

מבוא למימון לאקטוארים

עקרונות המימון

מבוא למימון: הקדמה

- הקורס במבוא למימון נועד לספק הבנה בסיסית של התנהלות פיננסית של חברות מסחריות ציבוריות (בע"מ; ההתמקדות בחברות אלו תוסבר בהמשך), ובהקשר הזה:
- ✓ הקורס מגדיר מונחים בסיסיים ומסגרת שיטתית המאפשרת גישה לסוגיות מעשיות בניהול חברות
- ✓ הקורס מציג כלים פיננסיים עיקריים המשמשים בפועל למימון פעילותן של חברות ציבוריות ולניהול סיכונים
- הקורס מציג גישה יסודית המתחילה בהגדרת מונחים בסיסיים ומגיעה לנושאים מעשיים מתקדמים, ובפרט:
- ✓ מחיר ההון המשוקלל ומבנה ההון של חברה ציבורית
- ✓ הערכה של סיכונים ופרויקטים וקבלת החלטות השקעה

מבנה השיעור: עקרונות המימון

- בשיעור זה נעסוק בסקירה רחבה של מקצוע המימון, עקרונותיו הבסיסיים, תחומי העיסוק ותפקידו הכללי בהקשר לניהול חברות, שוקי ההון ורווחת המשקיעים
- הנושאים המרכזיים בהם נעסוק להלן כוללים:
- 1. מימון חברות כנקודת מוצא למקצוע המימון
- 2. יסודות של קבלת החלטות בחברות ציבוריות
- 3. מטרותיה של חברה ציבורית ויעדים של בעלי העניין
- 4. תפקידם של שוקי הון והשפעתם על חברות ציבוריות
- כמו כן נציג תכנית הקורס הכללית, נושאים עיקריים וספרות מומלצת ונתייחס לזיקה שבין נושאי המבוא למימון לנושאי המקצועות המקבילים ונושאי המשך

ספרות

- ספרי לימוד עיקריים (מתוך מבחר רחב ומגוון מאוד):
- ✓ בן חורין משה, שוק ההון וניירות הערך, צ'ריקובר מוציא לאור, 1996 (מהדורות מעודכנות מקובלות)
- ✓ Eugene F. Brigham and Joel Houston [BH], *Fundamentals of Financial Management*, South-Western College Pub., 10th ed., 2003 (or later)
- ✓ Richard A. Brealey and Stewart C. Myers [BM], *Principles of Corporate Finance*, McGraw-Hill, 7th ed., 2003 (or later)
- ✓ סילבוס הקורס מפרט ספרים נוספים (על ני"ע נגזרים)
- ✓ מקורות נוספים (מאמרים מתוך ספרות מקצועית) יצינו במהלך הקורס, תוך הצגת תחומים ונושאים ספציפיים

מבוא למימון בקונטקסט הרחב

- מקצוע החשבונאות מהווה למעשה חלק בלתי נפרד ממקצוע המימון; היחס בין השניים הנו יחס השלמה:
- ✓ מקצוע המימון עוסק ברובו בצד הפיננסי "הריאלי" של התנהלות החברות, המשקיעים והשוקים ברמה כללית
- ✓ מקצוע החשבונאות מהווה חלק משלים, העוסק בצד הרישום והדיווח (המשפיע בתורו על הצד "הריאלי")
- ✓ חשוב לציין זיקה דו כיוונית בין שני התחומים הללו
- המבוא למימון נועד להכשיר קרקע למקצועות כלכלה מתקדמים, בפרט תוך הספקת מונחים וכלים בסיסיים הנדרשים להבנת בעיות ואתגרים של העבודה המעשית
- ✓ כלכלה פיננסית משתמשת בכלים ומונחים של מבוא למימון לניתוח מצבי אמת ולפתרון בעיות מעשיות

תחומי מימון עיקריים



מקצוע המימון בפרספקטיבה היסטורית

פרספקטיבה היסטורית מציעה מבט מעניין על התפתחות מקצוע המימון ובכפוף להתרחשויות כלכליות:

2000	1950	1940	1930	1900
*	*	*	*	*
אופטימיזציה, טכנולוגיה, גלובליזציה	ניהול, אקטיבי, אופטימיזציה	פרספקטיבה חיצונית, תיאורית	פשיטות רגל, נזילות, רגולציה	הקמת חברות, מיוגים, פיתוח נייע

