

אוניברסיטה העברית בירושלים
ביה"ס למנהל עסקים - מייסודם של דניאל ורפאל רקנאטי

תוכנית המב"ע למנהלים התמחות במימון
EMBAF-7

פרוייקט גמר

השפעת אימוץ ה-IFRS
על ענף הנדל"ן המניב
בישראל

מנחה: ד"ר בועז ברזילי

מגישים: אהרוני עוזי
הרציג-פלד תמר

ראשי-פרקים

- 1 תקציר
- 2 מבוא ותקציר מנהלים
- 4 אימוץ תקני ה-IFRS ומודל השווי ההוגן בארץ
- מחקרים קיימים בנוגע לאימוץ מודל השווי ההוגן
- 6 והביקורת הציבורית על אופן אימוץ המודל בשוק הנדליין המניב בארץ
- 11..... מבנה הטיעון - הגורמים המרכזיים לכשלים במודל השווי ההוגן ויישומו
- 11..... א. הקושי בבחירת שערי היוון לצורך הערכות שווי
- 14..... ב. בעיית זמינות ושקיפת המידע
- 17..... ג. חובת הגילוי המצומצמת החלה על שוק הנדליין המניב בהתאם לכללי ה-IFRS
- 20..... שיטת המחקר- מתודולוגיה
- 20..... מקורות המידע -
- 20..... תקופת המחקר
- 20..... גודל המחקר
- 21..... ניתוח המחקר וממצאים
- 21..... ממצאים לעניין היקף חובת הגילוי
- 22..... ממצאים לעניין בחירת שערי היוון לצורך הערכות שווי
- 26..... סיכום ומסקנות
- 27..... מקורות

נספח א'- סקר תשואות לנכסים מניבים לשנת 2009.

נספח ב'- טבלה מרכזת של כל נתוני הערכות השווי שנבדקו במחקר.

תקציר

תקני ה-IFRS הינם תקנים הקובעים כללי חשבונאות בינלאומיים. תקנים אלו כוללים, בין היתר, תקן שעניינו הצגת נדל"ן להשקעה בדו"חות הכספיים לפי מודל ה"שווי ההוגן" במקום לפי "מודל העלות". כלומר, עם אימוץ התקנים ניתן להציג נדל"ן להשקעה בדו"חות לפי שווי השוק שלו ולא לפי עלותו ההיסטורית, כפי שהיה נהוג עד אז, אשר לרוב שונה משווי השוק של הנכסים בעת הצגת הדו"חות. המוסד הישראלי לתקינה חשבונאית בישראל אימץ את תקני ה-IFRS והחיל אותם על כל החברות הציבוריות, הכפופות לחוק ני"ע, ה חל משנת 2008.

במחקר זה בחנו את ההשפעות של יישום מודל השווי הוגן על חברות הנדל"ן המניב בישראל והצגנו את הביקורת השונה שהושמעה בציבור לגבי אופן יישום המודל.

מצאנו שלושה כשלים מרכזיים בתהליך היישום של התקינה בישראל ועיקרם: הבדל מהותי בשערי ההיוון בהם משתמשים מעריכי שווי נדל"ן ואשר גורמים לשווי שונה לנכסים דומים, לעתים ללא הצדקה שמאית אמיתית; חוסר שקיפות המידע השמאי בהצגת הדו"חות אינו מאפשר ביקורת על התחשיב השמאי ומרכיביו; חובת דיווח מצד החברות אינה מספקת ופוגעת ביכולתם של השמאים לקבוע באופן מהימן שווי הוגן של נכסים כמו גם ביכולת ציבור המשקיעים לבקר את המגמות והשינויים ולכוון השקעתם בהתאם.

לצד הכשלים הצענו פתרונות מעשיים להכנסת הוראות מתקנות בתקינה הישראלית, שלהערכתנו תביא לצמצום הכשלים, יצירת שקיפות גדולה יותר, ביקורת טובה יותר מצד המשקיעים וביצוע עבודה מהימנה ומדויקת יותר על-ידי ציבור המעריכים.

מבוא ותקציר מנהלים

מבט חטוף בכותרות שפורסמו במוסף שוק ההון של עיתון גלובס, ביום 31/3/2010, עם סיום פרסום הדו"חות הכספיים לשנת 2009 של החברות הציבוריות בארץ, מגלה כותרות רבות הנוגעות לשוק הנדל"ן ולשיערוכים שביצעו חברות הנדל"ן בארץ. בשני העמודים הראשונים של המוסף, הופיעו הכותרות הבאות:

- **הכותרת:** "אולימפיה: מחיקות גדולות באוקראינה והפסד של 217 מ' ש"י". בגוף הכתבה: "שיערוך נכסי נדל"ן להשקעה, בעיקר באוקראינה, הוביל את אולימפיה נדל"ן להפסד כבד של 217 מיליון ש"ח ב-2009".
- **הכותרת:** "לרדת בגדול: אלביט הדמיה הפסידה 533 מיליון ש"ח ב-2009". בגוף הכתבה: "לצד היעדר מימושים רשמה אלביט הדמיה ירידות ערך משמעותיות לנכסיה ואלה הסתכמו בכ- 232 מיליון שקל.... דודי מחלוף, מנכ"ל משותף באלביט הדמיה, התייחס לדו"חות, והדגיש כי מקור ההפסדים הוא במרכיבים שאינם תזרימיים, בעקר הפחתות שווי נכסים...".
- **הכותרת:** "למרות שחזרה להרוויח: הערת 'עסק חי' עדיין מתנוססות מעל דו"חות ארזים". בגוף הכתבה: "עליית ערך נדל"ן בהיקף של 50.5 מיליון שקל ברבעון הרביעי של 2009 הביאה את החברה לרשום ברבעון זה רווח של 50.5 מיליון שקל וזאת לעומת הפסד של 444.3 מיליון שקל ברבעון הרביעי של 2008".

עינינו הרואות- נושא שיערוך נדל"ן להשקעה לפי שווי ההוגן הפך נושא מרכזי ומהותי בדו"חות הכספיים של חברות הנדל"ן. לא ניתן לדבר היום על תוצאות של חברת נדל"ן הנסחרת בבורסה מבלי לקיים ניתוח על חלקו של סעיף ירידת/עליית ערך הנדל"ן להשקעה.

מדובר בנושא חדש בנוף המקומי- ההחלטה להחיל את כללי התקינה הבינלאומית (תקני ה- IFRS) על החברות הציבוריות בארץ וכפועל יוצא- לאפשר להן לשערך את נכסי הנדל"ן להשקעה בהתאם לשווי הוגן, התקבלה בארץ רק בשנת 2006 וחייבה חברות ציבוריות לפעול על פיה רק החל משנת 2008.

היותו של הנושא **מרכזי וחדש** כל כך בתחום חברות הנדל"ן המניב בארץ, הפך את הנושא בעינינו למרתק ולאטרקטיבי. יחד עם זאת, "טריותו" של הנושא הייתה גם בעוכרינו והקשתה עלינו הן במציאת מקורות מידע בנושא והן באפשרות בחינת הנושא לאורך תקופת זמן משמעותית. לצערנו, לא הצלחנו לאתר מחקרים אקדמיים בארץ הבוחנים את השפעת אימוץ תקני ה- IFRS בעניין השווי ההוגן של נדל"ן להשקעה. מקורות המידע הקיימים בתחום כיום מתמצים במאמרים וכתבות מעיתונים ומכתבי עת מקצועיים (כתבי עת של חברות רו"ח, של לשכת רו"ח, של לשכת השמאים וכיוצ"ב).

קהל היעד של מחקר זה הינו כלל ציבור המשקיעים בשוק ההון. השינויים שיכולה לבצע חברה בדו"חותיה הכספיים באמצעות הערכת שווי הנדל"ן שבבעלותה משמעותיים. כפי שראינו בכתבות לעיל, מדובר בסעיף בדו"חות הכספיים שיכול להוביל חברה לרווח ו/או להפסד ולהשפיע, בהתאם, על שווי מניית החברה המוחזקת על ידי כלל המשקיעים בחברות הנדל"ן (הן באופן ישיר והן באמצעות קרנות פנסיה וכיוצ"ב).

בחלקו הראשון של המחקר אנו מפרטים את השינוי באופן הדיווח החל על חברות הנדל"ן החל מאימוץ התקינה הבינלאומית באמצעות סקירת החוקים, התקנות והתקנים המסדירים את נושא שיערוך הנכסים בדו"חות הכספיים והבהרתם (הגדרת נדל"ן להשקעה, הגדרת מודל השווי ההוגן וכיוצ"ב).

לאחר מכן אנו סוקרים את המחקרים המעטים הקיימים בעולם ובארץ הבוחנים את אופן אימוץ מודל השווי ההוגן וכן סוקרים בהרחבה מאמרים וכתבות מישראל, החל משנת 2007 (לאחר אימוץ התקנים הבינלאומיים) ועד היום המבקרים את מודל ה- IFRS ואת אופן יישומו. המשבר הכלכלי העולמי "הוסיף לפלפל" לסקירה שלנו, שכן יכולנו לבחון אם וכיצד הביקורת הכתובה בנושא משתנה בתקופות של גאות ובתקופות של משבר.

הביקורת שנשמעה הייתה אחידה וחזרה על הטענה שחברות הנדל"ן ניצלו את התקינה לצורך ביצוע שינויים בדו"חות הכספיים שלהן ועל מנת לייפות אותם באמצעות ניפוח רווחי הון הנובעים משיערוך, גידול הון עצמי וכיוצא"ב וכל זאת- מבלי לקחת בחשבון את הסיכונים החשבונאיים של איבוד השליטה על הרווח וההפסד החשבונאי לטובת גורמים מאקרו כלכליים- חיצוניים, כמו עליה וירידה בערך הנדל"ן.

כמו כן, הביקורת מתייחסת לכך ששיערוך הנכסים נעשה על ידי הערכות שמאי חיצוניות שאינן מדע מדויק אובייקטיבי וכי דרגות החופש הקיימות לשמאי מקרקעין, בבואו לבחון ערך של נדל"ן, נוצלו במלואן בידי חברות הנדל"ן כשהשוק עלה, לטובת עליית שווי הנכסים המוערך - עובדה שסייעה ליצירת בועת נדל"ן ולהתפוצצותה מאוחר יותר בצורה של מחיקות ענק של שווי נכסים.

כאמור לעיל, במחקר זה ננסה להצביע על הגורמים העיקריים, לדעתנו, לכשלים הנשמעים בביקורות על מודל השווי ההוגן של נדל"ן להשקעה ולכשלים ביישום שנעשה בו על ידי חברות הנדל"ן:

1. אופן בחירת שיעור היוון- לאור העובדה כי רמת הרגישות של תוצאות הערכות השווי לשינויים קטנים בשיעור ההיוון- גבוהה - קיימת חשיבות כי שיעור ההיוון יבחר וינותח באופן שיטתי. מאידך, בנצימרק של שיעור היוון- הוא דבר בעייתי לאור העובדה שמלכתחילה שיעור ההיוון כולל הרבה פרמטרים יחד.
2. בעיית זמינות ושקיפות המידע- בבואו של שמאי לבצע הערכות שווי, עליו להסתמך על נתוני השוואה משוק הנדל"ן (הן לעניין מחירי רכישה, מחירי שכ"ד, שיעורי היוון ועוד). נסקור בקצרה את מקורות המידע העומדים לרשות שמאי המקרקעין בישראל כיום ואת מצבם העגום.
3. חובת הגילוי בעת יישום מודל השווי ההוגן- גילוי נאות של הערכות השווי הנעשות בהתאם למודל זה יכול להוות מקור מידע מקיף ויעיל בשוק הנדל"ן. נסקור בקצרה את חובת הגילוי בהתאם לחוקים ולתקנים השונים בנושא ונציג את היקפה המצומצם של חובה זו.

שיטת המחקר בה נקטנו בוחנת את שומות המקרקעין שצורפו לדו"חות הכספיים של חברות הנדל"ן. סקרנו כאלף דו"חות כספיים שפורסמו החל מהרבעון הרביעי של שנת 2008 ועד (וכולל) הרבעון הרביעי של שנת 2009 ומתוכם איתרנו את החברות שצירפו לדו"חותיהן שומות מלאות בנוגע לנכסים מניבים שלהם. כל השמאויות שצורפו לדו"חות בתקופה זו, בנוגע לנכסים מניבים בארץ, רוכזו על ידינו בטבלה המכילה את המידע הרלוונטי הדרוש למחקר.

ראשית, בחנו את כמות הערכות השווי שנמצאו, בחתכים שונים (לפי רבעונים, חברות ציבוריות, שמאים, מיקומים, שטחי הנכס וכיוצא"ב) על מנת לבחון האם מידת הגילוי הקיימת כיום בשוק הנדל"ן המניב מספקת.

לאחר מכן, בחנו באמצעות הנתונים שאספנו את אופן השימוש של שמאים בשיעורי היוון על ידי השוואת שיעורי ההיוון בין רבעונים שונים, סוגי נכסים שונים (תעשייה/ מחסר/ משרדים), שמאים שונים, מיקומים שונים וכיוצא"ב.

מסקנתנו העיקרית במחקר זה הינה שמקורות המידע הקיימים בתחום זה עדיין אינם מפותחים מספיק. דרישות הגילוי הקיימות כיום, הן בתקן 40 והן בהנחיות הרשות לני"ע אינן מספקות. הדרישה לצרף שמאויות לדו"חות הכספיים מצומצמת לנכסים "מהותיים מאוד" בלבד ובהעדר הגדרה כמותית ברורה לנכסים מסוג זה- מצאנו כי הענין נתון לשיקול דעת החברה ובפועל כמות השומות שמפורסמת על ידי החברות מצומצמת.

כמו כן, מבדיקת שערי ההיוון אנו מסיקים כי קיימים פערים באופן בחירת שערי ההיוון בין שמאים שונים וחברות שונות. בהעדר יכולת לקבוע רגולציה בנוגע לשיעור ההיוון שיש להשתמש בהערכת נדל"ן מניב- נדרשת רגולציה רחבה ביותר הן לענין לחובת פרסום שמאויות שנעשות על ידי חברות ציבוריות והן לענין פרסום עסקאות הנעשות בפועל על ידי חברות ציבוריות.

אימוץ תקני ה-IFRS ומודל השווי ההוגן בארץ

בשנת 2002 הכריז האיחוד האירופאי על אימוץ כללי החשבונאות הבינלאומיים (להלן: "תקני IFRS"¹) החל מ-1 בינואר 2005, לגבי הדוחות הכספיים המאוחדים של חברות הרשומות בבורסות במדינות החברות באיחוד האירופאי².

ביולי 2006 פרסם המוסד הישראלי לתקינה בחשבונאות את תקן חשבונאות מס' 29³ אשר מטרתו לקבוע כי ישויות שכפופות לחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968 ומחויבות לדווח על פי תקנותיו של חוק זה, יערכו את דוחותיהן הכספיים לפי תקני IFRS, לתקופות המתחילות החל מיום 1 בינואר 2008. מטרה נוספת של התקן הייתה לעודד ישויות לערוך דוחות כספיים בהתאם לתקני IFRS עוד קודם. בהתאם לכך, ניתן היה לפרסום דו"חות לפי תקני IFRS החל מהדו"חות הכספיים שפורסמו לאחר 31 ביולי 2006.

עד החלת "מהפכת ה-IFRS", המודל היחיד הישים שהיה קיים להצגת נדל"ן להשקעה בדו"חות כספיים, היה מודל העלות⁴. לפי מודל זה, הנדל"ן מוצג לפי עלותו, בניכוי הפחת שנצבר (המחושב באופן שיטתי) ובניכוי הפסדים מירידת ערך שנצברו. כלומר, על פי השיטה שהייתה נהוגה טרם אימוץ ה-IFRS, לא הייתה אפשרות להציג נדל"ן בשווי הוגן העולה על העלות, "וההתאמה", ככל שבוצעה הייתה רק כלפי מטה.

