

אוניברסיטת תל-אביב
הפקולטה לניהול
בית הספר למוסמכים במינהל עסקים
החוג לחשבונאות

סמינריון בחשבונאות פיננסית

מרצה: ד"ר איתי קמה

מתרגל: רו"ח גיל כץ

סמסטר א' תשס"ח

AB-23

מועד הבחינה:	יום א' 30.3.08, שעה 09:00
משך הבחינה:	שעה וחצי
מס' עמודים:	2 עמודים
חומר עזר:	אסור השימוש בחומר עזר

נא לענות על השאלות במחברת הבחינה. על התשובות להיות ממוקדות ותמציתיות.

ב ה צ ל ח ה !!

בתום הבחינה על התלמיד להקפיד ולמסור למשגיחה באופן אישי את גיליון ומחברות הבחינה, ולהמתין עד אשר תסמן המשגיחה את המסירה.

שאלה 1 (80 נקודות)

בחר ארבעה מתוך חמשת המאמרים הבאים, ולגבי כל אחד מהמאמרים שבחרת הסבר בקצרה את המוטיבציה ומטרת המחקר, שאלות המחקר, תוצאות ומסקנות עיקריות.

א. Lev and Thiagarajan (1993)

ב. Aharony and Swary (1980)

ג. Hayn (1995)

ד. Jegadeesh and Livnat (2006)

ה. Easton, Harris and Ohlson (1992)

שאלה 2 (20 נקודות)

א. הסבר את הקשרים הקיימים בין המודל של Akerlof (1970) למודל של Myers and Majluf (1984).

ב. מהן התוצאות והמסקנות העיקריות במודל של Myers and Majluf (1984) ?

אוניברסיטת תל-אביב
הפקולטה לניהול
בית הספר למוסמכים במינהל עסקים
החוג לחשבונאות

סמינריון בחשבונאות פיננסית

מרצה: ד"ר איתי קמה

מתרגל: רו"ח גיל כץ

סמסטר א' תשס"ח

מועד הבחינה:	יום א' 30.3.08, שעה 09:00
משך הבחינה:	שעה וחצי
מס' עמודים:	2 עמודים
חומר עזר:	אסור השימוש בחומר עזר

נא לענות על השאלות במחברת הבחינה. על התשובות להיות ממוקדות ותמציתיות.

בהצלחה !!

בתום הבחינה על התלמיד להקפיד ולמסור למשגיחה באופן אישי את גיליון ומחברות הבחינה, ולהמתין עד אשר תסמן המשגיחה את המסירה.

פמכונ בסמ/נין - א'ג' קלמ

פתרון בראשי פרקים סימנריון בחשבונאות פיננסית – תשס"ח סמסטר א' מועד א' – איתי קמה

שאלה 1

1. Lev & Thiagarajan

מטרת המחקר הינה זיהוי פרמטרים בסיסיים (Fundamentals) שמשמשים את האנליסטים (ככה טענו) בהערכת שווי של הפירמות השונות. ערך המידע של משתנים אלו נבחן כבר בעבר, אך מחקר זה מרחיב את המחקרים הישנים ע"י חיפוש של משתנים שמשמשים אנליסטים, וזאת תוך התנית הקשר של הפרמטרים הבסיסיים במשתנים מקרו כלכליים (דוגמת אינפלציה). מסקנות:

- המחקר מהווה ראיה לכך שהפרמטרים הבסיסיים הינם רלוונטיים בהסברת התשואה העודפת.
- כמו כן, עוצמת הקשר מתחזקת כאשר הפרמטרים הבסיסיים תלויים במשתנים מקרו כלכליים (ובכך מדגישים החוקרים את חשיבות ניתוח של מודל השוק)
- נמצא כי המדד העיקרי הינו מידת הפרופורציה בין עליית סעיפי המלאי והלקוחות ביחס למכירות.
- מדד ה- earning persistence הינו מדד פחות טוב על פני זמן.