טכנולוגיה (ובמיוחד טכנולוגיית מידע – IT) וגלובליזציה מהוות היום גורמים חיוניים שלא ניתן להתעלם מהם אלא במחיר של נטילת סיכון מיותר שהופך בפועל לחסרון יחסי עם זאת העקרונות הבסיסיים של מימון לא השתנו כלל, והתפתחויות מודרניות עשויות דווקא לתרום לתוקפם

מימון חברות נקודת מוצא

בעוד מקצוע המימון עוסק בהתנהלות של ישויות כלכליות שונות (פרטים, תאגידים, שוקים ומוסדות פיננסיים ועוד), נקודת ההתייחסות המרכזית הנה בעיקר **חברה ציבורית**

- ✓ העיסוק העיקרי בחברות ציבוריות מגדיר את המקצוע בתור **מימון תאגידים/חברות (Corporate Finance)**
- ▶ התמקדות בחברות ציבוריות אינה מגבילה את תחום העיסוק אלא רק מספקת **נקודת מוצא מוגדרת היטב**
- ✓ העיסוק במימון חברות מחייב התייחסות שיטתית ל-
 1. כל בעלי העניין בחברה (stakeholders), כולל בעלי המניות (stockholders) ואג"ח (bondholders)
 2. מוסדות ושוקים פיננסיים (כגון בנקים, בורסות, ועוד)
 3. מוסדות פיקוח ואכיפת חוק (רשויות מסים ונייע וכד')

בעלי עניין: הבהרה

- ▶ לשם הבהרה: עפ"י חוק החברות בארץ, בעל עניין בחברה ציבורית מוגדר כמי שמחזיק ביותר מ- 5% מהון המניות המונפק של החברה; נוסף על כך, בעלי העניין כוללים:
 - ✓ מנכ"ל החברה; חבר דירקטוריון; וכל בעל תפקיד ניהולי אחר שיש לו השפעה על התנהלותה של החברה הציבורית
 - ▶ לאורך הקורס נתעלם מהגדרה רשמית של 5% החזקות, ונתייחס לכל בעלי זיקה בתור בעלי עניין, אלא אם נציין אחרת; אולם, בפועל לאחוזי הבעלות השלכות חשובות בעיית הריכוזיות במשק הישראלי מתייחסת בין השאר לאחוזי החזקה גבוה בידי מספר משקיעים מצומצם, דבר שפוגע בתפקודו של שוק ההון, בתחרותיות וניהול חברות
 - ✓ הרשות לנייע נלחמת בתופעה, בין השאר ע"י דרישה של אחוזי החזקות ציבור מינימאלי להכללת המניות במדדים

מימון חברות

- ▶ כאמור, התמקדות במימון חברות מספקת נקודת מוצא שמאפשרת גישה למגוון סוגיות חשובות; בהקשר למימון של חברה ציבורית, היום נסקור נקודות מרכזיות הבאות:
 1. שאלות חיוניות בקבלת החלטות בחברה ציבורית:
 - תקצוב הון (capital budgeting – היכן להשקיע?)
 - ומקורות מימון (financing – כיצד לממן השקעות?)
 2. יעדי החברה: המטרות הקשורות לבעלי עניין שונים כולל בעלי מניות ואג"ח, מנהלים ועובדים (בהקשר זה נתייחס לניגוד עניינים אפשרי ודרכים לפתרון הבעיה)
 3. מקסום רווחתם של בעלי מניות כמטרה אולטימטיבית
 4. תפקידם של שוקי ההון והשפעתם על התנהלות החברה

כיווני המשך

- ▶ השיעור הנוכחי מציע הכרה כללית בעקרונות, מונחים וכלים פיננסיים בהם ייעשה שימוש לאורך שאר הקורס
- ✓ בהמשך נרחיב את יסודות המקצוע תוך הכרה בצורות ארגוניות שונות של ישויות עסקיות (חוץ מחברה בע"מ), ובכלים פיננסיים עיקריים (מניות, אג"ח, ונייע נגזרים)
- ▶ לאחר הכרה בעקרונות, מונחים וכלים פיננסיים, נעסוק בנושאים הבסיסיים ביותר במימון החברות, הכוללים:
 - ✓ מחיר ההון של חברה – Cost of Capital
 - ✓ מבנה ההון של חברה – Capital Structure
 - ✓ הערכה של פרויקטים וקבלת החלטות השקעה – Capital Project Appraisal & Decision Making