התקן הרלוונטי בתקני ה-IFRS שדן בנדל"ן להשקעה הינו תקן חשבונאות בינלאומי 40 (להלן: "תקן 40")⁵. מטרת התקן לקבוע את הטיפול בנדל"ן להשקעה ואת דרישות הגילוי הקשורות אליו.

עוד בטרם אימוץ התקינה הבינלאומית בחשבונאות (IFRS), היה ברור כי השינוי הבולט של אימוץ התקינה עתיד להתרחש בדו"חות הכספיים של חברות הנדל"ן להשקעה. לא בכדי, חלק מחברות הנדל"ן להשקעה מיהרו להודיע על כוונתן לאמץ את התקינה הבינלאומית כבר בדו"חות הכספיים ל-2006.

נדל"ן להשקעה מוגדר כנדל"ן (קרקע, מבנה – או חלק ממבנה- או שניהם) המוחזק על ידי הבעלים (או על ידי חוכר בתכירה מימונית) לשם הפקת הכנסות מדמי שכירות או לשם עליית ערך הנדל"ן או שניהם, ושאינו מיועד למכירה במהלך העסקים הרגיל (מלאי) ו/או לשימוש בייצור בשימוש הבעלים.

לפיכך, נדל"ן להשקעה מפיק תזרימי מזומנים אשר, במידה רבה, אינם תלויים בשאר הנכסים המוחזקים על ידי הבעלים (להבדיל מנדל"ן בשימוש הבעלים).

תחילה, קבע התקן כי נדל"ן בהקמה או בפיתוח לשימוש עתידי כנדל"ן להשקעה לא יחשב כנדל"ן להשקעה. תיקון שנעשה במאי 2008 ואשר חל על הדו"חות הכספיים לתקופות המתחילות מ-01.01.2009 קובע, כי גם

¹ International Financial Reporting Standards -IFRS הם תקני דיווח כספי בינלאומיים שאומצו על ידי הוועדה לתקני חשבונאות בינלאומיים וכוללים: תקני דיווח כספי בינלאומיים (IFRS), תקני חשבונאות בינלאומיים (IAS) -International Accounting Standard) וכן הבהרות שנקבעו על ידי הוועדה לפרשנויות של תקני דיווח (IFRIC) והוועדה לפרשנויות תקני חשבונאות בינלאומיים (SIC).

² בארה"ב תקני ה-IFRS עדיין לא אומצו. ב-14/11/08 פירסמה הרשות לני"ע האמריקאית (ה-SEC) תוכנית עבודה, רשימה ארוכה של הצעות, קווים כלליים ואבני דרך שאם יושגו בפועל, יוכלו להוביל לכך שתהיה חובת דיווח לפי IFRS החל מדו"חות כספיים שמסתיימים בתאריך 15/12/2014 או לאחריהם.

³ תקן חשבונאות מס' 29- אימוץ תקני דיווח כספי בינלאומיים (IFRS), יולי 2006, המוסד הישראלי לתקינה בחשבונאות.

⁴ בהתאם לדרישות תקן חשבונאות 16 המגדיר את מודל העלות.

⁵ התקן פורסם על ידי הוועדה לתקני חשבונאות בינלאומיים (IASB) ונקרא בלועזית IAS 40. גרסה אחרונה הכוללת תיקונים הנובעים מתקני דיווח כספי בינלאומיים, אשר פורסמו עד 30 באפריל 2009.

נדליין בהקמה או בפיתוח לצורך שימוש עתידי כנדליין להשקעה יסווג כנדליין להשקעה. היינו, מעתה ויכלו החברות היזמיות לבצע הערכות שווי לפרויקטים בהקמה וליחס להם שווי העולה על העלות שנצברה בגינם.

נדליין להשקעה יוכר ככנס כאשר, ורק כאשר, צפוי שההטבות הכלכליות העתידיות, הקשורות לנדליין להשקעה יזרמו אל הישות וכן שהעלות של הנדליין להשקעה ניתנת למדידה באופן מהימן.

התקינה שאומצה בעניין נדליין להשקעה מתירה כיום לישות לבחור להציג את הנדליין להשקעה בדו"חותיה הכספיים לפי מודל השווי ההוגן או לפי מודל העלות. את המודל הנבחר, שווי הוגן או עלות, יש ליישם באופן עקבי לגבי כלל הנדליין להשקעה שבבעלות אותה ישות. כפי שיפורט להלן, כיום חברות הנדליין, רובן ככולן, פועלות בהתאם למודל השווי ההוגן בהצגת הנדליין להשקעה בדו"חותיהן הכספיים.

נדליין להשקעה ימדד לראשונה לפי העלות = מחיר רכישתו ועלויות עסקה שניתן לקשרן במישורין (כגון שכר טרחת יועצים מקצועיים, מסי רכישה ועלויות עסקה נוספות). במועד האימוץ לראשונה של התקן, ישות הבוחרת במודל זה, תדווח על השפעת אימוץ התקן כתיאום להון העצמי, והחל ממועד זה, השינויים בשווי ההוגן נזקפים לדו"ח הרווח והפסד בתקופה בה התרחשו. לא תהיה עוד זקיפה של הוצאות הפחת התקופתיות.

כלומר- השינוי המהותי שחל החל מאימוץ תקני ה- IFRS הינו יכולתה של חברה להציג את הנדליין להשקעה בדו"חותיה בהתאם למודל השווי ההוגן וזקיפת השינויים בשווי ההוגן לדו"ח רווח והפסד.

על פי מודל השווי ההוגן⁶, הנדליין יוצג בהתאם למחיר שהיה נקבע בין קונה מוצרן למוכר מוצרן הפועלים בצורה מושכלת- קרי, המוכר והקונה קיבלו מידע באופן סביר לגבי מהות ומאפייני הנדליין להשקעה, השימושים שלו בפועל והשימושים הפוטנציאליים שלו ותנאי השוק באותה תקופה. קונה ומוכר מוצרן הם מי שאינם להוטים מידי לקנות או המאולצים למכור. בנוסף, השווי ההוגן אינו צריך להיות מושפע מתנאים מיוחדים, כגון יחסים מיוחדים בין הצדדים, מכירה כפויה, אופן המימון וכו'. השווי ההוגן ישקף את תנאי השוק בסוף תקופת הדיווח (לתאריך נתון).

השווי ההוגן נקבע בדרך כלל על ידי שמאי מקרקעין והוא צריך לשקף את המחירים העדכניים והשוטפים של הנדליין בשוק פעיל. בהמשך המחקר נפרט את הגישות השונות הקיימות להערכת שווי נדליין ואת אופן יישומן.

התקן מכיר בכך שישנם מקרים יוצאי דופן בהם השווי ההוגן של נדליין לא יהיה ניתן לקביעה באופן מהימן על בסיס מתמשך. אם ישות קובעת שהשווי של נדליין מסוים בבעלותה לא ניתן לקביעה באופן מהימן על בסיס מתמשך, במקרים בהם לא מדדה בעבר את אותו נדליין לפי שווי הוגן- הישות תמדוד את הנדליין להשקעה תוך שימוש במודל העלות שבתקן חשבונאות בינלאומי 16 והיא יכולה, אם בחרה בכך, להמשיך ולמדוד את שאר הנדליין שבבעלותה תוך שימוש במודל השווי ההוגן.

⁶ תקן 40, סעיפים 33-55 מגדירים מהו מודל השווי ההוגן

מחקרים קיימים בנוגע לאימוץ מודל השווי ההוגן
והביקורת הציבורית על אופן אימוץ המודל בשוק הנדל"ן המניב בארץ

היות והתקינה הבינלאומית אומצה באיחוד האירופאי ובישראל רק בשנים האחרונות – קיימים מעט מאוד מחקרים קודמים בכלל ומחקרים אקדמיים בפרט הבוחנים את השפעת מודל השווי ההוגן על שוק הנדל"ן.

מחקר שנעשה באוניברסיטת הארוורד, בחר את אימוץ ה- IFRS באיחוד האירופאי באמצעות הבחירה שעשויות חברות נדל"ן להשקעה בהתאם לתקן 40 בין מודל השווי ההוגן לבין מודל העלות⁷. המחקר בוחן גורמים שונים היכולים להשפיע על חברה בבואה לבחור מודל כגון: המודל שהיה נהוג במדינה בטרם ה- IFRS, החובה המקומית במדינה לשקיפות בדו"חות הכספיים, נזילות השוק בה עובדת החברה, הפיזור בבעלויות בנכסים וכיוצא ב. תוצאות המחקר מעידות בכלליות על כך שברוב המקרים סביר יותר שחברות יבחרו במודל השווי ההוגן. המחקר בחן 125 חברות נדל"ן שחברות באיחוד האירופאי וכפופות לתקן IAS 40 וגילה כי 102 חברות מתוכן אימצו את מודל השווי ההוגן.

מחקר נוסף שנעשה גם הוא בהארוורד שנה מאוחר יותר⁸, בוחן את החלטת חברות נדל"ן באיחוד האירופאי לאמץ את מודל השווי ההוגן עוד בטרם החלת החובה החוקית לכך. המחקר בחן דו"חות כספיים שנתיים של 77 חברות וגילה כי גם לפני כניסת ה- IFRS לתוקף וגם אחרי, מספר החברות שבחרו במודל השווי ההוגן היה כמעט זהה (57-58 חברות). כלומר, המחקר מגלה שחברות שלא בחרו בשווי ההוגן בטרם כניסת ה- IFRS לתוקף גם לא בחרו במודל השווי ההוגן לאחר מכן – עובדה המרמזת כי אימוץ מודל השווי ההוגן לא נעשה רק בגלל החובה המנדטורית כי אם בגלל כדאיות כזו או אחרת של החברה. הנחת המוצא היא כי העובדה שציבור המשקיעים דורש מידע על שווים ההוגן של נכסי החברה – גורם לחברות להרגיש מחוייבות יותר לשקיפות ולפרסום מידע על שווי הוגן, גם בטרם כניסתו לתוקף של תקן IAS 40 וגם לאחרי.

שני מחקרים המציגים כי רוב החברות באיחוד האירופאי בחרו לאמץ את מודל השווי ההוגן ואף בחרו לאמצו בטרם כניסת תקן ה- IFRS לתוקף – מלמד כי מדובר במודל המיטיב עם החברות הציבוריות ועם הדו"חות הכספיים.

בסקר של חברת ארנסט אנד יאנג שפורסם בינואר 2010⁹ אנו מוצאים גישה ביקורתית על אופן יישום המודל. בסקר נבחנו 30 חברות נדל"ן באירופה, אוסטרליה והמזרח הרחוק. תוצאות הסקר מראות ש- 27 חברות מתוכן אימצו את מודל השווי ההוגן. מתוך אותן חברות, רק 11 חברות מסרו מידע כמותי בדו"חות הכספיים שלהן, על נכסים להן בוצעו הערכות השווי ועוד שתי חברות נוספות חשפו נתונים כמותיים בדו"ח הדירקטוריון שלהן. רק תשע חברות חשפו/ ביצעו בדיקת רגישות לשווי שנקבע. מסקנת המחקר הינה שגילוי לקוי זה – גורם לחוסר וודאות והעדר אמון הציבור בנוגע לשווי ההוגן של הנדל"ן כפי שנקבע על ידי חברות הנדל"ן. המאמר מסכם שהדרך היחידה להתמודד עם חוסר הוודאות היא שקיפות וגילוי מלאים של אומדנים, שיטות הערכה והנחות וכן בדיקות רגישות משמעותיות.

⁷ Karl A. Muller, Edward J. Riedl, Thorsten selhorn, **Choosin Cost versus Fair Value: International Evidence from the European Real Estate Industry Upon Adopting of IFRS**, Harvard Business School, December 2007.

⁸ Karl A. Muller, Edward J. Riedl, Thorsten selhorn, **Consequences of Voluntary and Mandatory Fair Value Accounting: Evidence Surrounding IFRS Adoption in the EU Real Estate Industry**, Harvard Business School, August 2008.

⁹ Ernst & Young, **IFRS for real estate- Current issues and financial statements survey**, January 2010.

בארץ, נושא בחינת אימוץ התקינה בתחום הנדל"ן המניב טרם נחקר בצורה אקדמית מסודרת. המחקרים היחידים שהצלחנו לאתר בנושא היו מתוך מאמרים וכתבות מכתבי עת מקצועיים (כתבי עת של חברות רו"ח, של לשכת רו"ח, לשכת השמאים וכיוצ"ב).

במאמרים אלו, כפי שיפורט להלן, רווחת הטענה כי בתקופת הגאות, עוד טרם כניסת המשבר הפיננסי, היינו עדים לשימוש מאסיבי בתקינה של הערכת שווי נדל"ן להשקעה וניצול התקינה לטובת האינטרסים הכלכליים של החברות ולייפוי הדו"חות הכספיים. חברות קיבלו הערכות שווי משמעותיות לנכסיהם והעלו את סך המאזן וההון העצמי ועל ידי כך שיפרו את יחסי האיתנות של החברה. יחד עם זאת, הערכות שווי אלו, היו פרי של תקופת גאות בשוק, בעיקר שוק הנדל"ן, ותוצר של זרימת מזומנים רבה בשווקים וזאת מבלי לערוך ניתוחי רגישות ולהפעיל מקדמי רגישות לגבי חלק מהערכות השווי. עם פרוץ המשבר הכלכלי העולמי היינו עדים לירידות שווי משמעותיות של נכסי נדל"ן להשקעה ועם סיום המשבר היינו עדים שוב לעליות שווי.

חוסר היציבות בדו"חות הכספיים של חברות ציבוריות, הנובע כולו משינויים חשבונאיים בדו"חות ולא תמיד משינוי ממשי בפעילות החברה ו/או בתזרים המזומנים שלה- הוא שפגע באופן כה משמעותי בציבור המשקיעים בשוק ההון וגרם לביקורת החריפה על כך. נבחן את הביקורת הכתובה שמצאנו בנושא לפי תקופות:

2007- תקופת הגאות

יצחק עידן, בכתבתו על השפעות אימוץ ה- IFRS על ענף הנדל"ן¹⁰ שפורסמה עוד בתחילת 2007 קבע: *"השינוי הבולט של אימוץ התקינה הבינלאומית בחשבונאות (IFRS) עתיד להתרחש בדו"חות הכספיים של חברות הנדל"ן להשקעה. לא בכדי, חלק מחברות הנדל"ן להשקעה מיהרו להודיע על כוונתן לאמץ את התקינה הבינלאומית כבר בדו"חות הכספיים ל-2006"*.

קרן לוין אהרוני, מציגה במאמרה¹¹ את התיאוריה של ווטס וצימרמן- תיאוריה פוזיטיבית לתקינה החשבונאית הבוחנת כיצד נקבעים בפועל כללי החשבונאות ולא כיצד הם "צריכים" להיקבע. לטענתם, על אף שהחשבונאות ידועה ונתפסת כמקצוע שמבוסס על מבנה לוגי, אובייקטיבי ומהימן, שבפסגתו נמצאות "נורמות העל"- התקנים החשבונאיים אינם נקבעים לפי מבנה לוגי, אלא לפי ביקוש לתקנים חשבונאיים שנובע מאינטרסים כלכליים ופוליטיים של הגופים החזקים במשק, ולכן הם מהווים למעשה "שוק תירוצים חשבונאיים". תיאוריה זו, הגורסת כי התקנים הם תולדה של אינטרסים משתנים, תופסת משנה תוקף עקב כך שהתקנים החשבונאיים כולם אינם מתגבשים לתיאוריה שלמה ועקבית.