2. Aharony & Swary

מטרת החוקרים הייתה להוכיח את הטענה שחלוקת דיבידנד מתפרשת כאיתות חיובי לשוק ההון. האירוע נבחן היה חלוקת דיבידנד רבעוני, ובדיקת תגובת השוק כפי שמשקפת במחירי המניות. החוקרים ביקשו לבדוק את המידע הגלום בדיבידנד מהמידע הגלום ברווח התשבוני. החוקרים חילקו את החברות לשלוש קבוצות – חברות לגביהן לא היה שינוי בדיבידנד, חברות שהגדילו את הדיבידנד וחברות שהקטינו את סכום הדיבידנד. מסקנות:

- כאשר היה גידול בסכום הדיבידנד התקבלו במוצע תשואות עודפות חיוביות בסמוך למועד ההכרזה, ואילו כאשר היה קיטון נצפו תשואות עודפות שליליות. ממצאים אלו תומכים בהשערה לפיה שינוי בסכום הדיבידנד מהווה איתות לשוק לגבי טיב הפירמה.
- במקרה של שינוי שלילי (קיטון בסכום הדיבידנד) התגובה של השוק הייתה הרבה יותר חזקה מאשר במקרה של שינוי חיובי.
- התשואות המובהקות התקבלו ביום ההכרזה וביום שקדם לו, עובדה המעידה על תגובת שוק מהירה, ואולי גם על זליגת מידע.
- שינויים בסכום הדיבידנד מספקים מידע אינפורמטיבי למשקיע מעבר לזה שמשקף מדיווחי הרווח.

מוטיבציה למחקר: מחקרים רבים שמראים כי נתונים חשבונאיים ובמיוחד רווחים הם בעלי תוכן אינפורמטיבי למשקיעים, עם זאת רווחים מצליחים להסביר רק חלק קטן מתשואת המניה. במרוצת השנים נעשו מחקרים רבים, בהן ביצעו החוקרים השונים התאמות שונות לרווח ולתשואה בכדי לשפר את מובהקות התוצאות (ניסו לבחון את מובהקות המתאם בין הרווח על מרכיביו השונים לבין התשואה).

מטרת המחקר הני"ל הינה בחינת ההשפעה של הפסדים שוטפים על הקשר (מתאם) בין תוצאות החברה (רווח והפסד) לבין תשואת המניה, וכן את השינוי במתאם גם בין חברות וגם לאורך זמן. כמו כן, בחנה החוקרת את ההשפעה של הפסדים על התופעות שנצפו במחקרים הקודמים כמו למשל העלייה בחוזק הקשר רווחים-תשואה ככל שחלון הזמן מתרחב.

הנחת המוצא של החוקרת הינה שמאחר ולבעלי המניות קיימת אופציה לפירוק החברה במידה ולא תעמוד בהתחייבויותיה, הרי שהפסדים לא מצופים לעד. אי לכך, התוכן האינפורמטיבי של ההפסדים הינו פחות לעומת רווחים.

תוצאות ומסקנות:

1. הוכחת הנחת המוצא במחקר לפיה ההפסדים נתפסים על ידי השתקנים בשוק (משקיעים) כזמניים. רוצה לומר, החוקרת הוכיחה במחקר שהקשר (המתאם) בין הפסדים לבין התשואה הינו חלש יותר בחלש לרמת המתאם בין רווחים לתשואה.
2. כיוון והמשקיעים מחזיקים בידם את אופציית הפירוק (liquidation option) האינפורמטיביות של הפסדים בהקשר לתזרים המזומנים הצפוי של הפירמה הינה מוגבלת. אי לכך, ניתוח משולב של רווחים והפסדים במדגמים אשר שימשו חוקרים רבים בעבר להערכת הערך האינפורמטיבי של רווחים מוביל להטיה בתגובה הצפויה של מקדם הרווחים וכן בקשר בין רווחים לתשואה. במחקר הוכיחה החוקרת שבאותם מקרים בהם נוטרלו ההפסדים מהמדגם, הקשרים שצוינו לעיל (מקדם וקשר רווח-תשואה) שילשו את עצמם ביחס למחקרים אחרים בהם לא בוצע נטרול כאמור.
3. הגידול באינפורמטיביות הרווחים ככל שחלון הזמן מתרחב, כפי שהוכחה במחקרים קודמים, יכולה להיות מוסברת לאור הירידה בשכיחות ההפסדים המצטברים ככל שהזמן מתארך.

4. הסברים נוספים לאיכות הירודה של אינפורמטיביות ההפסדים, כגון רמת הסיכון של פירמות עם הפסדים או ההנחה לגבי שכיחות קיומן של אירועים חד פעמיים במקרים של הפסדים, לא הוכחו במחקר.