קבלת החלטות בחברה ציבורית: הקמת עסק

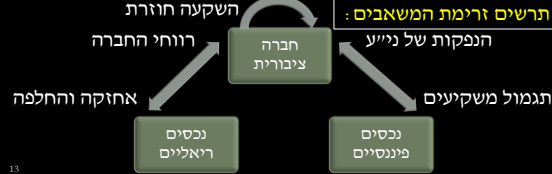
- ▶ התנאי המוקדם להפעלת עסק מסחרי הנו רכישת נכסים ריאליים – אלו המשמשים להפקת מוצרים או שירותים (להבדיל מנכסים פיננסיים, כגון מניות או אגרות החוב)
- ✓ נכסים ריאליים יכולים להיות מוחשיים (כגון ציוד או מבנים) או לא מוחשיים (פטנט, מוניטין, סמל מסחרי...)
- ▶ רכישת הנכסים הריאליים מחייבת גיוס משאבים, שיכול להיעשות תוך הנפקת נכסים פיננסיים (מניות ו/או אג"ח)
- ▶ מכאן, הקמת עסק מסחרי מקשרת בין 3 תחומים שונים:
 1. שוק נכסים ריאליים (המשמשים להקמה ותפעול העסק)
 2. שוק נכסים פיננסיים (המספק גישה למשאבים הנדרשים)
 3. ניהול העסק עצמו (הפעלת הנכסים לשם הפקת רווחים)

קבלת החלטות בחברה ציבורית: ניהול עסק

חשוב לציין כי הקשר בין התחומים הנו **קשר שוטף** שאינו מוגבל לתקופה של הקמת העסק בלבד; האחראי לתזרימי המזומנים הנו **מנהל כספים** (financial manager) אשר:

✓ מקצה משאבים **לרכישה ואחזקה של נכסים ריאליים** (משאבים שגויסו ו/או הופקו מפעילות העסק השוטפת)

✓ מקצה משאבים בין **תגמול המשקיעים להשקעה חוזרת**



13

קבלת החלטות בחברה ציבורית: ניהול עסק

הערה: בפועל שאלות תקצוב ההון ומימון פרויקטים מעסיקות שורת בעלי תפקידים בחברה בנוסף למנהל כספים ראשי (**Chief Financial Officer – CFO**):

1. החלטות תקצוב הון הן בעיקר באחריותו של CFO, אבל מערבות **מנהלים של מחלקת ייצור, מו"פ, פרסום ושווק**
2. החלטות מימון הן באחריותו של **חשב** (treasurer) אשר תפקידו בין היתר לשמור על קשרים עם בנקים ומשקיעים

✓ עפ"י רוב, חשב נמצא תחת פיקודו של CFO, אשר פועל בכפוף ל**מנכ"ל** (Chief Executive Officer – CEO)

חשוב לציין כי כל בעלי התפקידים הנ"ל ונוספים בד"כ אינם בעלי החברה; הגורם העליון הנושא באחריות **כלפי הבעלים** הנה מועצת מנהלים (Board of Directors)

14

קבלת החלטות בחברה ציבורית: ניהול עסק

כאמור, שתי החלטות המרכזיות של ניהול משאבים הן:

1. באילו נכסים ריאליים להשקיע – החלטת תקצוב הון

2. כיצד לגייס משאבים להשקעה זו – החלטת מימון

✓ החלטה שלישית חשובה (שנדון בה בהמשך הקורס) היא החלטת **ייעוד הרווחים** (או מדיניות דיבידנד): כמה מתוך רווחי החברה לחלק לבעלים וכמה להשקיע מחדש בעסק

כפי שנראה בהמשך, שאלת השקעה בנכסים הנה בפועל שאלה של הערכת פרויקטים; על כן, חברה מהווה למעשה **אוסף של פרויקטים שדורשים השקעה ומבטיחים תשואה**

✓ בהתאם, מטרת החברה (ברמה הכללית) היא להשקיע בפרויקטים שמניבים תקבולים מעל להשקעה הנדרשת ובכך מפיקים רווחים לבעלים (בעלי המניות של החברה)