כאשר בוחנים את השיקולים שהובילו את חברות הנדל"ן לבצע אימוץ מוקדם של התקינה הבינלאומית, לאור התיאוריה של ווטס וצימרמן, ניתן להבחין בשני פנים. מחד גיסא, בבחינת הפן הנורמטיבי, נראה שהאימוץ המוקדם מבורך, שכן החברות השכילו ללמוד, להיערך וליישם-מוקדם את התקנים החדשים ושימשו כמנהיגות וכחלוצות. מאידך גיסא, בבחינת הפן הפוזיטיבי נראה, כי החברות "ניצלו" את האימוץ המוקדם בצורה סלקטיבית כדי לייפות את הדו"חות הכספיים שלהן.

¹⁰ יצחק עידן, השפעות אימוץ ה- IFRS על ענף הנדל"ן, דה מרקר, 16.3.2007.
¹¹ קרן לוין אהרוני, "מגדלים פורחים באוויר", מגזין רואה החשבון, דצמבר 2009. המאמר פורסם ב- 2009 אם כי המחקר שפורסם בו, כפי שמפורט במחקרנו, מתייחס לשינויים עד ובמהלך שנת 2007.

במדגם שנערך במאמר, נבחנו 95 חברות הנכללות במדד נדל"ן ובינוי. כ- 70% מהחברות במדגם אימצו את תקני ה- IFRS החל משנת 2005 ועד שנת 2007. בבחינת הדו"חות הכספיים של אותן חברות התגלו ממצאים מעניינים:

- הממוצע השנתי של עליית הערך של הנדל"ן להשקעה לחברה בשנת 2007 עמד על 138 מיליון ₪ לרבעון וברבעון הראשון הגיע אף ל 505 מיליון ₪.
 - היחס בין עליית הערך בנכסים לבין הרווח של אותן חברות לפני מס הינו בממוצע כ- 96%! כך לדוגמא, חברת דלק נדל"ן רשמה עליית ערך בסך 759 מיליון ₪ המהווה 118% מהרווח לפני מס. כלומר- כל הרווח של החברה נובע מרישום ההכנסה מעליית ערך של הנדל"ן להשקעה.
 - ממוצע יחס עליית הערך להון העצמי מגיע ל- 15%. עניינו הרואות כי יתרון נוסף שזכו בו החברות שאימצו את מודל השווי ההוגן היה גידול משמעותי בהון העצמי. הגידול בהון העצמי משפיע, בין היתר, על גיוס אשראי מוגדל מבנקים ומהציבור, שווי החברה, תגמול מנהלים ופוטנציאל חלוקת דיבידנדים.
 - 16 חברות מתוך רשימת החברות שנבדקו זכו לעבור מרווח להפסד בזכות עליית ערך הנדל"ן.
- יש לזכור כי הגידול המשמעותי ברווחים אלו הוא תוצאה של שינוי בדיווח החשבונאי ולא של שינוי ממשי בפעילות עסקית של החברה.

ניתן לטעון כי היתרון של התקינה, אותו טוענים מנהלי חברות נדל"ן, הינו שהמעבר למודל השווי ההוגן שיפר את התוכן האינפורמטיבי של הדו"חות הכספיים, באופן שהוא כולל מידע הרלוונטי למשקיע על השווי הכלכלי האמיתי של נכסי החברה – צעד נורמטיבי, חיובי ותלוצי לכאורה.

יחד עם זאת, יהיה מי שיטען כי הצעד של אימוץ התקינה הצדיק את השינויים בהם חפצו החברות. כעת יכולות החברות להציג רווחים גבוהים יותר כיוון שכעת יכולות החברות להציג עליות ערך כרוות.

קרון לוי אהרוני מוסיפה וטוענת כי מודל השווי ההוגן חושף את החברה לסיכונים חשבונאיים וביניהם- איבוד השליטה על הרווח וההפסד החשבונאי לטובת גורמים מקרו כלכליים- חיצוניים.

2008- המשבר

אותו סיכום מאקרו כלכלי, אכן התממש שנה מאוחר יותר, כפי שמתאר מר רוני מרום במאמרו¹², בסוף שנת 2008, את שקרה בחברות הנדל"ן הישראליות על רקע המשבר הפיננסי הבינלאומי ומשבר האשראי העולמי.

כותב המאמר מתאר כיצד בתקופת הפריחה של שוק הנדל"ן בארץ ובחו"ל, מיהרו מרבית חברות הנדל"ן הישראליות לאמץ את תקן ה- IFRS ובהתאם שיערכו את הנדל"ן לשווי ההוגן. לאור צמיחת שוקי הנדל"ן בעולם לצד פריחת שוק ההון הישראלי, הציגו חברות הנדל"ן תשואות גבוהות מאוד בשוק המניות. כך- מתחילת שנת 2005 ועד אמצע 2007 עלה מדד נדל"ן 15 בכ- 200%.¹³

דו"חות כספיים המשקפים את "השווי ההוגן" אפשרו לחברות נדל"ן לקבל גם דירוגים גבוהים. מצוידות ב"תעודת כשרות" זו, הן יצאו למסע גיוסי הון עצמי והון זר בהיקפים וברמות מינוף שלא נראו בעבר. באופן זה- מגזר הנדל"ן גייס בשנת 2007 לבד אג"ח בהיקף של כ- 20 מיליארד ₪, שהיוו 40% מסך גיוס האג"ח הקונצרני בשנה זו. כך, היקף האג"ח השייכות למגזר הנדל"ן מהווה, בסוף שנת 2008 כ- 30% מהיקף כלל שוק האג"ח הקונצרני.

המשבר הפיננסי הבינלאומי ומשבר האשראי העולמי, פגע גם במשק הישראלי. מדד ת"א 100 ירד בשנת 2008 ביותר מ- 50% כאשר את הירידות הובילו מניות הנדלי"ן ומדד נדלי"ן 15 ספג צניחה של כ- 75% במהלך השנה. גם האג"ח הקונצרניות ספגו ירידות חדות בשנת 2008 אשר באו בעיקר בשל ירידות חדות באג"ח השייכות לחברות הנדלי"ן.

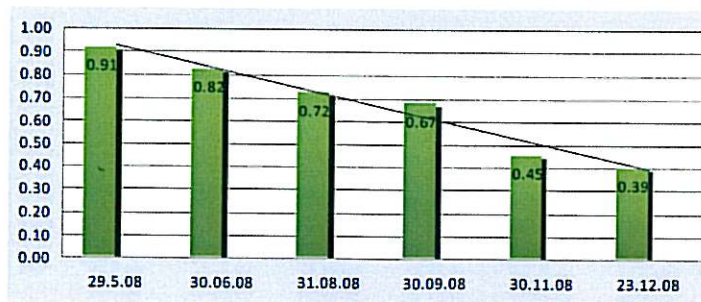
את התוצאות העגומות של התפוצצות הבועה שנוצרה בשנת 2007 אנו חווים בסוף שנת 2008 בתשואות השליליות של מגזר הנדלי"ן. הפער שנוצר בין שווי השוק בסוף שנת 2008 לבין ההון העצמי המשוער של חברות הנדלי"ן, אותה באופן ברור, כי השוק אינו מקבל את השווי ההוגן כפי שדווח על ידי החברות. כך לדוגמא: דלק נדלי"ן שעמדה על הון עצמי של 2,719 מיליון ₪ בסוף שנת 2007 ויחס שווי שוק להון עצמי של 0.93, עמדה נכון למועד כתיבת המאמר (תחילת דצמבר 2008) על הון עצמי של 1,461 מיליון ₪ (כמחצית מאשתקד) ועל שווי שוק להון עצמי של 0.45! כך גם האג"ח של דלק נדלי"ן נסחר, בסוף שנת 2008 בתשואה של מעל 50% אשר משקף הסתברות גבוהה לאי החזר מלא של החוב.

כותב המאמר לא שוכח לשלוח אצבע מאשימה להערכות השווי ההוגן של הנדלי"ן. הוא מזכיר כי הערכת שווי הוגן של נדלי"ן, היא הערכת שווי לכל עניין ודבר ואינה מדע מדויק ואובייקטיבי. בהערכת השווי של נדלי"ן מניב קיימת מתד רגישות מאוד גדולה לשיעורי ההיוון ומאידך- אין מתודולוגיה ברורה לקביעת שיעורי היוון. לטענתו, דרגות החופש הרבות שמאפשרת התקינה הבינלאומית, נוצלו במלואן בידי חברות הנדלי"ן בשוק עולה של נכסיהן, לטובת עליית שווי הנכסים המוערך במאזנים. המאמר מסתיים במסקנה כי אימוץ התקינה וכתוצאה מכך שיערוך הנדלי"ן סייע, לטעמו, ליצירת בועת הנדלי"ן כפי שהשתקפה בשוק המניות והאג"ח הקונצרני.

רו"ח שלומי שוב במאמרו מסוף שנת 2008¹³ קובע גם הוא כי אחת האינדיקציות המשמעותיות לרמת האמון של המשקיעים בשווי ההוגן החשבונאי של חברות הנדלי"ן הוא מכפיל ההון שלהן (היחס בין שווי השוק של המניות כפי שנגזר ממחירי הבורסה לבין ההון העצמי החשבונאי). ברמה התיאורטית ניתן לצפות כי מכפיל ההון יהיה גדול מ- 1 בכל מועד שהרי השווי ההוגן החשבונאי צריך לשקף, מנקודת ראות אובייקטיבית, את כל הציפיות לעתיד.

רו"ח שלומי שוב בחן את נושא מכפיל ההון בתחום הנדלי"ן המניב וקובע כי סיכום שנת 2008 אינו נושא עימו בשורות: מכפיל ההון שעמד לתום שנת 2007 על רמה של 1.02 נמחץ בשנה קלנדרית זו בכ- 60% לרמה של 0.39!¹⁴

מדד אמון המשקיעים - מכפיל ההון



¹² רוני מרום, "מה שווה השווי ההוגן?", מגזין רואה החשבון, דצמבר 2008.

¹³ רו"ח שלומי שוב, "הקניין שבא לגרש את החושך", מתוך לקט מאמרים בשם "IFRS בשטח", שפורסמו באתר לשכת רואי החשבון, דצמבר 2008.

הממצאים מלמדים כי אותות המשבר הפיננסי ניכרים היטב בצלילה של מכפיל ההון. השחיקה ברמת האמון של המשקיעים בנתונים החשבונאיים מתבטאת בכך שעל אף שחברות הנדל"ן כבר החלו לרשום הפסדי שיערוך, המשקיעים עדיין חושבים שחבויים בדוחות הכספיים הפסדים גדולים שטרם הוכרו.

רו"ח שלומי שוב, במאמר נוסף שפרסם באותו חודש¹⁵ קובע כי "הבעיה היא שעל רקע ההתפתחות החשבונאית המואצת, מרבית התחום של הערכות השווי החשבונאיות בארץ, בשונה מארה"ב, פרוץ לחלוטין: "אין דרישות הכשרה מינימאליות וגופים מקצועיים, אין כללי אתיקה, תיעוד ואחריות, אין מעמד מקצועי ואין תקני מתודולוגיה ברורים".

לדבריו, תוצר הלוואי הוא לא רק בהיבט המקצועי לפיו יתכנו הבדלים מתודולוגיים בין הערכות שווי דומות אלא בהתבלטותם של מעריכי השווי כלפי ההנהלות ורואי החשבון. לטענתו, לא ניתן להתעלם מכך שמתנהל "שופינג אלגנטי" של הערכות שווי ע"י בירור ראשוני א-פורמאלי עם המעריך.

לדבריו- **הסדרת התחום חיונית במיוחד** על רקע היכולת המוגבלת של רשות לני"ע להתערב בהערכות השווי שרובן כלל אינן נחשפות לציבור.

2009- תזרה לימי הזוהר?

בכתבה שפורסמה באוקטובר 2009 בגלובס¹⁶ נשאלה השאלה האם חזר ענף הנדל"ן לימי הזוהר שלו טרום המשבר הכלכלי, או לפחות האם התאושש מהמשבר. בהתאם לנתונים שמוצגים בכתבה, השווי של מניות הנדל"ן בבורסה רשם התאוששות מרשימה. שווי השוק המצרפי של חברות הנדל"ן עדיין נמוך מההון העצמי שלהן ועומד לפי מכפיל של 0.71 בלבד (גבוה משמעותית מזה שנצפה כשנה קודם בגובה של כ- 0.49).

בהתאם לכתבה ונכון למועד פרסומה, ההפרש המצרפי בין ההון העצמי ושווי שוק עומד על 16.5 מיליארד שקל- סכום המגלם בעצם את הציפיות של השוק להיקף המחיקות וההפסדים הנוספים, ציפיות שעדיין קיימות (גם אם בסכומים קטנים יותר) גם שנה לאחר הנחשול הגדול ביותר של המשבר הכלכלי העולמי.

בכתבה מצוין כי גם אם מדובר במספר גדול, כדאי לזכור שמדובר בשיעור שנוגע להון העצמי ולא לנכסים עצמם. היקף הנכסים שבמאזני חברות הנדל"ן דווקא גדל במחצית השנה הראשונה, אם כי בשיעור מתון של 3.9%. הסיבה לפערים היא בעקבות המינוף הגבוה- ירידה קטנה יחסית בשווי נכסים גורמת לירידה משמעותית יותר בהון העצמי ככל שהמינוף גבוה יותר.

כותב המאמר מסכם: "בסופו של דבר... הדרך להתאוששות מלאה וארוכה והעתיד, כמו ההווה, עדיין לא ברור, ממש כמו השווי האמיתי של הנכסים במאזני החברות".

בהתאם לכתבה - חלק ניכר משערוך הנכסים של חברות הנדל"ן כלפי מטה במהלך השנתיים האחרונות נבע, כצפוי, מעלייה בשיעורי ההיוון של אותם נכסים. שיעור ההיוון כולל את הריבית הנוכחית חסרת הסיכון לטווח ארוך וכן את פרמיית הסיכון של הענף ושל החברה ואת הצמיחה בהכנסות בעתיד.

ד"ר אפרת טולקובסקי, מנהלת מכון כצמן גזית גלוב לנדל"ן באוניברסיטת ת"א שרואיינה לכתבה מציינת: "בנצ'מרק של שיעור היוון הוא דבר בעייתי, בגלל שמלכתחילה ההיוון כולל הרבה פרמטרים יחד..."

¹⁴ הגרף מציג את מכפיל ההון המצרפי בעקבות דוחות הרבעון השלישי של 8 חברות הנדל"ן המניב הגדולות בארץ שאימצו את מודל השווי ההוגן.

¹⁵ רו"ח שלומי שוב, מתוך לקט מאמרים בשם "IFRS בשטח" שפורסמו באתר לשכת רואי החשבון, במאמרו "להסדיר את תחום הערכות השווי", דצמבר 2008.