5. תוצאות המחקר מצביעות שחלק מהשוני (בין זמני ובין רוחבי) במקדם המתאם של הרווחים המיוחס לגורמים אחרים, כגון גודל החברה או תנודתיות הרווחים, יכול שיהיה מיוחס לשוני בשכיחות ההפסדים בין חברות שונות ובין שנים שונות.

Jegadeesh and Livnat .4

החוקרים בחנו את הקשר בין הכנסותיה הבלתי צפויות של החברה לבין התשואה על מניותיה. כמו כן נערכה בחינה האם אנליסטים מעדכנים את תחזיתם לגבי רווחי החברה בתגובה להכנסותיה הבלתי צפויות של הפירמה. מחקרים קודמים דנו בקשר שבין הכנסות בלתי צפויות ועקביות ברווחים, אולם הם לא בחנו על השאלה האם הכנסות בלתי צפויות אכן מסייעות בחיזוי עקביות (persistence) וצמיחת רווחים

מוטיבציה: ציבור המשקיעים מעוניין בקבלת אינדיקציות המרמזות על התשואה הצפויה של המניות נשואות ההשקעה. עם זאת, קיימים בשוק גם גורמים בלתי צפויים העשויים להשפיע על תשואת המניה. גורמים אלו בעצם מהווים מקור לסיכונים העומדים בפני המשקיע. כיוון שגורמים אלו הינם בלתי צפויים ו"מפתיעים", לא ברור האם קיומם אכן משפיע על מחיר המניה ושווי החברה.

שאלות המחקר העיקריות:

1. הקשר בין הכנסותיה הבלתי צפויות של הפירמה לבין הגידול הצפוי ברווחיה.
2. בחינה האם השוק מגיב באופן יעיל למידע בנוגע להכנסותיה הבלתי צפויות של הפירמה.
3. כיצד מגיב מחיר המניה לרווחים הבלתי צפויים וההכנסות הבלתי צפויות של הפירמה בשלושת הימים שסביב מועד פרסום הדוחות הכספיים ופרסום תוצאות ראשוניות או חלקיות?
4. מהירות התגובה של האנליסטים השונים לגבי מידע בנוגע להכנסות ולרווחים הבלתי צפויים של הפירמה, וכיצד מידע זה משפיע, אם בכלל, על הערכותיכם.

תוצאות ומסקנות :

1. קיים קשר חיובי ומובהק בין ההכנסות הבלתי צפויות של הרבעון הקודם לרווחים הבלתי צפויים של הפירמה ברבעון הנוכחי <--- ההכנסות יכולות לעזור בניבוי הגידול ברווחים העתידיים.
לא נמצא קשר דומה בין ההכנסות הבלתי צפויות ברבעונים שהיו טרם הרבעון הקודם לבין הרווחים הבלתי צפויים ברבעון הנוכחי.
2. הרווח הבלתי צפוי שנובע מהכנסות בלתי צפויות מסמן גידול מתמשך יותר ברווחים מאשר רווח בלתי צפוי אשר נובע מגורם אחר.
3. במועד פרסום הדוחות הכספיים/הכרזה על הרווח תגובת המניה מושפעת רק באופן חלקי מהגידול הבלתי צפוי ברווח. כמו כן, השוק מגיב בחסר למידע לגבי רווחים בלתי צפויים.
4. אנליסטים נוטים להעריך בתחזיותיהם שלהכנסות בלתי צפויות ורווחים בלתי צפויים יש השפעה רבה יותר ומתמשכת לגבי פירמות ותיקות ויציבות מאשר לחברות אשר מצויות בשלבי הצמיחה.
5. קיימת תשואה אבנורמלית לפירמות להן יש הכנסות בלתי צפויות גבוהות יחסית.