15

קבלת החלטות בחברה ציבורית: ניהול עסק

שאלת תקצוב הון (באילו פרויקטים להשקיע) היא בפועל בעיה לא פשוטה, וזאת בעיקר בגלל שתי הסוגיות הבאות:

1. **בעיית בחירה**: הצורך לבחור בין מספר פרויקטים שונים

2. **בעיית אי וודאות**: רווחיות הפרויקט היא כמעט תמיד משוערת בלבד בגלל חוסר ביטחון בתקבולים עתידיים

✓ שימו לב כי רוב הפרויקטים מחייבים הוצאה משמעותית מראש, ורק **מבטיחים הכנסות בעתיד**, כלומר לא בטוחות

במידה והפרויקט נבחן ונמצא כדאי למרות חוסר וודאות, מנהלי החברה עוברים **לבעיית המימון הפרויקט**, כאשר:

✓ ניתן לגייס משאבים באמצעות הנפקת מניות (equity)

✓ ניתן לגייס משאבים באמצעות לקיחת הלוואות (debt)

16

קבלת החלטות בחברה ציבורית: תקצוב הון

תקצוב הון מהווה סוגיה קשה במיוחד בשל **מורכבות הניתוח** (שנכר בהמשך) ומחיר כבד של החלטות שגויות

✓ כפי שכבר צוין, תקבולים עתידיים כרוכים בחוסר וודאות

✓ לעומת זאת, השקעה בנכסים היא גבוהה ומיידית וכרוכה בהשוואה בין נכסים חלופיים – בעיה לא טריוויאלית

✓ גורם מסבך נוסף: קיום אפשרויות סמויות (או אופציות ריאליות) קשות לניתוח אך משפיעות על ערך הפרויקט

מעל לכל, להחלטות תקצוב הון **השלכות מרחיקות לכת**:

✓ לגובה השקעות בנכסים קבועים השפעה כבדה על מסלול התפתחות החברה בטווח הקצר והארוך (שיעורי צמיחה)

✓ השגיאות עושות את ההבדל בין הצלחה לכישלון החברה

17

קבלת החלטות בחברה ציבורית: ניתוח פיננסי

לאור כל האמור לעיל, קשה להגזים בחשיבותו של ניתוח פיננסי - התהליך שנועד לחקור את הפרויקט לעומק, ע"מ:

✓ לקבוע סיכונים עיקריים להם חשופים ביצועי הפרויקט

✓ לבדד גורמי סיכון ראשיים עפ"י השלכותיהם הצפויות

✓ להציע דרכים לצמצום או מזעור הסיכונים הראשיים

ניתוח פיננסי כרוך בחקר נתונים שונים מאוד באופיים ובשיטות מחקר שונות, ומזמין מומחים מתחומים רבים

✓ להערכת הפרויקטים יכולים לתרום מומחים לפרסום ושווק, מו"פ, טכנולוגיה, חשבונאות, מיסוי, משפט ועוד

✓ ניתוח פיננסי יעיל מזהה תחומים בעלי חשיבות עליונה לפרויקט ומשלב תרומות המומחים הרלוונטיים בהערכה

18

יעדי החברה: שרשרת הפיקוד

- יעדי החברה מסיבות ברורות תלויים בזהותם של בעלי החברה, ואלו הם **בעלי המניות**; אולם, מטרתיהם של בעלי עניין אחרים עלולות לסבך את השאלה, מכיוון ו-
 - ✓ יתכן ולבעלי המניות **שליטה מוגבלת בלבד** בחברה שלהם
 - ✓ יתכן ומטרות של בעלי שליטה **מנוגדות לאלו של הבעלים**
 - השליטה הישירה בחברה נמצאת בידי ההנהלה, כאשר זאת כפופה **למועצת מנהלים**, כפי שמודגם באיור להלן
- ```

 graph TD
 A[בעלי מניות] --> B[מועצת מנהלים]
 B --> C[הנהלת החברה]

```
- **מועצת מנהלים נבחרת ע"י בעלי מניות ומייצגת אותם**
  - כתוצאה, **השליטה בחברה בפועל נמצאת בידי המועצה**
  - מה אם למועצה מטרת אחרות מאלו של בעלי המניות?<sup>19</sup>

