדה לתכנון חשבונות בינלאומיים (IASB), נייר عمדה שכותרתו "מדד וגילוי של שוויים



54% הבורסה בתל-אביב. שטיתת תקן של
במדד ת"א 100 בספטמבר-דצמבר 2008
| צילום: יוסי זיליגר

דעתות

1. פרט לנגורים מסוימים ממפורט בתקינה –
נגורים בהם נכסיו הבסיס אינם פיננסיים והם
בעל מאפייני סיכון מיוחדים.

2. מבוסס על FAS 157 האמריקני. לאחרונה
פרסם IASB לתגבורות הציבור טוויות תקן
בנושא מדידת שווי הוגן, אשר הושפעה רבתות
מהמקביליה האמריקנית.

3. ראו למשל:

Y. Amihud and H. Mendelson, "Asset Pricing and the Bid-Ask Spread", *Journal of Financial Economics*, 17, pp. .223-249

Y. Amihud and H. Mendelson,
"Liquidity, Maturity, and the Yields
on U.S. Treasury Securities", *Journal of
Finance*, 46, pp. 1411-1425

IASB Expert Advisory Panel: .4
"Measuring and disclosing the fair
value of financial instruments in
markets that are no longer active",
.October 2008

בפועל. השילוב בין שני סוגים נטוניים אלו הוא שמאפשר את אמידת גמיישות הביקוש המי-מונייתו, שהיא ההשפעה החזואה על מחיר נייר הערך הנמדד כתוצאה מכירה של כמה נתונה של ניירות בזמן נתון.

הידידות של חלה באינדיקטורים הפיזיים של חברות שונות בחודשי המשבר, עירדרעה את הביטחון ביכולתן למדו בת-חיבוביותיהן הפיננסיות. חברות הדירוג לא היסטו לבצע הורדות דירוג לא מעטות, במקביל לירידה במדד.

בכל לבחינת הוודת דירוג לחבות אחרות. על כן, עבור חברות המחזיקות כמות גודלה של ניירות ערך סחרים של חברות אחרות, ובפרט חברות החזקה, סחרותם של ניירות ערך אלה עשויים להשפיע בצורה קרי-טיבית על הערכה לגבי יכולתה של החברה לעמוד בהחזיר חובותיה. סחרות, במקרה זה, מתחבطة בשאלת האם ניתן למכור בשוק כמות גודלה של ניירות ערך בזמן קצר, ותוך שהשਪיעה מונינה על המPAIR.

המסקנה מכל אלו היא, כי השאלת האם השוק פעליל או לא, יצאה מתחום מגדל השן התיאורטי והפכה לבעה פרקטית המשמשה בפייה על חיננו כולנו, בדמות ההש侃עות, החסכנות והפנסיה שלנו. בנסיבות אלו יש להתייחס בכבוד ראש לשאלת ומשמעוויותה, תוך הפעלת הכלים הטובים ביותר למדידה, בדומה לאלו שתוארו במאמר זה.

חללה ירידה במחוזרים ובאחרים – עליה
למרות זאת, מסיקום שני מדי הסתירות,
ניתן להגיא למסקנה המענינית, כי עבור
ニיריות ערך לא מעשים, המשבר הפיננסי
הביא להידרדרות משמעותית באינדיקטוריים
המצביעים על קיומו של שוק פעיל. כאמור,
המשמעות היא, כי שווי השוק של ניירות
ערך מסוימים עלול שלא ליעց את שווים
ההוגן ובמצב מעין זה אפשר, וכך רואו,
לבחנו شيئا נספחת להערכות השונו.

העדך סחרות וחיסרונו לאודל

בהתאם לפאר הזרם בז' העמתקאות
נושא חשוב נוספת הקשור לחשיבותו, הוא
היכולת של חברה למשוך ניירות ערך בכמות
גדולה בתקופת זמן קצרה. באמצעות ניתוח
ספר הפוקודות של הבורסה, ניתן לבחון
גם את השפעת כמות המניות המומושת
על מחיר המניה. בחינה זו נעשית באמצעות
עות החישוב גמישות הביקוש המימונית, תוך

גמישות הביקוש מאפרשת אומדן המס' ביר את גודל השינוי במחair המניה בין שני שעריו עיסקה עוקבים, ביחס לנפח העסקאות, תוך מתן משקלות לפערו הזמנים בין העש' קאות. יתרונו של ניתוח ספר הפקודות בכך שהוא מספק מבט ייחודי על ההשפעה של עסקאות בפועל על המחיר, כמו גם נתונים על החיציעים והביקושים אשר לא הتمשו