מבנה הטיעון-

הגורמים המרכזיים לכשלים במודל השווי ההוגן ויישומו

במחקר זה נציג מהם, לדעתנו, שלושת הכשלים המרכזיים במודל השווי ההוגן אשר גרמו לביקורת החריפה, שהוצגה לעיל, על אופן השימוש במודל זה לצורך הדו"חות הכספיים בהתאם לתקני ה-IFRS:

- א. הקושי בבחירת שער היוון - ראשית נגדיר מהן השיטות להערכת שווי ונציג את התמקדותנו בשיטת היוון ההכנסות. נגדיר מהו שער ההיוון, נדגים את השימוש בו וכיצד תוצאות הערכות השווי רגישות מאוד לשינויים קטנים בו. נציג שיטות שימוש בשיעור היוון ונתח את מרכיביו. לבסוף ולאור כל האמור לעיל, נטען כי הקושי בקביעת שער היוון יחד עם העובדה כי לא קיימת מתודולוגיה ברורה בתחום - מאפשרים "טווח תמרון" רחב מידי באומדן שער ההיוון ומכאן בקביעת שווי הוגן.
- ב. זמינות ושקיפות המידע בתחום הנדל"ן המניב בארץ - נעמוד על חשיבות זמינות ושקיפות המידע לשוק יעיל. נציג בקצרה את מצב הנגישות למידע בתחום הנדל"ן במדינות שונות בעולם. נציג בהרחבה את מקורות המידע הקיימים לרשות השמאים בארץ בבואם לקבוע שווי הוגן ואת הבעייתיות הקיימת בכל אחד ממקורות אלו. לבסוף ולאור האמור לעיל, נטען כי מיעוט המידע בתחום הנדל"ן בישראל פוגע ב"איכות" השמאוויות המבוצעות לצורך קביעת השווי ההוגן.
- ג. חובת הגילוי המצומצמת החלה על חברות הנדל"ן המניב בהתאם לכללי ה-IFRS - נפרט את חובת הדיווח החלה על חברות הנדל"ן המניב בהתאם לתקינה הבינלאומית, לתקנות ני"ע לעניין דיווח בדו"חות כספיים ולהנחיות שפורסמו על ידי הרשות לני"ע בנושא זה. בהתאם נטען כי חובת הדיווח אינה מספקת ופוגעת הן ביכולת השמאים לקבוע באופן מהימן שווי הוגן של נכסים והן בזכות ציבור המשקיעים לדעת ולבחון, באופן השוואתי, את המגמות והשינויים ששימשו את החברות בבואן לקבוע את שווי נכסיהן.

נפרט בהרחבה על כל אחד מהכשלים המוצגים במחקרנו:

א. הקושי בבחירת שער היוון לצורך הערכות שווי

כאמור לעיל, מטרת הערכת השווי היא לדאוג להצגת האומדן הקרוב ביותר לשווי השוק האמיתי של הנכס. מטרה זו משמשת את כלל המשתמשים בגישת השווי ההוגן אך יש לזכור כי קיימות שיטות שונות למדידת השווי ההוגן:

1. גישת ההשוואה/ השוק - משמש בדרי"כ לקרקעות שאינן משמעות כמלאי שוטף אלא כנדל"ן להשקעה. לפי מחירים שנקבעו בעסקאות דומות ככל הניתן (מיקום, מצב הנכס).
2. גישת העלות/ החילוץ - משמשת בדרי"כ למבנים בהקמה. בהתאם לגישה זו מחשבים את שווי קרקע ומוסיפים לו את עלות הקמת המבנה והרווח יזמי הצפוי/ הנדרש.
3. גישת היוון ההכנסות - משמשת בדרי"כ לנדל"ן מניב. היוון תחזיות תזרימי המזומנים העתידיים הצפויים מהנכס (חוזים קיימים/ דמ"ש ראוי). שיעור ההיוון צריך לשקף תשואה הנדרשת כיום ע"י המשקיעים בנדל"ן.

מכיוון שבמחקרנו אנו בוחנים את השפעת מודל ה"שווי ההוגן" על שוק הנדל"ן המניב בישראל- אנו נתמקד בהערכות שווי המשתמשות בגישת היוון ההכנסות. גם שימוש בשיטה זהה, יכול להוביל לתוצאות שונות. כך, שימוש בשיטת היוון הכנסות יכול להניב לתוצאות שונות עקב בחירת שער היוון שונה.

כפי שראינו בכל המאמרים והכתבות המפורטים לעיל, אשר נכתבו בתקופות שונות מהותית האחת מהשנייה, ישנה ביקורת רבה על הערכות השווי ההוגן של נדל"ן וכי האצבע מופנית בעיקר לנושא שערי ההיוון ולכך כי לא קיימת מתודולוגיה ברורה וקבועה בנושא.

מהו שיעור ההיוון? היוון הוא תהליך, המתרגם צפי (Projection) של הכנסה למדד של ערך. החוליה המקשרת ביניהם הוא השער המשקף את התשואה הדרושה כדי להוות כח משיכה להשקעת ההון. מכאן, שבחירת השער המתאים מהווה גורם מכריע בתהליך ההיוון¹⁷.

השמאי הממשלתי במאמר שפרסם¹⁸ מגדיר מהו "שיעור ההיוון הכולל" בענף שמאות המקרקעין כמעין "מכפיל" המשמש לקביעת שווי נכס מקרקעין בגישת היוון ההכנסות. שיעור ההיוון מבטא את היחס שבין הפדיון השנתי הפוטנציאלי מהשכרת נכס (שהם דמי השכירות הראויים הנהוגים בשוק ללא דמי ניהול) לבין שווי. ההגדרה זהה להגדרת המושג "שיעור תשואה פוטנציאלי".

קביעת השווי ההוגן של נכס מניב עשויה להיות מושפעת ממספר רב של גורמים, בהם גורמים הקשורים בנכס עצמו כדוגמת מצבו הפיזי של הנכס, זכויות הבנייה, יעוד הקרקע, בתזרים המזומנים הצפוי לנבוע מהנכס וכיוצ"ב, אם כי נראה שהרגישות והשונות הגדולה ביותר היא בקביעת שיעורי ההיוון.

כך לדוגמא, חברה שרכשה נדל"ן מניב שההכנסה הצפויה ממנו (לאחר ניכוי כל הוצאות האחזקה) היא 900 אלף ש"ח בשנה. בעת ביצוע העסקה היה שיעור היוון הנדרש כ- 9%, ובהתאם לכך שילמה החברה 10 מיליון שקל תמורת הנכס (900,000/0.09) וכך גם רשמה אותו.

שנתיים לאחר הרכישה נמצא, ששיעור ההיוון הנדרש על השקעה בנכסים דומים ירד ל- 7.5%. בהתאם לשיעור זה נגזר שווי הוגן של 12 מיליון שקל (900,000/0.075), והחברה רשאית לזקוף לרווח השנתי שלה 2 מיליון שקל בנוסף להכנסות השוטפות משכר דירה בסך 900 אלף ₪.

אנו רואים כי אותו נכס, עם אותה הכנסה וללא כל שינוי במצבו הפיסי או במצב תכנוני שלו (זכויות בניה וכיוצ"ב) שינה את שווי בעקבות שינוי בשער ההיוון. בפועל, אין כל שינוי בתזרימי המזומנים של החברה, הממשיכים להסתכם ב- 900 אלף שקל בשנה, ובכל זאת רושמת החברה רווח "מייד" של 20% על השקעתה (או תוספת רווח השווה לשכר דירה של כמעט 2.25 שנים!). כך נוצר בעצם נתק מושלם בין הרווח החשבונאי לבין תזרים המזומנים.

קביעת שער היוון בהערכת שווי הנוקטות בשיטת היוון הכנסות הוא אחד התפקידים הקשים בהערכה, שכן בהפרש קטן של שער מתקבל הפרש גדול מאוד בערך. מהאמור לעיל, אנו למדים כי יכולת "המשחק" העיקרית של שמאי מקרקעין המגיע לבצע שמאות היא בשיעור ההיוון.

ישנן שיטות שונות לשימוש בשיעורי היוון בגישת היוון הכנסות:

1. שימוש ב"שיעור היוון הכולל" - השיטה הנפוצה ביותר לפיה מחולק הפדיון השנתי הפוטנציאלי מהשכרת נכס (המהווים, למעשה, את דמי השכירות הראויים בנכס במועד הקובע) בשיעור ההיוון הכולל. יתרונה הגדול של השיטה הוא פשטותה ונוחות יישומה גם בתנאים של מידע חלקי.
2. שימוש בשיעור היוון לתקופות תקבולים שונות - בשיטה זו מופרדים זרמי הכנסות לתקופות (בדרך כלל לפי תנאי הסכמי השכירות) וכל זרם מהוון בשיעור אחר המבטא את תנאי ההסכם ואת הסיכון למשכיר (שמושפע, באותו זמן, מאיכות השוכר ויכולותיו הכלכליות). זרם התקבולים המאוחר יותר,

¹⁷ אינג' אלכסנדר כהן ומרדכי ברי, שמאות מקרקעין וניהול נכסים - הלכה למעשה, 1985, עמ' 91.

¹⁸ אייל יצחקי, השמאי הממשלתי הראשי, פרק ט"ו בנושא בחירת "שיעור היוון כולל" בתחשיבי שומה, דצמבר 2009. קווים מנחים שמפורסמים על ידי אגף שומת מקרקעין במשרד המשפטים.

מתום תקופת ההסכם ועד אינסוף מהוון בדרך כלל בשיעור ההיוון הכולל. גישה זו נהוגה בדרי"כ כאשר מאפייני הסיכון של השוכרים הקיימים בנכס שונים מהשוק.

3. שימוש בשיטת "היוון הכנסות המנוכות" (DCF) - מנכס מתזרים המזומנים העתידי הצפוי הוצאות (כגון הוצאות קבועות פחת, גביה, ניהול, תקורה וכיוצ"ב וכן אף הוצאות חד פעמיות כגון מס רכישה, שכ"ט עו"ד וכיוצ"ב). החיסרון של השיטה הוא הצורך למציאת ההוצאות הצפויות וכן ברגישותה המוגברת לשינויים קטנים בשער ההיוון (שכן שער ההיוון בשיטה זו נמוך יותר).

ניתוח מרכיבי שיעורי ההיוון

לצורך קביעת שיעור היוון, חשוב לבחון מהם מרכיבי שיעורי התשואה ולנתחם. השמאי הממשלתי מציג במאמרו מהם מרכיבי שיעור ההיוון¹⁹:

- א. שער ריבית חסרת סיכון - העלות האלטנטיבית שנושא בה המשקיע בנדל"ן מניב לנוכח חלופת ההשקעה הבטוחה באפיק פיננסי חסר סיכון. נהוג לכמת מרכיב זה לפי ריבית צמודה חסרת סיכון לזמן ארוך. שער הריבית הינו תנודתי ומושפע משינויים מאקרו כלכליים וציפיות.
- ב. פרמיית סיכון - סיכון הנובע מאי הוודאות הקיימת באשר להשתנות תזרים ההכנסות העתידיות מהנכס. משתנה בהתאם לסוג הנכס ומיקומו. פרמיית הסיכון מורכבת מסיכונים רבים כגון: סיכונים פיזיים למבנה, שינויים תכנוניים, סיכונים גבייה מהנכס, שינוי בטעמי שוק ובהיצע וביקוש ועוד. כמו שער הריבית חסרת הסיכון - גם מרכיב זה משתנה על פני תקופות בהתאם למגמות מאקרו כלכליות.
- מחקרים שנערכו בחו"ל נמצא כי מרכיב זה הוא המרכיב העיקרי שיוצר את השונות בשיעור ההיוון הכולל.
- ג. פרמיה בגין רמת הנזילות הנמוכה - מכירת נכס מקרקעין דורשת בדרי"כ חשיפה לזמן רב והוצאות גדולות. גודל החשיפה תלוי בסוג הנכס ובגודלו של השוק אליו הוא משתייך. ככל שהנזילות נמוכה יותר - שיעור ההיוון צריך להיות גבוה יותר כדי לפצות על חיסרון זה.
- ד. פחת - להבדיל מאפיקי השקעה פיננסיים, לנכסי נדל"ן יש פחת פיזי ותכנוני. אפשר לכמת את הפחת על ידי קביעת הנחות בדבר שיטת הפחתה באחוזים או באמצעות הערכת גובה השקעה הנדרשת לשיפוץ שיביא לביטול מלא/חלקי של הפחת.
- ה. ניהול, תקורה ותיכונך - הוצאות ניהול של נכסים גבוהות באופן משמעותי מהשקעה באפיק פיננסי. בניהול נכסים יש הוצאות כגון: הוצאות התקשרות עם שוכרים, הוצאות גביה, משפטיות, ניהול חשבונות וכו'.
- ו. עלויות רכישה ומכירה - הוצאות מיסים גבוהות ברכישה והן הוצאות עתידיות בעת מכירה (מס שבח, שכר טרחת עו"ד, הוצאות שיווק וכיוצ"ב). על כן ידרוש המשקיע בנדל"ן פיצוי ברכיב התשואה המתקבלת מהנכס בתקופת אחזקתו.
- ז. שינוי צפוי בתזרים ההכנסות - בדרי"כ צפויה עליה ריאלית בגובה ההכנסות מהנכס - ועל כן גורם להקטנת שיעור התשואה מנכס מקרקעין.
- ח. הפרשי עיתוי - התקבולים מנכס מקרקעין פרושים לאורך השנה ולא מתקבלים רק בסופה (כפי שנהוג בחלק מאפיקי ההשקעה פיננסיים) - מקטין את שיעור ההיוון הנדרש מנכס מקרקעין.

¹⁹ יובהר כי אין מדובר ברשימת מרכיבים סופית וכי ניתן למצוא בספרות המקצועית רשימות מרכיבים רחבות ואו מצומצמות יותר.

ט. אי תפוסה- במהלך חיי נכס קיימות תקופות בהן התפוסה בנכס אינה מלאה ו/או אף הנכס ריק- הדבר גורם להוצאות לבעלי הנכס- ציפיה זו לתקופות של אי שכירות מגדילה את שיעור ההיוון הנדרש בנכס נדל"ן.

סכימת המרכיבים המפורטים לעיל לצורך מציאת שיעור היוון איננה ישימה לנוכח הקושי בהערכת רוב הרכיבים. יחד עם זאת, אבחנה בין הגורמים המרכיבים את שיעור ההיוון הכולל משפרת את יכולות השמאי לבצע התאמות בשיעור ההיוון בהתאם למאפייני הנכס.

כל ההשקעות- במקרקעין או אחרות- נמצאות בתנאי תחרות. לפני המשקיע עומדות מבחר השקעות שונות (אג"ח, ממשלתי, תעשייתי, מניות וכן השקעות במקרקעין שונים). לפיכך, בהערכות שווי נדל"ן יש להשתמש בשערי היוון אשר ידרשו על ידי משקיעים באותו נכס נדל"ן. השער שידרשו משקיעים כאלה משתנה מעת לעת והוא תלוי בנסיבות כלכליות ואחרות. עקב זאת, בבוא השמאי לקבוע שערי ריבית והיוון, עליו לשקול היטב את תנאי השוק התחרותי מאחר שהם משפיעים על משקיעים או משקפים את עמדותיהם ופעילותיהם. התאמת שער הבסיס (שער הריבית חסרת הסיכון) למידת הסיכון הכרוך בנדל"ן הספציפי, היא התוספת שבאה לפצות את המשקיע על מידת הסיכון הכרוכה בנכס הספציפי²⁰.

על כן, שיעור ההיוון המשמש בשומה לקביעת נכסים מניבים שכיחים (משודים, נכסים מסחריים או תעשייה) יתבסס על נתוני תשואה בשוק בנכסים דומים. לשם כך, נדרש השמאי למאגר מידע המכיל נתוני עסקאות בנכסים דומים בשוק.

ג. בעיית זמינות ושקיפת המידע

במחקר זה נטען כי אחד הגורמים העיקריים המקשים על השמאים בבואם לבחור שער היוון הינו מיעוט המידע בתחום הנדל"ן בישראל ורמת מהימנותו הנמוכה ובכך נפגעת "איכות" השמאויות המבוצעות לצורך שווי הוגן. ישנו קושי ממשי במציאת עסקאות מכר ושכירות שמועדן סמוך למועד קביעת השווי הדרושות כ"כ לחילוץ ולניתוח שיעור היוון בנכסים עסקיים מניבים.