### יעדי החברה: ניגוד עניינים

- להפרדת השליטה מידי בעלי המניות **יתרונות חשובים**:
  - הניהול מועבר לאנשי מקצוע, לשינויי בעלות אין השלכה על ביצועיים שוטפים, ועוד; **עם זאת ישנה כאן גם בעיה**:
    - ❖ למנהלי החברה (להנהלה כמו למועצת המנהלים) יכולות להיות **מטרות מנוגדות לאינטרסים של הבעלים**; **מהן?**
      - ✓ שיפור רווחה אישית על חשבון החברה המנוהלת, כולל תנאי עבודה, שליטה וקידום, תגמולים, בונוסים, וכו'
- **מתי ומדוע כל אלו מנוגדים לאינטרסים של בעלי המניות?**
- מפני שכל הוצאה בלתי מוצדקת (כגון תגמול לנוכח חוסר תרומה הולמת) **פוגעת ברווחיות ולכן גורעת מערך החברה**
- ניגוד עניינים (conflict of interests) או "בעיית הסוכן" (principal-agent problem) נוצרים כאשר נציג **מנצל סמכויותיו לשירות אינטרסים השונים מאלו של מעסיקו**<sup>20</sup>

### יעדי החברה: ניגוד עניינים

- בעיית הסוכן **איננה דוגמא יחידה** לניגוד עניינים בחברה; דוגמא נוספת היא ניגוד עניינים בין מספקי מימון שונים, **כגון בין בעלי מניות למלוים**; **מהיכן נובע ניגוד העניינים?**
  - ✓ במקרה של הצלחה גדולה של פרויקט כלשהו, בעלי מניות (שהם גם בעלי החברה) **נהנים מרווחים גבוהים מהרגיל**; במקרה של כישלון, בעלי חברה בע"מ מוגנים באופן יחסי לעומת זאת, במקרה של הצלחה המלוים זוכים לתגמול **המובטח הרגיל בלבד**, ובמקרה הכישלון עלולים להיפגע
  - ✓ כתוצאה, בעלי מניות (בניגוד למלוים) יהיו מעוניינים **ליטול סיכונים גבוהים יותר**, מתוך שאיפה לרווחי יתר
- זוהי דוגמא לניגוד עניינים **בין קבוצות בעלי עניין שונות**
- ✓ יתכנו בעיות נוספות של ניגוד עניינים, כגון בין הנהלת החברה לעובדיה או אף בין חברה לכלל הציבור הרחב<sup>21</sup>

### יעדי החברה: תיאוריית הסוכן

- ניגודי עניינים מהסוג הזה ידועים היטב ונחקרים לעומק בניסיון לתת פתרון לבעיות הקשות; תיאוריה שפותחה בהקשר הזה היא **תיאוריית הסוכן** (Agency Theory)
- תיאוריית הסוכן מתייחסת למאפיינים הבאים של בעיה:
  - ✓ **עלויות הקונפליקט** (agency costs), כולל עלויות פיקוח, תמרוץ, ועלויות התנגשות שלא נפתרה חרף מאמצים אלו
  - ✓ **דרכי יישור העניינים**: תמרוץ שלילי (כגון פיטורין) וחיובי (תגמולים המותנים בביצועי החברה, דוגמת אופציות)
  - ✓ **השפעות הקונפליקט על מחיר המניה**: ניהול לא יעיל גורם למשקיעים למכור מניות, מה שגורם לירידה במחיר, מה שפוחת אפשרות להשתלטות עוינת (hostile takeover)
  - הנקודה האחרונה חשובה במיוחד משום שמצביעה על חשיבותו המשותפת של מחיר המניה עבור כל בעלי העניין

### יעדי החברה: פערי אינפורמציה

- בעיה נוספת שקשורה לבעיית הסוכן נובעת מפערים במידע הזמין אודות החברה לבעלי עניין שונים; הבדלים מסוג זה מכונים **חוסר סימטריה** (information asymmetry):
  - ✓ פערי מידע נוצרים כתוצאה מחשיפה שונה של בעלי עניין שונים **למתרחש בחברה**: למשל, מנהלי החברה עשויים לדעת יותר על תשקיפי הרווחיות מאשר בעלי המניות
  - פערי המידע גורמים לבעלי עניין שונים **להסיק מסקנות מהמתרחש שאינן בהכרח נכונות**: העלאת דיבידנד יכולה להתפרש, ולא בהכרח בצדק, כאיתות של תשקיף חיובי
  - ✓ פרשנות שגויה של המתרחש עקב חוסר סימטריה עלולה לגרום לעיוותים **מזיקים בהערכה ותמחור של החברה**
  - ✓ בעיית פערי אינפורמציה אינה פשוטה: מידע מסחרי רגיש לרוב אינו ניתן להפצה בגלל הסיכון של חשיפה למתחרים<sup>22</sup>