5. Easton, Harris and Ohlson

מוטיבציה: חשיבות הרווחים החשבונאיים כאמצעי להעריך את התשואה מההשקעה. עם זאת, עד מועד כתיבת המאמר לא הצליחו להוכיח באופן מובהק את הקשר בין רווח לתשואה.
התחזקות הקשר בין הרווחים החשבונאיים לתשואה עם הארכת תקופת מדידת התשואה, שכן תקופת החתך החשבונאי הינה מלאכותית ועסקאות רבות מתרחשות על פני מספר תקופות דיווח. רוצה לומר, ההנחה הבסיסית של כותבי המאמר הינה שככל שחלון הזמן מתארך, כך המתאם בין רווחים לתשואות יהיה גבוה יותר

במאמר הוצגו 3 מודלים של רגרסיות: מודל בסיסי, מודל המותאם לחלוקת דיבידנדים ומודל המנורמל במחיר התחלתי. המודל הבסיסי מניח שעל כל דולר מצטבר ברווח, מניית החברה תעלה גם היא ביחס דומה. המודל השני מבצע התאמה לחלוקת דיבידנדים וזאת לאור ההנחה כי קיימת השפעה של מרכיב הריבית על הדיבידנד ככל שתקופת המדידה מתארכת. מודל שלישי – ביצוע נרמול של התוצאות לפי מחיר המניה בתחילת התקופה

תוצאות שלושת המודלים היו די זהות, ולכן החוקרים הגיעו למסקנה שהמתאם בין רווחי הפירמה לבין תשואת המניה עולה ככל שחלון הזמן מתארך. דהיינו, תקופות החתך החשבונאיות הינן מלאכותיות. במקרה של חלון הזמן של 10 שנים רוב

שימוש בתיק השקעות - מדידת ההתאמה בין הרווחים הבלתי צפויים לתשואה על פני כל התיק מובילה לכך שרמת המתאם גדלה באופן משמעותי.

שאלה 2

מודל הלימונים של אקרלוף הינו אחד המודלים החשובים בכל הנושא של adverse selection. מטרת המחקר הינה להציג את בעיית האסימטריה המידע אשר עלולה להוביל לקריסה כוללת של השוק הרלוונטי.

אקרלוף מציג דוגמא פשוטה של שוק המכוניות המשומשות בכדי להמחיש את בעיית adverse selection. הבעיה היא שמוכר המחזיק ברכב יודע את טיבו, בעוד שהקונה אינו יודע באופן וודאי מהו טיב הרכב, ולכן מוכן לשלם רק את המחיר הממוצע בגינו. לפיכך, מחיר זה אטרקטיבי יותר למוכרים להם יש "רכב רע" מאשר כאלה עם "רכב טוב". אי לכך, יותר "רכבים רעים" (אשר נקראים במאמר "לימונים") יוצאו מאשר "רכבים טובים". תחת ההנחה שמשקיעים רציונאליים הם יצפו שתחת מחיר נתון כלשהו יש סיכוי רב יותר שיקבלו "לימון" מאשר מוצר טוב. ציפייה זו מובילה לכך שהמוצרים הטובים המוצעים בשוק יקטנו עוד יותר. בסוף הדרך, המוצרים הטובים ידחקו מהשוק, ורק לימונים יוצעו בשוק.

המודל של Myers & Majluf דן במצב בו קיימים שני סוגים של פירמות (במאמר דנים בנושא דרך שני מצבי טבע), כאשר השוק אינו מזהה באיזה סוג פירמה מדובר.

לפירמות יש הזדמנות השקעה בפרויקט נניח שדורש השקעה של 100 דולר ומניב 110 דולר. נניח כי מימון אפשרי לפרויקט הוא בעזרת הנפקת מניות. כותבי המאמר ביקשו להוכיח כי בשווי משקל, הנפקה שניה של מניות (לא IPO) מרעה את מצב בעלי המניות המקוריים של פירמה ששווייה גבוה יותר.

כיוון והנהלת החברה הטובה לא מעוניינת להרע את מצב בעלי המניות המקוריים אזי הפירמה הטובה לא תנפיק, ולכן הפירמה היחידה שתנפיק היא הפירמה הרעה, ובכך תאותת על מצבה. מחקרים בארה"ב הצביעו על ירידה מסוימת במחיר המניה לאחר הנפקה שאינה לראשונה.

החוקרים בחנו גם את נושא בעיית ההשקעה בחסר. מאחר והנפקת מניות על ידי הפירמה הטובה מהווה העברת כסף מבעלי המניות המקוריים לחדשים, כדאיות ההנפקה עבורם תלויה בערך

הנוכחי הנקי (NPV) של הפרויקט החדש (ולא רק בשאלה אם הוא חיובי). בעיית ההשקעה בחסר תוביל לכך שיתכן ויהיו פרויקטים עם NPV חיובי שאינם ימומנו, ולכן הנפקת חוב בטוחה יכולה לסייע בבעיה זו.