אחד התנאים ההכרחיים לקיומו של שוק תחרותי ומשוכלל בכל ענף כלכלי הוא זמינות למידע, אשר מאפשר לשחקנים לפעול באופן רציונאלי תוך מזעור גורמי אי הוודאות. הקשר בין זמינות המידע לבין יעילות השוק קיים באופן בולט עוד יותר בענף הנדל"ן וזאת בשל מאפייניו היחודיים, כגון: הטרוגניות רבה במוצרי "מקרקעין", ריבוי רבדים שונים של מידע המצויים ברשויות שונות (מידע תכנוני, רישוי, מיסוי), צורך במומחיות מסויימת לניתוח המידע (משפט/ תכנון/ הנדסה...) וכיוצ"ב.

לנוכח מרכזיותו של ענף הנדל"ן בכלכלה הלאומית, השכילו מדינות מפותחות לפעול להגדלת הנגישות למידע בענף מתוך הכרה בחשיבות המאקרו- כלכלית של הנגישות למידע זה. כך לדוגמא, באנגליה ובארה"ב קיימות מערכות מידע אשר פתוחות לעיון כלל הציבור שבהן קיים מידע בדבר מחירי עסקאות (בכפוף לתשלום אגרה וכמובן ללא פרטי הזיהוי האישיים של הצדדים לעסקה) וכן מערכות בדבר נתוני היצע עדכניים.

בארה"ב קיימות דרישות הדיווח המחמירות ביותר בעולם וכך, ברוב המדינות בארה"ב, ניתן למצוא בבתי המשפט רישומים של פרטי עסקאות שבוצעו, ניתן לקבל מידע מסקרים שערכו משקיעים ועוד. בנוסף, בארה"ב כל משקיע יכול לקבל מידע עדכני באופן שוטף, ממתווכים ודרך מחקרים בלתי תלויים.

²⁰ אינג' אלכסנדר כהן ומרדכי ברי, שמאות מקרקעין וניהול נכסים- הלכה למעשה, 1985, עמ' 93.

מחוץ לארה"ב בעיית חוסר השקיפות רווחת- באירופה ובאסיה אין למעריכי השווי את המידע המתקדם והעדכני ולכן ניתוח שווי הנכסים אינו נרחב ומקיף יותר²¹.

בישראל- השמאי הממשלתי, מר יצחקי, עמד על בעיית מיעוט המידע בענף הנדל"ן במאמר שפרסם בנושא לאחרונה²². במאמרו מפרט יצחקי את הנזקים שנגרמים למשק הישראלי בגין חסמי נגישות למידע כגון: פגיעה באמינות הדווח של נשומים לשלטונות המס, פגיעה ביעילות השוק, הפצת מידע שוק מגמתית (דיסאינפורמציה), יצירת כר נרחב של פעילות לעסקנים ("מאכערים"), הגדלת הסיכון להונאות, הארכת הליכי ערר ובוררות ועוד. אחד הנזקים שמציין מר יצחקי במאמרו הינו – פגיעה באיכות שומות המקרקעין ובהתאם קובע כי "זמינות המידע תביא לשיפור באיכות השומות המבוצעות הן מטעם שמאי המדינה והן מטעם שמאים פרטיים".

השמאי יכול לאסוף נתוני השוואה בשוק בדרכים שונות ובין היתר באמצעות: עיתונים, פרסומי תוצאות מכרזים (של מינהל מקרקעי ישראל, של כונסי נכסים ע"י בתי משפט וכו'), מתווכים הפועלים באזור, שומות קודמות (נדרש שיתוף פעולה בין מתווכים), מאגרי מידע ממוחשבים – חברות וגופים העוסקים בצבירה שוטפת של עסקאות נדל"ן, מוכרים וקונים, רשויות ממשלתיות (משרדי מס שבח), משקיעים פעילים מתוך עסקאות שהשתתפו בהם וכיוצ"ב²³.

נבחן את מקורות המידע הקיימים לרשות השמאי בארץ בבואו לקבוע שווי הוגן של נדל"ן מניב בארץ:

1. **עיתונות**- הבעיה עם מקור מידע זה הינה שבחלק המכריע של המקרים, מקור המידע הוא המוכר/ המתווך או מערך השיווק של הקבלן המוכר. במצב דברים זה ברור שלעיתים קרובות מזינים את העיתונאים במחירים גבוהים משמעותית מהמחירים האמיתיים. ספק אם הכתב שכתבתו התפארה בכותרת "מחיר חסר תקדים למגרש..." ראה חוזה חתום או את הדיווח לרשות המיסים.
 2. **פרסום תוצאות מכרזי מינהל**- מינהל מקרקעי ישראל, בהיותו מונופול ומוכר הקרקעות הגדול בישראל, החל מקרקע למגדלי פאר בדרום הקריה בת"א ולבנייה רוויה בנתניה ודרך קרקע למשרדים או לתעשייה ומסחר- יכול לספק נתונים פשוטים וברורים לשוק הנדל"ן. כשמנהל מינהל מקרקעי ישראל, מר ירון ביבי, נשאל²⁴ מדוע אין נתונים פשוטים אלו חשופים לקהל, ענה: "כחלק מההתארגנות החדשה של רשות המקרקעין בכוונתנו לשפר את המידע בכל הנוגע לעסקאות מקרקעין שעושה המינהל ולהיצע הקרקעות הזמינות שבידינו ולהביא לידיעת הציבור, בין היתר, במסגרת שדרוג אתר המינהל באינטרנט". בעניין זה- עוד חזון למועד.
 3. **מתווכים ומשווקים הפועלים באזור**- ישנם כיום משרדי שיווק ותיווך גדולים המפרסמים מידע רב שהינם צוברים מתוקף עבודתם. כך לדוגמא, קבוצת נת"מ נכסים- הינה חברה פרטית הכוללת מחלקת תיווך, מחלקת מחקר ושמאות, מחלקת ניהול נכסים ועוד. החברה מפרסמת דו"חות תקופתיים הכוללים סקרים שונים שהם מבצעים לסוגי נכסים שונים ולשווקים שונים וכן כתבות ומחקרים שונים המבוצעים על ידי החברה²⁵.
- יחד עם זאת, יש לזכור כי מתווכים לעיתים קרובות הינם צדדים "אינטרסנטיים" בעסקה אשר יזרימו לשוק מידע לקוי ו/או מעוות בהתאם לצרכיהם.

²¹ אודליה שושנה, הערכות שווי מסביב לעולם קובעות את שווי השוק האמיתי, מגזין "ערך מוסף" של ברייטמן, אלמגור, זוהר, 1 למרץ 2009.

²² אייל יצחקי- השמאי הממשלתי הראשי, חסמי מידע בענף הנדל"ן והתועלת שתצמח למשק הישראלי עם הסרתם, ספטמבר 2009.

²³ בועז ברזילי ומנחם לאוטמן, שמאות מקרקעין – עקרונות, גישות, תהליכים, 1996. עמ' 62-63.

²⁴ משה ליכטמן, מידע נדל"ני אמין? אין אופרה כזו, גלובס- מדור נדל"ן, 2.2.2010.

²⁵ את דו"חות החברה ניתן להזמין במשרדי נת"מ או להורידם מאתר החברה: www.natam.co.il.

4. **משקיעים פעילים** - חברות הנדל"ן המניב הן המשקיעים הפעילים ביותר בשוק. חברות נדל"ן הציבוריות הכפופות לרשות לני"ע מחוייבות לפרסם דיווח מידי כשנעשית עסקה מהותית עבור החברה. יחד עם זאת, עסקאות נדל"ן הן חלק מהפעילות השוטפת של אותן חברות ולכן חובת הדיווח היא במקרים חריגים. בנוסף, אין כללים ברורים לגבי מידע מינימאלי שיש לפרסם בעת ביצוע עסקאות מהותיות.
5. **מאגרי מידע ממוחשבים** - נכון למועד כתיבת מחקר זה, לא ידוע לנו על קיומן של חברות/ גופים העוסקים בצבירה שוטפת של מידע על עסקאות נדל"ן. לעיתים ניתן למצוא סקרים שנעשים על ידי גורמים שונים אולם מדובר בדוגמאות נקודתיות, פרטניות המפורסמות בדיעבד ולצורכי מחקר: כך לדוגמא השמאי הממשלתי פירסם בשנת 2009 סקירה של שיעורי תשואה לנכסים מניבים לפי רבעונים, אולם הסקירה הינה כוללת בלבד ומפרטת, באיחור רב, את תוצאות הסקירה בקצרה ולא את הממצאים המרכיבים את הסקר²⁶. אין מדובר במאגר מידע קבוע, זמין לקהל הרחב.
6. כמו כן, באתר לשכת שמאי המקרקעין מצאנו סקר תשואות לנכסים מניבים לשנת 2009 שביצע השמאי מיכאל עין דור²⁷. הסקר פורסם בסוף שנת 2009 ומתייחס לנתוני עסקאות שאסף השמאי, בעיקר מדיווחי חברות ציבוריות לרשות לני"ע, במהלך השנה. יש לציין כי המחקרים המפורסמים באתר לשכת השמאים נגישים לשמאים בעלי רישיון בתוקף בלבד ולא לקהל הרחב. **רשויות ממשלתיות** - נתוני עסקאות בישראל מרוכזים במאגר ממוחשב ברשות המיסים - מערכת "כרמן"²⁸ - מאגר המתעד את דווחי הצדדים לעסקאות. כ- 100,000 דיווחים על עסקאות מכר של מקרקעין מדווחים לרשות המיסים מידי שנה. הדיווחים, הנעשים באמצעות טופס המשי"ח, מפורטים למדי וכוללים מידע מפורט (כמו תיאור הנכס, שטחו, רמת הבניה, שנת בניה, קומה וכו'...). ניתן לטעון כי מלבד פרט אחד שראוי להגנה מטעמי צניעות הפרט - שמות הצדדים לעסקה - כל שאר המידע הוא רכוש הציבור שכן בלי מידע זה שוק הנדל"ן הוא פרימיטיבי. עד לאחרונה הכרמן היה פתוח רק לשמאי מקרקעין וגם זאת - בעלות כספית לא מבוטלת. בנוסף, הכרמן נתן לשמאי רק 5 פריטי מידע: גוש/ חלקה, יום ביצוע העסקה, התמורה המוצהרת, שווי המכירה (בהתאם לפקידי המס) וסוג הנכס (פירוט פרימיטיבי הכולל: מבנה/ קרקע/ דירה). בשנה האחרונה הוגשה עתירה לבימ"ש המחוזי לעניינים מנהליים בירושלים²⁹ בדרישה לשפר את נתוני הכרמן ולהתאימם לעידן המודרני ולהנגיש את מלוא הנתונים לכלל הציבור. המשתמשים העיקריים במידע על קנייה/ מכירה של נדל"ן הם שמאי המקרקעין. יו"ר לשכת שמאי המקרקעין, ארז כהן, אמר על מצב מערכת המידע: "המידע המקוצר שניתן עלול לגרום לטעויות משמעותיות בהערכות שווי לצרכים שונים..."³⁰.
- ביום 14.4.2010 פרסמה רשות המיסים הודעה על השקת מערכת מידע על עסקאות נדל"ן באתר שלה. מאגר המידע פתוח לציבור הרחב. מבדיקה ראשונית של המערכת שנפתחה³¹ - אנו למדים

²⁶ אייל יצחקי - השמאי הממשלתי הראשי, **סקירת שיעורי תשואה בנכסים מניבים - רבעון רביעי 2008**, מפרסומי אגף שומת מקרקעין, משרד המשפטים, 29 ליוני 2009.

אייל יצחקי - השמאי הממשלתי הראשי, **סקירת שיעורי תשואה בנכסים מניבים - מחצית ראשונה של שנת 2009**, מפרסומי אגף שומת מקרקעין, משרד המשפטים, 1 לנובמבר 2009.

²⁷ מיכאל עין - דור, **סקר תשואות לנכסים מניבים 2009**, פורסם באתר לשכת שמאי המקרקעין תחת "מחקרים בארץ ובחו"ל". מצורף למחקר זה **כנספח א'**.

²⁸ כרמן - ראי תיבות של "כררטסת מאגר נתונים". על פי החוק מחוייבת כל עסקה במקרקעין להיות מדווחת לרשות המיסים בטווח זמן קצוב באמצעות טופס המשי"ח.

²⁹ העתירה הוגשה על ידי ד"ר דני בן שחר, מרצה בפקולטה לארכיטקטורה בטכניון וד"ר אפרת טולקובסקי מהפקולטה לניהול באוניברסיטת ת"א ומנהל האקדמית של מכון כצמן גזית גלוב, באמצעות עו"ד אורה בלום, מהתוכנית למשפט ורווחה בפקולטה למשפטים.

³⁰ משה ליכטמן, **מידע נדל"ני אמין? אין אופרה כזו**, גלובס - מדור נדל"ן, 2.2.2010.

³¹ כתובת האתר: <https://www.misim.gov.il/svInfoNadlan>

שבנוגע לעסקאות נדל"ן מניב המידע עדיין מוגבל מאוד וכולל את אותם 5 פרטי מידע שפורטו לעיל בתוספת שם הישוב והחלק הנמכר במבנה. אין ספק שמדובר במידע מוגבל שאינו מאפשר לשמאים להסתמך עליו בבואם לקבוע שווי הוגן של נדל"ן מניב. בהודעת רשות המיסים הוסף כי המידע שבמאגר יורחב בעתיד והוא יכלול גם נתונים פסיים של הנכסים הנמכרים וזאת, כפי שדווחו הצדדים לעסקה בהצהרתם. בעת הרחבת המידע שבמאגר תוטל אגרה על השימוש במערכת.

7. **שומות קודמות** - שומת מקרקעין כוללת קשת נתונים רחבה ומקיפה בנוגע לנכס הנדל"ן, אשר יכולים להשפיע על השווי ההוגן שיקבע לו כגון: מצב פיזי של המבנה, מצב תכנוני של המבנה - ייעוד הקרקע, תב"עות מאושרות שחלות על המבנה, קיומן/ אי קיומן של זכויות בניה נוספות ומידת האפשרות למימושן, פוטנציאל מימוש זכויות הבניה הנוספות, מצבו המשפטי של הנכס, מצבו הרישוי, חריגות ככל שקיימות מהיתר הבניה שניתן לנכס, שטחים ושימושים חורגים וכיוצ"ב. נתונים נוספים שעל השמאי להוסיף הינם פירוט תמציתי של הסכמי החכירה והסכמי השכירות הקיימים בנכס (ושקדמו ב- 3 שנים לפחות למועד הקובע בשמאות) מהן ניתן ללמוד באופן מפורט יותר על ההכנסות מהנכס ועל הצפי העתידית להכנסות. בהתאם לכך, מאגר המידע המפורט והרחב ביותר נמצא בשומות המקרקעין עצמן. עם כניסת התקן הבינלאומי המחייב חברות ציבוריות לבצע שמאות לצורך קביעת השווי ההוגן - היינו מצפים כי חברות ציבוריות יפרסמו את השומות על פיהן נקבע שווי נכסי הנדל"ן שלהן. חובת הגילוי המצומצמת החלה על החברות הציבוריות בהתאם לתקני ה- IFRS היא אחד הכשלים העיקריים, לדעתנו, של מודל השווי ההוגן כפי שנפרט להלן.

ג. חובת הגילוי המצומצמת החלה על שוק הנדל"ן המניב בהתאם לכללי ה- IFRS

במחקרנו נטען כי חובת הגילוי והדיווח החלה על חברות הנדל"ן המניב בהתאם לתקינה הבינלאומית אינה מספקת ופוגעת הן ביכולת השמאים לקבוע באופן מהימן שווי הוגן של נכסים והן בזכות ציבור המשקיעים לדעת ולבחון, באופן השוואתי, את המגמות והשינויים ששימשו את החברות בבואן לקבוע את שווי נכסיהן. בהתאם לתקן 40, חובת הגילוי של ישות³² הינה מצומצמת וכוללת, בין היתר:

- גילוי מהו המודל אותו היא מיישמת (השווי ההוגן או העלות).
- השיטות וההנחות המשמעותיות שישומו בקביעת השווי ההוגן של נדל"ן להשקעה כולל הצהרה אם קביעת השווי ההוגן נתמכה בראיות שוק או שהתבססה יותר על גורמים אחרים.
- האם הערכת השווי בוצעה על ידי מעריך בלתי תלוי בעל כישורים מקצועיים רלוונטיים ומוכרים ובעל ניסיון עדכני במיקום ובסוג הנדל"ן להשקעה נשוא ההערכה.
- רווחים נטו או הפסדים נטו מתיאומי שווי הוגן.