### יעדי החברה: הסכמים

- טיב היחס הבסיסי בין בעלי עניין שונים נקבע **בהסכמים**, אשר אומנם מתייחסים למצבים חשובים רבים אך כמובן שאינם יכולים לכסות את כל אינסוף המצבים האפשריים
  - ✓ חוסר היכולת להתייחס לכל האפשרויות בא לידי ביטוי בכינוי שלהם כחוזים חלקיים (incomplete contracts)
  - ✓ **הסכמים לא רשמיים משלימים את החוזים החלקיים**; כך למשל, חוזה עובד-מעביד לעתים מגובה בהבטחות קידום
  - **ההסכמים מסוימים השלכות פיננסיות לא פשוטות**: כפי שצוין כבר, לבעלי המניות לעומת המלוים קיים תמריץ ל**ליטול סיכונים גבוהים יותר**; **איזה הסכם יכול לעזור?**
  - ✓ לשני צדי הקונפליקט עשוי לעזור הסכם שיחייב את בעלי החברה לבקש **אישור המלוים** לשם שינוי פרופיל הסיכון
  - ✓ **המלוים שיקבלו ערבות לא ידרשו פיצוי בעבור הסיכון**<sup>24</sup>

### יעדי החברה: השפעות חיצוניות

- **השפעות חיצוניות** (externalities) קשורות לתוצאות לוואי לא מתוכננות של פעילות החברה, וחשובות במיוחד בהקשר ליחסים עם כלל הציבור הרחב כבעל עניין חיוני
- ✓ כלל הציבור הנו בעל עניין במספר הקשרים שונים; **מהם?**
- ✓ ראשית, בעוד החברה היא ישות כלכלית/משפטית נפרדת, כלל הציבור כולל את **בעלי המניות ואג"ח, העובדים וכו'**
- ✓ שנית, כלל הציבור כולל **לקוחות החברה** – בעל עניין חיוני
- ✓ לבסוף, כלל הציבור כולל את **אוכלוסיית האזור** בו פועלת החברה, עם כל הנובע מכך בהקשר לזיהום, בטיחות, וכד'
- ליחסים עם כלל הציבור השלכות חשובות על מצבה הפיננסי של החברה, החל מ**ממויטין** (נכס לא מוחשי) והביקוש למוצר וכלה במחיר המניה (נקודה חשובה במיוחד שציונה קודם בהקשר לפתרון ניגוד העניינים)

25

### מקסום רווחת בעלי המניות

- מחוץ לסוגיית ניגוד העניינים הני"ל, הנהלת חברה ציבורית שמנסה **לקדם ענייני הבעלים ניצבת לכאורה בפני בעיה:**
- ✓ מחד, המטרה היא מקסום רווחת בעלי המניות באמצעות השקעה בפרויקטים **המניבים רווחים שיחולקו לבעלים**
- ✓ מאידך, יישום המטרה כרוך בהשקעה בפרויקטים בעלי **רמת סיכון ספציפית, וכן חלוקת רווחים בדרך ספציפית**
- הבעיה היא לכאורה בהטרוגניות המשקיעים, כלומר:
- ✓ לבעלים (הרבים) של חברה ציבורית **העדפות סיכון שונות**
- ✓ לבעלים של החברה סטאטוס שונה בהקשר **למס על רווחי הון והכנסה; העדפות זמן, תצרוכת ונזילות שונות; וכד'**
- ✓ האם זהו ניגוד עניינים נוסף **בין בעלי החברה לבין עצמם?**