הרשות לני"ע פרסמה הנחיה הנקראת "גילוי בדבר שווי הוגן של נכסי נדל"ן להשקעה" (להלן: "ההנחיה")³³ המתבססת על הטיפול החשבונאי בנכסי נדל"ן להשקעה כפי שנקבע בתקן 40. בדברי ההסבר להנחיה מסבירה הרשות כי בבסיס הצורך להנחיה זו עומדת ההבנה כי: "השווי ההוגן, מעצם טבעו, מבוסס על אומדנים, הנחות והערכות שונות, והוא חשוף לתנודתיות הנובעת משינוי בתנאים השוררים בשוק כמו גם משינוי בהנחות התאגיד ובאומדנים העומדים בבסיס חישוב השווי ההוגן".

³² תקן 40, סעיפים 74-79.

³³ גילוי בדבר שווי הוגן של נכסי נדל"ן להשקעה, לפי סעיף 36א(ב) לחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968. פורסם ביום 22.2.2009.

לאור כך, החליטה הרשות לני"ע כי יש להוסיף לדרישות הקיימות לפי תקן 40, כמפורט לעיל, דרישות גילוי של מידע מפורט יותר בנוגע לנדליין להשקעה במסגרת דו"ח הדירקטוריון השנתי/ דו"ח הדירקטוריון הנכלל בתשקיף ובמקרים מסוימים גם דו"ח הדירקטוריון הרבעוני. הגילוי הנוסף יאפשר למשתמשים בדו"חות הכספיים לבחון, באופן השוואתי, את המגמות והשינויים בשווי ההוגן של נכסי הנדליין להשקעה, השינויים בפרמטרים אשר שימשו בחישוב השווי ההוגן ונתונים נוספים הרלוונטיים להבנה ולניתוח של פעילות התאגיד בקשר עם נכסים אלו. כל זאת, תוך הצגת המידע גם עבור תקופות דיווח קודמות באופן שיאפשר הבנת המגמות והשינויים על פני זמן.

הרשות מגדירה בהנחיה את הפירוט הטבלאי שיש לבצע במסגרת דו"ח הדירקטוריון, ברמת נכסי הנדליין להשקעה המהותיים לפעילות התאגיד, בדגש על מדידת שווים ההוגן. נתונים אלה כוללים: נתונים כלליים בנוגע לנכס (מיקום הנכס, שטחו, מועד ועלות רכישתו, השווי ההוגן של הנכס), נתונים כמותיים (שיעור התפוסה בנכס, NOI בפועל, NOI למ"ר, שיעור תשואה בפועל), פרטים על המתודולוגיה לפיה בוצעה הערכת השווי של הנכס ופרמטרים עיקריים אשר שימשו בהערכה זו ועוד.

כאמור לעיל, ההנחיה שמה דגש על הבנת המגמות והשינויים שחלו בשווי ההוגן של נכסי הנדליין להשקעה והפרמטרים ששיעו בחישובו, על פני ציר זמן. על כן, עבור מרבית הנתונים הכמותיים נדרשים נתוני השוואה לתקופות דיווח קודמות. באופן זה, יתאפשר לקוראי הדוחות הכספיים לבחון את השינויים העיקריים שחלו בפרמטרים המשמשים לקביעת השווי ההוגן וזאת, במקביל לבחינה טובה יותר של סבירות ההנחות העומדות בבסיס הערכת השווי של הנכס.

את המידע המפורט שקבוע בהנחיה, נדרש תאגיד ליתן בנוגע לנכסי נדליין להשקעה שהינם מהותיים לעסקי התאגיד. ההנחיה קובעת חזקות כמותיות לקביעת "מהותיות" לצורך יישום הנחיה זו:

(1) מבחן בהתאם לערכו של הנכס בדו"חות הכספיים - נכסים שערכם למועד הדו"ח מהווה לפחות 5% מסך נכסי החברה.

(2) מבחן בהתאם להשפעת השינוי בערך זה על הדוחות הכספיים של התאגיד - השינוי בשווי ההוגן, מהווה בערכו המוחלט לפחות 5% מהרווח/ הפסד של החברה לפני מימון/ מס/ רווח והפסד משערוך נדליין להשקעה ובלבד שהשינוי בשווי הוגן, בערכו המוחלט, הינו לפחות 2% מהון החברה בניכוי זכויות מיעוט. חברות שבהן פעילות נדליין להשקעה מהווה תחום פעילות - נדרשות לתת את המידע גם לנכסים נוספים, שאינם עונים על הגדרת "נכס מהותי", עד להשגת רמת כיסוי מינימאלית של נכסי נדליין להשקעה ששוים ההוגן הוא הגבוה ביותר ושוים המצטבר מהווה 25% מסך שווים ההוגן של הנדליין להשקעה בחברה ולא יותר מעשרה נכסים.

יחד עם זאת קובעת ההנחיה כי אין להסתפק בבחינות הסף הכמותיות וכי יש לשקלל גם שיקולים איכותיים בנוגע לחשיבותו של הנכס לפעילות החברה.

ניתן לראות כי ההנחיה אומנם מרחיבה באופן משמעותי את דרישות הגילוי החלות על חברות ציבוריות בהתאם לתקן 40 אולם עדיין מתמצה במידע טבלאי נוסף ואינה דנה בפרסום הערכות השווי בצמוד דו"חות הכספיים.

תקנה 38 לתקנות ניירות ערך (דו"חות תקופתיים ומידיים) - התש"ל-1970 (להלן: "תקנה 38"³⁴) דנה בהערכות שווי אשר שימשו בסיס לקביעת ערכם של נתונים (נכס/ התחייבות/ התקשרות/ הון/ פעילות/ הכנסה/ הוצאה) בדו"ח התקופתי ודורשת, בין היתר, מתן ביטוי לנתונים מסוימים הנוגעים להערכת שווי מהותית או הערכת שווי מהותית מאוד.

³⁴ תקנות ניירות ערך (דו"חות תקופתיים ומידיים), התש"ל-1970, ק"ת 2591, התשל (30.7.1970), עמ' 2037.

בסעיף ההגדרות של התקנות מוגדרות "הערכת שווי מהותית" ו"הערכת שווי מהותית מאוד" ללא מבחנים כמותיים אלא רק דרישה כי הערכת השווי תהיה מהותית (ו/או מהותית מאוד) לעסקי התאגיד.

תת סעיף (ט) קובע כי באם הערכת שווי מהותית/ מהותית מאוד שימשה לקביעת ערכם של נתונים בדוח התקופתי- יינתן **ביטוי טבלאי** לרשימה של נושאים המפורטים בתקנה. לרוב, ישום הנתיית הרשות לני"ע שפורטה לעיל, יענה על דרישת התקנה לעניין הערכות שווי של נכסי נדל"ן להשקעה, אך ברי הוא, כי אינו גורע ממנה.

תת סעיף (א) לעומת זאת קובע כי אם שימשה הערכת שווי **מהותית מאוד** בסיס לקביעת ערכם של נתונים בדו"ח התקופתי, **יצרף התאגיד את הערכת השווי** המהותית מאוד לדו"ח התקופתי. בתוספת השלישית לתקנות אלו מפורטים כל העניינים שיש לכלול בהערכת שווי שצורפה לדו"ח תקופתי. הרשות לני"ע רשאית לפטור תאגיד מצירוף הערכת שווי מהותית מאוד, כולה או חלקים ממנה, אם שוכנעה כי אין בפטור כאמור כדי לפגוע בענייניו של ציבור המשקיעים.

עיון בתוספת השלישית לתקנות מלמד כי כמות המידע הכלולה בהערכת שווי עצמה גדולה לאין שיעור מהמידע הנחשף לציבור באותו פירוט טבלאי הנדרש להערכות שווי מהותיות. כך לדוגמא, על הערכת השווי לכלול: ניתוח הענף והסביבה העסקית שבה פועל הנכס, ניתוח סיכויים וסיכונים בפניו ניצב הענף, העובדות/ ההנחות/ החישובים והתחזיות שעליהן הסתמך מעריך השווי, אם בחר מעריך השווי לעשות שימוש בשיעור היוון- יפורטו שיעור ההיוון שנבחר ויינתנו הסברים מפורטים לבחירה בשיעור היוון זה ולאופן חישובו.

בנוסף לכך, על שומת מקרקעין המבוצעת לצורך דיווח על פי חוק ני"ע, חל **תקן מס' 17 של מועצת שמאי המקרקעין (להלן: "תקן 17")**³⁵. מטרת תקן 17 אמות מידה לגילוי מינימאלי הנדרש בשומת מקרקעין המבוצעת לצורך דיווחים על פי חוק ניירות ערך, התשכ"ח – 1968. תקן זה מפרט את הנדרש בתוספת השלישית לתקנות ני"ע (דו"חות תקופתיים ומיידיים) וכולל פירוט רחב ומדויק יותר של הפרטים שיש לכלול בשומת מקרקעין.

לאור האמור לעיל אנו למדים כי המידע שמסופק לקהל הרחב בנוגע לשינוי בשווי הוגן של נכס נדל"ן (בהתאם לתקן 40 ואף בהתאם להנחית הרשות לני"ע המרחיבה את חובת הגילוי)- אינו מספק לבחינה מעמיקה ויסודית של הסיבה לשינוי בשווי הוגן של נכס נדל"ן, ככל שבוצעה בתאגיד. רק עיון **בשומת מקרקעין מלאה**, המפרטת את כל הנושאים המפורטים לעיל, יכול לתת "תמונה מלאה" על הסיבות שגרמו לשינויי בשווי הוגן של הנכס.

המקרה היחיד שבו חברה נדרשת, בהתאם לתקנות ני"ע, לצרף לדו"חותיה הכספיים הערכת שווי - הינה במקרה של "נכס מהותי מאוד" כהגדרתו בתקנות. לדעתנו, העדר הגדרה כמותית ברורה בתקנות ל"נכס מהותי מאוד", הינו אחד הכשלים של מודל השווי ההוגן, המאפשרים לחברות להימנע מלצרף את הערכות השווי שנעשו עבורן.

³⁵ תקן מספר 17 בדבר גילוי מינימלי נדרש בעבודות שמאות מקרקעין המבוצעות לצורך דיווחים על פי חוק ניירות ערך, התשכ"ח- 1968, אשר פורסם על ידי מועצת שמאי המקרקעית והועדה לתקינה שמאית בספטמבר 2006.

שיטת המחקר - מתודולוגיה

מקורות המידע -

הערכות שווי בנוגע לנכסים מניבים שצורפו לדו"חות הכספיים של חברות בהתאם לתקנה 8ב, יהוו את מקור המידע העיקרי במחקר זה. הדו"חות הכספיים מפורסמים לציבור הרחב באמצעות מערכת מגנא³⁶ המקוונת של הרשות לני"ע. באמצעות אפשרויות החיפוש המקוון של המערכת, סקרנו כאלף דו"חות כספיים בהם נמצא המלל "שמאי מקרקעין" ובדקנו באותם דו"חות באם צורפה להן שמאות בנוגע לנכסי החברה.

תקופת המחקר

ההנחייה של הרשות לני"ע בנוגע לגילוי הנדרש בדו"חות הכספיים של נכסי נדל"ן להשקעה חלה רק מהדו"חות השנתיים של 2008. מעט אחרי פרסום ההנחייה, תוקנו תקנות ני"ע³⁷ באופן שדורש צירוף שמאויות רק לנכס "מהותי מאוד" (להבדיל מנכס "מהותי"). על כן, הנחת המוצא שלנו לצורך המחקר הינה כי חברות החלו לצרף מידע מפורט בהתאם להנחיות ואף שומות מקרקעין לדו"חותיהן, בעיקר החל מהדו"חות השנתיים של שנת 2008.

בהתאם לכך, עברנו על הדו"חות הכספיים, רבעוניים ותקופתיים, של כל החברות הכפופות לחוק ני"ע בחמשת הרבעונים שפורסמו לגביהם דו"חות עד מועד הגשה זו- רבעון רביעי 2008 עד וכולל רבעון רביעי 2009 (להלן: "התקופה הנבדקת").

גודל המחקר

איתרנו את כל שומות המקרקעין שפורסמו לציבור בתקופה הנבדקת ומתוכם בדקנו רק שומות בנוגע לנכסים מניבים קיימים (שאינם בהקמה), בישראל, שחשוב שווים נעשה בשיטת היוון ההכנסות – סה"כ אספנו 105 הערכות שווי של נדל"ן מניב. כמו כן, בחרנו להתמקד בשמאויות בנוגע לשלושה סוגי הנכסים המניבים העיקריים: נכסים מסחריים, משרדים ומסחר. באופן זה המחקר אינו כולל הערכות שווי, ככל שנמצאו, בנוגע לבתי אבות/ מלונאות/ מקבצי דיור/ חניונים וכיוצ"ב.

לגבי כל אחת מהשמאויות שמצאנו, ביצענו ניתוח מקיף וריכזנו בטבלה כמות גדולה של נתונים. בין היתר: שם החברה המזמינה, שם השמאי, גוש/ חלקה, מיקום, כתובת, מהות הנכס, ייעוד הקרקע, התאריך הקובע של השומה, שווי הנכס, מועד הערכות קודמות (ככל שמצויין על ידי השמאי) ומה השווי של הנכס בהערכות הקודמות, שטח בנוי, מחיר שכ"ד למ"ר, וכמובן- שיעור ההיוון בו השתמש השמאי לצורך הערכת שווי הנכס³⁸. הטבלה המרכזת של כל הערכות השווי שנבדקו מצורפת כנספח ב'.

³⁶ כתובת האתר: www.magna.isa.gov.il

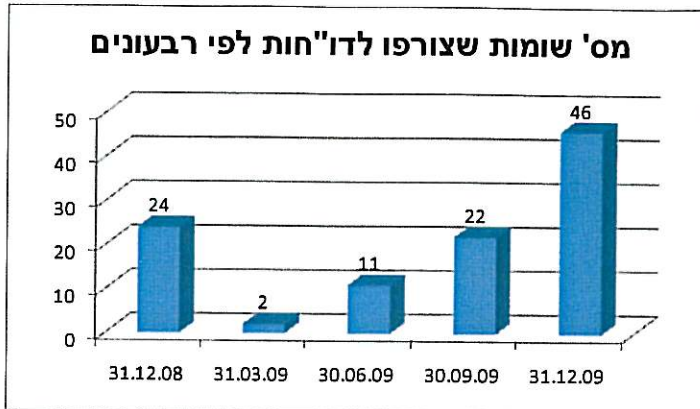
³⁷ תיקון לסעיף 8ב' לתקנות ניירות ערך (דו"חות תקופתיים ומידיניים), התש"ל-1970, אשר פורסם בקי"ת 6680, התשס"ח (15.6.2008), עמדי' 666.

³⁸ ככל שנעשתה בשומה הבחנה בין שיעורי היוון לתקופת ההסכם הקיים בנכס ולצמיתות- שיעור ההיוון המצויין הוא שיעור ההיוון שנקבע לצמיתות.

ניתוח המחקר וממצאים

ממצאים לעניין היקף חובת הגילוי

כאמור לעיל, במחקר אספנו 105 הערכות שווי שונות לאורך תקופת המחקר.



נבחן כמה הערכות שווי צורפו לדו"חות כספיים בחלוקה לרבעונים:

מהגרף משמאל ניתן ללמוד כי לאורך שנה קלנדרית כמות הערכות השווי שמצורפות לדו"חות גדלה כך שעיקר הערכות השווי מצורפות לדו"חות השנתיים. ניתן אולי להסיק מכך כי רק כאשר השינוי המצטבר בשווי הנדליין, לאורך השנה, מגיע לשינוי מהותי מאוד- מצרפות החברות, אולי בליט ברירה, את דו"ח השמאות של אותם נכסים.

כל הערכות השווי נאספו מדו"חותיהן הכספיים של 31 חברות ציבוריות³⁹ בלבד (חלקן צירפו הערכת שווי באופן חד פעמי וחלקן פירסמו מספר רב של הערכות שווי ואף מידי רבעון).

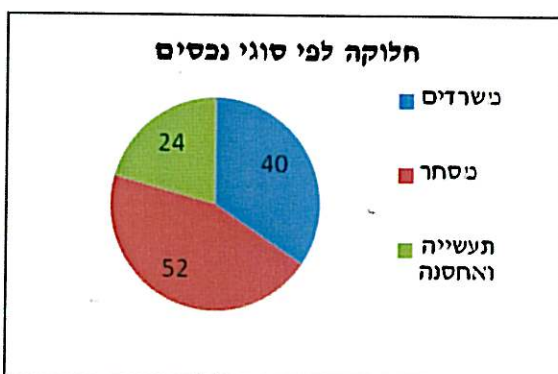
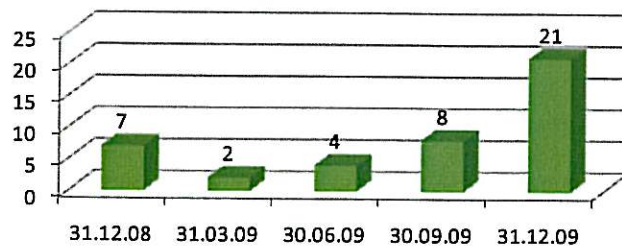
כמות החברות שצירפו הערכות שווי לדו"חות הכספיים בחלוקה לרבעונים:

בהתייחס לעובדה כי קיימות כיום מעל 150 חברות נדליין הרשומות בבורסה לני"ע וכפופות לתקני ה- IFRS, מדובר בממצא מפתיע וקיצוני לפיו מעל 80% מחברות הנדליין לא פרסמו, אף לא שמאות אחת, בתקופת המחקר.

מסקנה העולה מן האמור לעיל הינה כי חברות ציבוריות מנסות להימנע ככל הניתן מפרסום הערכות השווי לפיהן

נקבע השווי ההוגן של נכסיהן. העובדה כי חברות הנדליין אכן מצליחות להימנע מצירוף הערכות השווי מלמדת, לדעתנו, כי חובת הגילוי החלה עליהן אינה מספקת.

מס' חברות ציבוריות שצורפו שומות לדו"חות- לפי רבעונים



כפי שפירטנו לעיל, חילקנו את השמאות לשלושה סוגי נכסים⁴⁰: נכסים מסחריים, משרדים ותעשייה/ אחסנה. להלן, פירוט כמות הערכות השווי שנמצאו על ידינו בהתאם לאופי הנכס הנבדק בהערכת השווי. יובהר כי נכסים משולבים, לדוגמה: בניין משרדים עם קומת מסחר, אשר בהם קבע השמאי שער היוון נפרד לכל סוג של נכס- נספרו להלן כשתי הערכות שווי.

³⁹ יובהר כי במחקרנו בחנו לא רק חברות נדליין מניב אלא את כלל הדו"חות של החברות הציבוריות. רובן ככולן של הערכות השווי נלקחו מדו"חות של חברות נדליין מניב אם כי קיימות מספר קטן של הערכות שווי שנלקחו מחברות ציבוריות המחזיקות נכס נדליין להשקעה ששווי ו/או השינוי בשווי הינו מהותי מאוד לחברה ועל כן צורף לדו"חות הכספיים.

⁴⁰ סיווג הנכסים נעשה לפי השימוש בפועל בנכס ולא לפי הייעוד התכנוני של הקרקע.

יצויין כי בחלק קטן מהנכסים קיימת לבעלים הכנסה נוספת (שהיא בדר"כ אינה משמעותית ביחס להכנסה מדמי השכירות) כגון: הכנסה מפדיון, השכרת גג להצבת אנטנה סלולארית או קיר חימום להצבת שלט, רווח בגין תחזוקת מבנה וכו'. הנתונים במחקר מתעלמים משיעורי היוון שונים שנתנו שמאים, ככל שנתנו, להכנסות אלו וזאת במטרה לבטא שיעורי תשואה לסוגי הנכסים הנסקרים ללא גורמי "רעש" אקראיים.

חלוקת הערכות השווי לפי משרדי שמאים-

כל 105 השמאויות שנאספו בוצעו על ידי 22 משרדי שמאים בלבד, כאשר 50 הערכות שווי מתוכן, המהווים 47% מכלל ממצאי המחקר, נעשו על ידי שני משרדים בלבד ו-19 הערכות שווי על ידי שני משרדים נוספים. כלומר, סה"כ 65% מהערכות השווי שבמחקר נעשו על ידי 4 משרדי שמאים (מתוך 22 משרדים).

מדובר בממצא מעניין המלמד כי ישנם מספר מצומצם של משרדי שמאות עימם עובדות החברות הציבוריות להערכת נדל"ן מניב במשק ובתוכם מספר משרדים חזקים במיוחד. ככל שהנתונים הנ"ל מייצגים את השימוש שנעשה בפועל על ידי חברות הנדל"ן הציבוריות במשרדי שמאים- מדובר במצב בעייתי של העדר "תחרות" מספקת בין משרדי השמאים בארץ – עובדה המשאירה בידי אותם מספר מצומצם של משרדי שמאים גדולים השפעה אדירה על התוצאות הכספיות של חברות הנדל"ן איתם הם עובדים בפרט ועל שוק הנדל"ן בארץ בכלל. זאת, בהתעלם מהפתח שנוצר לשחיתויות בתחום.

חלוקת הערכות השווי לפי מיקום-

הערכות השווי שנמצאו הינן בגין נכסים ב-46 ישובים שונים. מכיוון שמדובר בפריסה רחבה יחסית (כ-2.3 הערכות שווי בלבד, בממוצע, לכל ישוב), חילקנו את כל הערכות שווי לשלושה מיקומים עיקריים:

- **מרכזי**- כולל את מרכזי העסקים במרכז הארץ: תל אביב לרבות רמת אביב ורמת החייל, רמת גן (מתחם הבורסה) והרצליה פיתוח.
- **בינוני**- מרכזי העסקים בערים גדולות בארץ: ירושלים וחיפה וכן מרכזי ערים בינוניות מאזור המרכז (מסביב למעיינים המרכזיים) כגון: חולון, פתח תקווה, ראשון לציון, רעננה, כפר סבא, נתניה, מודיעין (לרבות איירפורט סיטי), גבעתיים וכיוצ"ב.
- **רחוק**- מבנים בערים פריפריאליות יותר כגון: אילת, אשדוד, באר שבע, קרית גת, בית שמש, יוקנעם, כרמיאל, טבריה, מעלות, אזורי הקריות, קריית שמונה וכיוצ"ב.

ניתוח הערכות השווי לפי שטח המבנים הנישומים-

תעשייה ו/או אחסנה- סה"כ הערכות השווי כוללות שטח כולל של כ-195,000 מ"ר תעשייה ואחסנה כאשר 52% מתוכן הינן בגין שטחים של מעל 5,000 מ"ר לנכס. שטח של כ-8,500 מ"ר תעשייה ו/או אחסנה בממוצע לכל הערכת שווי.

משרדים- סה"כ הערכות השווי כוללות שטח כולל של כ-445,000 מ"ר משרדים כאשר 65% מתוכן הינן בגין שטחי משרדים של מעל 5,000 מ"ר לכל הערכה. שטח של כ-12,000 מ"ר משרדים בממוצע לכל הערכת שווי.

מסחרי- סה"כ הערכות השווי כוללות שטח כולל של כ-810,000 מ"ר מסחרי כאשר 78% מתוכן הינן בגין שטחי מסחר של מעל 5,000 מ"ר לכל הערכה. שטח של כ-16,000 מ"ר מסחריים בממוצע לכל הערכת שווי.

סה"כ ניתן לראות כי הערכות השווי המצורפות לדו"חות הכספיים הינן בעיקר בגין מבנים גדולים מאוד- עובדה המתיישבת עם היותם נכסים מהותיים מאוד עבור החברות שצירפו את השמאות הגינן.

⁴¹ כולל ספירה כפולה של הערכות שווי עבור אותו נכס שצורפו לרבעונים שונים.

ממצאים לעניין בחירת שערי היוון לצורך הערכות שווי

מתוך המידע שניתן היה לאסוף מהערכות השווי שנמצאו, ננסה לבחון את הפערים בשיעורי ההיוון שנבחרו, בחתכים שונים.

ניתוח שיעורי ההיוון לנכסים לפי יעוד הנכסים בחלוקה למיקומים שונים ובחלוקה לתקופות שונות:

ממוצע שיעורי היוון				כמות שמאיות				מסחר
ממוצע	רחוק	בינוני	מרכזי	סה"כ	רחוק	בינוני	מרכזי	רבעון
9.08%	8.88%	9.50%		3	2	1		31.12.08
8.75%	8.75%			2	2			31.03.09
8.75%	8.75%	8.75%	8.75%	11	7	2	2	30.06.09
8.63%	8.75%	8.75%	8.13%	20	13	3	4	30.09.09
8.63%	9.34%	8.28%	8.35%	16	5	6	5	31.12.09
8.69%	8.86%	8.58%	8.34%	52	29	12	11	סה"כ

כמות הנתונים הגדולה ביותר שאספנו הינה מתחום הנכסים המסחריים ואולי אף המייצגת ביותר.

בנכסים המסחריים ניתן לראות קשר ברור בין רמת קרבת הנכס למרכז לבין שיעור ההיוון בו השתמשו השמאים. הקשר נובע ככל הנראה ממרכיב סיכון גבוה יותר ככל שמתרחקים מהמרכז לכיוון הפריפריה (איתנות פיננסית של השוכרים, יחסי תפוסה, סיכונים בהשתנות הסביבה וכו...).

כמו כן, רואים ירידה מתמדת בשיעורי ההיוון החל מהרבעון הרביעי של 2008, אשר התאפיין בשיאו של המשבר הכלכלי העולמי שפקד גם את ארצנו עד לשיעור הנמוך ביותר ברבעון הרביעי של 2009. כאמור, הירידה בשיעורי ההיוון, על אף שאינה חדה ו/או משמעותית, יכולה ללמד על התאוששות המשק לאורך שנת 2009.

ממוצע שיעורי היוון				כמות שמאיות				משרדים
ממוצע	רחוק	בינוני	מרכזי	סה"כ	רחוק	בינוני	מרכזי	רבעון
9.00%		9.00%		10		10		31.12.08
				0				31.03.09
8.34%	8.75%	8.10%	7.75%	4	2	1	1	30.06.09
8.69%	8.88%		8.50%	4	2		2	30.09.09
8.67%		8.78%	8.14%	22		18	4	31.12.09
8.72%	8.81%	8.84%	8.19%	40	4	29	7	סה"כ

גם כאן, ניתן לראות כי שיעורי ההיוון למשרדים במרכז נמוכים משיעורי ההיוון במיקומים בינוניים ורחוקים.

אם נבחן לדוגמא את הרבעון רביעי של 2008- המדגם כולו במיקומים בינוניים מגיעים לתשואה ממוצעת של 9%. אם נשווה זאת לסקר שעריך השמאי הממשלתי לרבעון זה נגלה כי הממוצע הרבעוני שהגיע אליו השמאי הינו נמוך יותר- 8.39%. הסקר שלו כולל 36 נכסי משרדים לתקופה זוהי הפרוסים במיקומים שונים ועל כן נראה כי הינו מקיף ומייצג יותר.

ממוצע שיעורי היוון				כמות שמאיות				תעשייה ואחסנה
ממוצע	רחוק	בינוני	מרכזי	סה"כ	רחוק	בינוני	מרכזי	רבעון
9.29%		9.29%		11		11		31.12.08
				0				31.03.09
8.00%			8.00%	1			1	30.06.09
9.00%	9.25%	9.00%	8.50%	4	2	1	1	30.09.09
9.02%	9.33%	8.94%	8.40%	8	3	4	1	31.12.09
9.10%	9.30%	9.19%	8.30%	24	5	16	3	סה"כ

בתחום התעשייה נמצאו הכי פחות נתונים. ניתן לראות גם בתעשייה קשר מובהק בין מיקום הנכס לבין שיעור ההיוון שנבחר כאשר ככל שמתקרבים למרכז- יורד שער ההיוון ומגלים סיכון נמוך יותר. ניתן לראות כי הפערים בין שיעורי ההיוון למיקומים שונים ולתקופות שונות קטנים יחסית (מלבד חריג אחד ברבעון שני 2009) וכי ממוצע שיעורי ההיוון נע גביב ה- 9%. לתוצאה דומה מגיע השמאי הממשלתי בבדיקתו הן בנוגע לרבעון הרביעי של 2008 והן בנוגע למחצית הראשונה של 2009.

ניתוח שיעורי ההיוון לנכסים דומים לפי שמאי המקרקעין:

מכיוון שכמות הנתונים הגדולה ביותר שנאספה הינה ברבעון הרביעי של שנת 2009 ובנכסים מסחריים, נתמקד בנכסים אלו וננסה לבחון את הפערים בשיעורי ההיוון כפי שנקבעו על ידי שמאים שונים.

מיקום מרכזי:

מס'	שמאי	ישוב	מהות הנכס	מסחר	הערות
1	א	תל אביב	קניון "רמת אביב"	7.50%	טווח
2	ו	תל אביב	"סניף מגה"	8%	חציון
3	ד	הרצליה	"קניון שבעת הכוכבים"	8%	ממוצע
4	ג	תל אביב	"דיזנגוף סנטר"	8%	מסחר + מעט אחסנה.
5	ז	תל אביב	התחנה המרכזית החדשה	10%	סטיית תקן

טווח שיעורי ההיוון הינו גדול במיוחד ועומד על 2.5%, אולם, נראה כי הדבר בעקבות שער ההיוון הגבוה שנקבע לתחנה המרכזית החדשה, אשר על אף היותה במיקום מרכזי- מיקומה בדרום ת"א, גיל ואופי הנכס מצדיקים שיעור היוון גבוה יותר. בהתעלם מנכס חריג זה- מדובר בטווח של 0.5% שהינו פער סביר אם כי עדיין גדול לנכסים במיקום זהה, אופי זהה ותקופה זהה.