26

### מקסום רווחת בעלי המניות: מחיר השוק

- במקרה הזה התשובה היא שלילית, וזאת בזכות קיומם של **שוקי ההון המאפשרים בחירת ההשקעה המתאימה**
- ✓ המשקיע **שבוחר במניית חברה נתונה, בחר בזאת רמת סיכון, דרך התגמול והמיסוי, וכל שאר מאפיינים הני"ל**
- ✓ בתנאים הללו מטרת ההנהלה היא מקסום שווי ההשקעה של בעל המניה, שבא לידי ביטוי **במחיר השוק של המניה**
- ✓ שימו לב כי מחיר המניה צוין לעיל במספר הקשרים, בפרט **כאמצעי ליישור הקונפליקט בין בעלי עניין שונים**
- מכאן, המסקנה בדבר מטרת החברה הכללית הנה:
- ✓ **מטרת החברה המסחרית הציבורית הנה מקסום של מחיר השוק של מניית החברה (stock market price)**

27

### מקסום רווחת בעלי המניות: עלות אלטרנטיבית

- מקסום מחיר השוק של המניה ממקד את יעד ההנהלה בצורה ניכרת, אך **מחיר השוק לא נמצא בשליטה ישירה**
- ✓ בהתאם, החברה חייבת לקבוע יעד אופרטיבי – **משתנים בעלי השפעה על מחיר השוק, הנמצאים בשליטת ההנהלה**
- אם ניתן לראות בחברה אוסף של פרויקטים, המשתנים האופרטיביים הנם אלו שקובעים את **ערכי הפרויקטים:**
- 1. **תזרימי המזומנים** (השקעות ותקבולים עתידיים)
- 2. **ערכים נוכחיים של תקבולים עתידיים, התלוים בשערי היוון (discount rates) המבטאים עלות אלטרנטיבית**
- עלות ההון האלטרנטיבית (the opportunity cost of capital) **הנה התשובה הניתנת להשגה מחוץ לפרויקט (תוך השקעה בפרויקטים שקולים לפי הסיכון והתשובה)**

28

### מקסום רווחת בעלי המניות: עלות אלטרנטיבית

- שימו לב כי התייחסות להשקעות חילופיות למעשה מהווה **הסתכלות על החברה מנקודת מבטם של בעלי המניות:**
- ✓ כדאי להם לקנות (או להמשיך להחזיק) מניות של חברה שמבטיחה **תגמול מעל זה המובטח ע"י חברה אחרת דומה**
- הכלל הני"ל מצביע על **עיקרון פיננסי חשוב הבא:**
- ✓ **הפקת רווחים ע"י חברה אינה בהכרח מצביעה על הצלחה וכדאיות השקעה ולא בהכרח מעלה את מחיר השוק שלה**
- ✓ חברה ציבורית תיחשב למוצלחת (או "מוסיפה ערך" – **value-creating**) רק אם **רווחיה יעלו על רווחי חברות אחרות, דומות לה מבחינת פרופיל הסיכון ואופי העיסוק**
- ✓ **רק אם התנאי האחרון מתקיים, תשיג החברה את יעדה**

29

### מקסום רווחת בעלי המניות: שיעור משוכה

- העיקרון הפיננסי של הוספת הערך (value creation) בא לידי ביטוי בהגדרה **תפעולית של שיעור תשואה מינימאלי:**
- ✓ **שיעור משוכה (hurdle rate)** הנו שיעור תשואה מינימאלי הנדרש מהשקעה כדי שתחשב לכדאית
- שימו לב כי באופן עקבי עם מה שנאמר קודם לכן:
- ✓ **לא כל שיעור תשואה חיובי מצביע על כדאיות השקעה**
- ✓ אם המשקיעים יכולים להשיג **תשואה דומה במקום אחר** ותוך נטילת סיכון נמוך יותר – **ההשקעה איננה כדאית**
- ✓ הדבר יבוא לידי ביטוי **במחיר השוק של מניה: משקיעים יהיו הזדמנויות לרווח גבוה יותר ברמת סיכון דומה (או רווח דומה אך מסוכן פחות) וימכרו את מניות החברה**

30

## שוקי הון

- שוקי ההון ומנגנון קביעת המחירים מהווים בו בזמן:
  - ✓ **מקור מידע חיוני** להשגת יעדים תפעוליים ואסטרטגיים
  - ✓ כגון הערכת מחיר ומבנה ההון וקבלת החלטות תקצוב
  - ✓ **מקור תמרוץ** חיובי ושליטי עבור הנהלת החברה ועובדיה
  - קבלת החלטות השקעה לנוכח שוקי הון פעילים מחייבת:
    - ✓ הערכה מעמיקה ומדויקת של **מחיר ההון של החברה**
    - ✓ שיקול דעת מושכל ומוסמך **בקביעת מקורות המימון**
    - ✓ פתרון יעיל לבעיות כגון **ניגודי עניינים והשפעות חיזונית**
  - ❖ חברות שמתעלמות מ- או נכשלות בפתרון אחת או יותר מהבעיות הנ"ל מוצאות את עצמן בסופו של דבר **מחוץ למשחק** בשוקים מודרניים בעלי רמת תחרותיות גבוהה
- מהדיון הנ"ל מסתמנת חשיבותם של שוקי ההון, המהווים **סביבה בעלת שורת תפקידים חיוניים, והעיקריים ביניהם:**
  - ✓ **מקור המימון** ואפיק גיוס משאבים עבור חברות ציבוריות
  - ✓ **מאגר אפיקי השקעות** מגוונות ומותאמות לצרכים שונים
  - ✓ **מדד לביצועי חברות** ואמצעי להשוואת השקעות שונות
  - מעל לכל, **מחיר המניה שנקבע בשוק ההון** משקף באופן שוטף ודינאמי שורת גורמים מרכזיים ומאפייני החברה:
    - ✓ **איכות ניהול החברה** (כולל ניגוד עניינים וקבלת החלטות)
    - ✓ **יתרונות וחסרונות יחסיים** (טכנולוגיה, יעילות, וכד')
    - ✓ **חשיפה לגורמי הסיבה** המאקרו כלכלית, יציבות, וכד'
  - בפועל השוק **אינו יעיל לחלוטין** אך עדיין מהווה **מדד בעל ערך רב** (יעילות השוק נבחנת במסגרת חקר מאורעות)

31

## סיכום כללי

- לסיכום, הנושאים המרכזיים שנסקרו ברמה כללית:
  1. **מימון חברות** כנקודת מוצא של מקצוע המימון
  2. **יסודות של קבלת החלטות** בחברות ציבוריות
  3. **מטרותיה של חברה ציבורית** ויעדים של בעלי העניין
  4. **תפקידם של שוקי הון** והשפעתם על חברות ציבוריות
  - בהמשך נרחיב את היריעה בנוגע **לצורות ארגוניות שונות מחברה מסחרית ציבורית**, אך זו תישאר במוקד ענייננו עד סוף הקורס ותספק גישה לנושאים מרכזיים
  - בהקשר לניהול והערכה של חברה בע"מ, נדון בהרחבה בנושאים שהוזכרו באופן כללי, בתוכם **כלים פיננסיים, מקורות מימון, מחיר ומבנה ההון, והערכת השקעות**

34

## שוקי הון וערך החברה

- לסיכום, מקסום מחיר המניה מהווה מטרה אולטימטיבית של החברה, מה שמחייב מעקב רצוף אחר **ערך החברה כפי שבא לידי ביטוי במחירי ני"ע ומושפע ממחיר ומבנה ההון**



- מכאן שכל נושאי מקצוע המימון קשורים קשר הדוק במציאות, האתגר הגדול הוא בפתרון סימולטני של כל הבעיות המרכזיות המאופיינות ב**ד"כ ע"י קשרים חוזרים** (למשל, ערך החברה מושפע מביצועיים וגם משפיע עליהם)

## תכנית הקורס

- **מבוא למימון וסקירה רחבה של יסודות המקצוע**
  - ✓ ישויות עסקיות שונות ומקורות המימון
  - ✓ כלים פיננסיים עיקריים (בסיסיים ונגזרים)
  - ✓ הנפקת ני"ע למסחר ציבורי בבורסה
  - ✓ ניתוח דו"חות ויחסים פיננסיים
  - ✓ מחיר ההון המשוקלל של חברה
  - ✓ מבנה ההון של חברה ומדיניות הדיבידנד
  - ✓ הערכת פרויקטים וקבלת החלטות השקעה
- כל קורס מתקדם במימון או כלכלה פיננסית יתייחס בצורה מעמיקה יותר לאותם הנושאים והרחבותיהם

35