מיקום בינוני:

מס'	שמאי	ישוב	מהות הנכס	מסחר	הערות
1	א	נתניה	"איקאה"	7.75%	טווח
2	ב	כפר סבא	"קניון ערים"	8%	חציון
3	ג	רחובות	"וויצמן ביזנס פארק"	8.45%	ממוצע
4	ד	מודיעין	"מרכז מסחרי מודיעין"	8.50%	סטיית תקן
5	ה	רעננה	"קניון רננים"	8.50%	

בנכסים במיקום הבינוני טווח שיעורי ההיוון מגיע ל- 0.75%. לגישתנו, מדובר בפער גדול מידי לנכסים בעלי מאפיינים זהים אשר יוצר פערים משמעותיים בשווי. כך לדוגמא: קניון ערים בכפר סבא וקניון רננים ברעננה הינם שני קניונים בעלי מאפיינים דומים מאוד מבחינת מיקום, מצבו הפיסי של הנכס, ביקוש, מחירי שכ"ד וכיוצ"ב ובהתאם לכך היינו מצפים שיעורי ההיוון יהיו דומים יותר / זהים. לשם ההמחשה, אם היינו משנים את שער ההיוון בקניון רננים מ- 8.5% ל- 8% - ערך הנכס היה עולה בכ- 55 מיליון ₪! לסיכום-

בהסתכלות על שני המיקומים ניתן לראות כי אותו שמאי/ת המוגדרת/ת "א" לעיל, קובע באופן קונסיסטנטי שיעור היוון נמוך משמעותית משאר השמאים ומממוצע שערי ההיוון. באופן זה- חברה שתשכור את שירותיו של שמאי זה תהנה מהצגה של ערך נכסים גבוה יותר ביחס לחברות שישתמשו בשמאים אחרים. ממצא מעניין זה מלמד על משמעותו הגדולה של השמאי הנבחר על ידי חברת הנדל"ן.

ניתוח שיעורי ההיוון לנכסים שונים בהערכות שבוצעו על ידי אותו שמאי המקרקרעין:

ניתן לראות בבירור כי אותו שמאי אשר ביצע את 12 הערכות השווי המפורטות להלן, קבע שער היוון אחיד לכל הנכסים (יצויין כי כל הנכסים בבעלות אותה חברה) על אף שמדובר בנכסים רבים ושונים הם במיקומם, בגודלם, באיכות הבניה שלהם וכיוצ"ב. קשה להאמין כי לא קיימים כלל פערים בסיכון בין כל הנכסים הנ"ל, באופן המאפשר לקבוע שער היוון זהה לחלוטין לכל הנכסים הנ"ל⁴²:

מסחר	תאריך קובע	מהות הנכס	הגדרת מיקום	ישוב
8.75%	30.09.2009	"ביג יהוד"	בינוני	יהוד
8.75%	30.09.2009	סניף טיב טעם	בינוני	ראשון לציון
8.75%	30.09.2009	חלק מ"פאוור סנטר גנדן"	בינוני	נתניה
8.75%	30.09.2009	מרכז מסחרי "ביג fashion"	רחוק	נצרת
8.75%	30.09.2009	מרכז מסחרי "ביג קסטינה"	רחוק	באר טוביה
8.75%	30.09.2009	מרכז מסחרי "ביג אילת"	רחוק	אילת
8.75%	30.09.2009	מרכז מסחרי ביוקנעם	רחוק	יוקנעם
8.75%	30.09.2009	מרכז מסחרי "ביג רגבה"	רחוק	מושב רגבה
8.75%	30.09.2009	מרכז מסחרי "ביג בית שמש"	רחוק	בית שמש
8.75%	30.09.2009	מרכז מסחרי "ביג קריות"	רחוק	קרית אתא
8.75%	30.09.2009	מרכז מסחרי "ביג כרמיאל"	רחוק	כרמיאל
8.75%	30.09.2009	מרכז מסחרי "ביג באר שבע"	רחוק	באר שבע

המדובר בממצא מעניין המלמד כי לעיתים העדר מתודולוגיה גורם לשימוש אחיד ופשטני בשיעורי ההיוון ללא מתן משקל לגורמי הסיכון הרלוונטיים לנכס הספציפי הנבחן בהערכתה השווי.

שיעורי היוון שנבחרו על ידי שמאים לצורך שווי הוגן לעומת שיערי תשואה בהן בוצעו עסקאות בשוק

עיון בסקר תשואות לנכסים מניבים לשנת 2009, שבוצע על ידי השמאי מיכאל עין דור (מצורף כנספח א'), בהתאם לדיווחים של חברות ציבוריות, מגלה גם הוא פערים מעניינים בטווח שיעורי התשואה בעסקאות נדל"ן, כפי שדווחו:

רבעון	סוג נכס	עיר	מיקום	תשואה	חברה	הערות
רביעי	מסחר	תל אביב	מרכזי	7.59%	אמות	מול 124 בגן גביחל
רביעי	מסחר	תל אביב	מרכזי	9.20%	חן באור	סניף טיב טעם, כתבה בעיתון

מדובר בפער של כ- 1.5% בשיעור התשואה בנכסים מסחריים בת"א בתקופה דומה.

רבעון	סוג נכס	עיר	מיקום	תשואה	חברה	הערות
רביעי	מסחר	אילת	רחוק	4.50%	אספן	תשואה בפועל על NOI. שוכר שיושב על הנכס כולו ומשלם בגין חצי מבנה.
רביעי	מסחר	שופת	רחוק	8.30%	ריט	מרכזי G בוקנעם, ראש"צ ועפולה
רביעי	מסחר	בני דהר	רחוק	9.25%	דלק נדל"ן	קניין דחרים- שער היוון על השטחים המסחריים (עסקה כללה גם ת.דלק)
רביעי	מסחר	ראש פינה	רחוק	11.12%	קח מיאס	תשואה על הכנסות ולא על NOI

אנו רואים דיווחים על עסקאות מסחריות במיקומים רחוקים שנעשות בפערי תשואה אדירים. קריאת הדיווחים לגופם אומנם מלמדת שתשואת העסקה באילת הינה על ה- NOI בפועל (ולא על שכ"ד ראוי בתפוסה מלאה) בעוד תשואת העסקה בראש פינה דווחה על הכנסות ולא על NOI (כנראה שיש גירעון ניהולי), ואף על פי כן מדובר בפער לא סביר לכל הדעות.

ניתן ללמוד כי הדיווחים לעיתונות והדיווחים לרשות לנייע לגבי שיעורי התשואה של עסקאות שנעשות בפועל הינם חלקיים, מעוותים ואינם מדווחים בהתאם לכללים דיווח ברורים- עובדה העלולה ל"בלבלי" את הקורא בכלל ואת השמאי המעריך שיעורי היוון לעסקאות דומות בפרט.

⁴² לכל נכסים אלו בתקופה זו נקבע גם שער היוון זהה להכנסות המקבלות מפדיון בגובה של 10.25%.

סיכום ומסקנות

שינויים בשווי ההוגן של נכסי נדל"ן להשקעה עשויים לנבוע ממספר רב של גורמים, בהם גורמים הקשורים בנכס עצמו (כדוגמת שינויים פיסיים בנכס, שינוי בזכויות הבנייה או ביעוד הקרקע, שינוי בתזרים המזומנים הצפוי לנבוע מהנכס וכו'), וכן גורמים הקשורים בסביבה הכלכלית של הנכס ובשוק בו הוא פועל (כדוגמת שינוי בביקוש או בהיצע לנכסים בעלי מאפיינים דומים, שינוי ברמת הסיכון הכרוכה בפעילות, שינוי בשערי מטבע חוץ וכו'). רק עיון מעמיק בהערכת שווי הוגן שבוצעה לנכס נדל"ן יכולה ללמד על הסיבות שהביאו לשינוי בשווי הנכס.

כפי שפורט בהרחבה לעיל, התקינה הבינלא"א דורשת להעריך את השינויים בנכסי הנדל"ן המניב של החברות הציבוריות, מידי רבעון, באמצעות הערכות שווי חיצוניות אם כי לא דורשת לפרסם אותן. המקרה היחיד שבו חברה נדרשת, בהתאם לתקנות ני"ע, לצרף לדו"חותיה הכספיים הערכת שווי - הינה במקרה של "נכס מהותי מאוד" כהגדרתו בתקנות. העדר הגדרה כמותית ברורה בתקנות ל"נכס מהותי מאוד", הינה הגורם העיקרי, לטעמנו, המאפשר לחברות להימנע מלצרף את הערכות השווי שנעשו עבורן.

תוצאות המחקר מלמדות כי כמות הערכות השווי שנמצאו בכאלף דו"חות הכספיים הייתה מועטה ביותר (עשרות בודדות) ונמוכה באופן משמעותי מכמות הערכות שציפינו למצוא, בהתחשב בשימוש המאסיבי שנעשה בהערכות שווי אלו ובהשפעה הקריטית שיש להן, כפי שראינו לעיל, על הדו"חות הכספיים. המחקר מלמד כי רובן ככולן של חברות הנדל"ן ממעטות, ככל הניתן, מלפרסם את הערכות השווי ששימשו אותן.

מסקנתנו היא כי על הרשות לני"ע להרחיב את ההנחייה הקיימת באופן בו חברות הנדל"ן ידרשו לפרסם בכל תקופת דו"ח לפחות חלק מהערכות שווי שבוצעו לצורך הדו"חות הכספיים של אותו תקופה. תובת צירוף השמאוויות צריכה להיות מלווה במבחנים כמותיים ברורים אשר לא יאפשרו פירושן בשני פנים.

הכמות המועטה של הערכות השווי שפורסמו בצמוד לדו"חות הכספיים הקשתה מעט לבצע ניתוחים רוחביים מקיפים בנוגע לאופן השימוש בשיעורי היוון. יחד עם זאת, אנו סבורים שהצלחנו להמחיש, באמצעות דוגמאות נקודתיות, את ה"גמישות" הקיימת בפני שמאי מקרקעין בבחירת שיעור היוון. כך, הצגנו הערכות של נכסים דומים (דומים לעניין מיקום, יעוד הנכס, מועד ביצוע הבדיקה וכיוצ"ב) עם שיעורי היוון שונים משמעותית ו/או נכסים שונים משמעותית בהם שמאי השתמש בשיעורי היוון זהים. הצלחנו להציג גם פערים בין שמאים ספציפיים "שמרניים" יותר לבין שמאים שניתן לזהות אצלם גישה "מקלה" יותר.

מסקנתנו העיקרית היא שחובת פרסום הערכות שווי על ידי עשרות חברות נדל"ן מידי רבעון יכולה להוות מאגר מידע מקיף ואמין החסר כל כך כיום בשוק הנדל"ן הישראלי. על מנת להרחיב את מגוון הערכות השווי המתפרסמות יכול ועל דרישת הרשות לני"ע לא להתמצות רק בנכסים עיקריים/ מהותיים אלא לחייב חברות לפרסם באופן ראנדומאלי מספר מסויים של שמאוויות שונות מידי רבעון.

מן הראוי שגוף כמו לשכת השמאים ירכז את הנתונים המתפרסמים בשמאוויות, באמצעות מאגר ממוחשב אינטרנטי, כפי שנהוג במדינות רבות בעולם. מאגר מסוג זה יכול, לדעתנו, לצמצם את הפערים בהערכות והאומדנים השונים הנעשים על ידי השמאים בבואם להעריך שווי הוגן של נכסי נדל"ן ולקרר ככל הניתן את הערכות השווי בהתאם מודל השווי ההוגן לשווי השוק ה"אמיתי".

מקורות

חוקים ותקנות רלוונטיים

- תקן חשבונאות מס' 29, יולי 2006, המוסד הישראלי לתקינה בחשבונאות.
- תקן חשבונאות בינלאומי מס' 40, תיקון אחרון- אפריל 2009, הועדה לתקני חשבונאות בינלאומיים (IASB).
- הנחיה בנושא "גילוי בדבר שווי הוגן של נכסי נדל"ן להשקעה", פברואר 2009, הרשות לני"ע.
- סעיף 36א(ב) לחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968.
- תקנות ניירות ערך (דו"חות תקופתיים ומיידיים), התש"ל-1970.
- תקן מספר 17 של לשכת השמאים בדבר גילוי מינמלי נדרש בעבודות שמאות מקרקעין המבוצעות לצורך דיווחים על פי חוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968, ספטמבר 2006, מועצת שמאי המקרקעית והועדה לתקינה שמאית.

ספרות מקצועית

- אינג'י כהן, א. וברי, מ. (1985), שמאות מקרקעין וניהול נכסים- הלכה למעשה, הוצאת בורסי, תל אביב, עמ' 93.
- ברזילי, ב. ולאוטמן, מ. (1996), שמאות מקרקעין – עקרונות, גישות, תהליכים, אתיקה, עמ' 62-63.
- אלוני, י. (2000), שמאות מקרקעין בישראל, הוצאת אוריאן
- מלכנא, מ. (1997), מבוא לשמאות מקרקעין, מהדורה שלישית, הוצאת ג.מ. תקשורת

מאמרים, מחקרים וכתבות

- לוי-אהרוני, ק. (2009, דצמבר), מגדלים פורחים באוויר, מגזין רואה החשבון.
- מרום, ר. (2008, דצמבר), מה שווה השווי ההוגן?, מגזין רואה החשבון.
- אודליה, ש. (2009, מרץ), הערכות שווי מסביב לעולם קובעות את שווי השוק האמיתי, מגזין "ערך מוסף" של ברייטמן- אלמגור- זוהר.
- רו"ח שוב, ש. (2008, דצמבר), הקניון שבא לגרש את החושך, מתוך לקט מאמרים בשם "IFRS בשטח", שפורסמו באתר לשכת רואי החשבון.
- רו"ח שוב, ש. (2008, דצמבר), להסדיר את תחום הערכות השווי, מתוך לקט מאמרים בשם "IFRS בשטח" שפורסמו באתר לשכת רואי החשבון.
- יצחקי, א. (2009, דצמבר), בחירת "שיעור היוון כולל" בתחשיבי שומה, מפרסומי אגף שומת מקרקעין, משרד המשפטים.
- יצחקי, א. (2009, ספטמבר), חסמי מידע בענף הנדל"ן והתועלת שתצמח למשק הישראלי עם הסרתם, מפרסומי אגף שומת מקרקעין, משרד המשפטים.
- יצחקי, א. (2009, יוני), סקירת שיעורי תשואה בנכסים מניבים- רבעון רביעי 2008, מפרסומי אגף שומת מקרקעין, משרד המשפטים.

- יצחקי, א. (2009, נובמבר), סקירת שיעורי תשואה בנכסים מניבים- מחצית ראשונה של שנת 2009, מפרסומי אגף שומת מקרקעין, משרד המשפטים.
 - עין- דור, מ. (2010), סקר תשואות לנכסים מניבים 2009, פורסם באתר לשכת שמאי המקרקעין תחת "מחקרים בארץ ובחו"ל".
 - יצחק, ע. (2007, 16 למרץ), השפעות אימוץ ה- IFRS על ענף הנדל"ן, דה מרקר.
 - וולברג, א. (2009, 11 לאוקטובר), על זה נאמר- אופטימיות זהירה, גלובס.
 - ליכטמן, מ. (2010, 2 לפברואר), מידע נדל"ני אמין? אין אופרה כזו, גלובס- מדור נדל"ן.
- Muller, K. A., Riedl, E. J. & Selhorn, T. (2007, December), **Choosin Cost versus Fair Value: International Evidence from the European Real Estate Industry Upon Adopting of IFRS**, Harvard Business School.
 - Muller, K. A., Riedl, E. J. & Selhorn, T. (2008, August) , **Consequences of Voluntary and Mandatory Fair Value Accounting: Evidence Surrounding IFRS Adoption in the EU Real Estate Industry**, Harvard Business School.
 - Ball, R. (2006), **International Financial Reporting Standards (IFRS): pros and cons for investors** , Accounting and Business Research, pages: 5-27.
 - Christensen, H. B. & Nikolaev, V. (2009, February), **Who uses fair value accounting for non-financial assets after IFRS adoption?**, The University of Chicago.
 - Ernst & Young, (2010 January), **IFRS for real estate- Current issues and financial statements survey**.
[http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Real_Estate_Survey_2010/\\$FILE/real_Estate_Survey_2010_GL_IFRS.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Real_Estate_Survey_2010/$FILE/real_Estate_Survey_2010_GL_IFRS.pdf)
 - Deloitte (2008), **IFRS in Real Estate -More Than Just Accounting & Reporting**,
<http://www.iasplus.com/usa/0810ifrsrealestate.pdf>