
14 | חידת הערך הגלום

פרופ' יורם עדן¹, פרופ' בן עמי צוקרמן²

1. מבוא

המידע הקיים כיום לציבור בדוחות הכספיים של חברות הביטוח, בקשר לפוליסות ארוכות טווח בהן התחייבה חברת הביטוח, מבוסס על עקרונות חשבונאיים מקובלים, שאינם מציגים בהכרח את המידע הכלכלי המלא אודות הרווחיות הגלומה בפוליסות אלו.³ בנסיבות אלו, עלה הצורך לשימוש בכלים נוספים, מעבר לדיווחים החשבונאיים המקובלים (כגון רווח תקופתי), לניתוח רווחיות החברה ולהבנת המרכיבים השונים התורמים לרווחיות (ובהם: מרכיב ההוצאות, מרכיב הביטולים ומרכיבי התמותה והתחלואה).

חברות ביטוח רבות בעולם מציגות במסגרת הדיווח התקופתי לציבור מידע אודות הערך הגלום (Embedded Value - EV) בפוליסות ארוכות טווח, הכוללות פוליסות חיים ובריאות. מידע זה, המושתת ברובו על הנחות וחישובים אקטואריים, אמור לשמש ככלי נוסף לציבור המשקיעים לצורך הערכת פעילותה של חברת הביטוח בהשוואה לחברות אחרות, ובהשוואה לתקופות קודמות. בנוסף לכך נועד המידע לשמש ככלי ניתוח בידי הנהלת החברה לצורך הבנת הפרמטרים המשפיעים על רווחיות החברה ויציבותה לאורך זמן.

בנסיבות אלו, החליט המפקח על הביטוח לחייב את חברות הביטוח הישראליות, לפרסם מידי שנה, יחד עם הדוחות הכספיים לרבעון הראשון של השנה, מידע בדבר הערך הגלום בפוליסות ביטוח ארוכות טווח (ביטוח חיים וביטוח בריאות) לסוף השנה הקודמת. החלטה זו נומקה ע"י המפקח "כחלק ממגמת הפיקוח להגדיל את רמת הגילוי וכלי הניתוח בדיווח התקופתי של חברות הביטוח".⁴

1. ביה"ס למינהל עסקים, המסלול האקדמי המכללה למינהל.
2. המכללה לישראל, לשעבר הממונה על שוק ההון והמפקח על עסקי ביטוח בישראל.
אנו מבקשים להודות לרו"ח בני גבאי ומשה שחף ממשד קוסט פורר את גבאי, לפרופ' אמיר ברנע ולרו"ח אורי כהן ולקורא אנונימי על הערותיהם המועילות. השיאות במאמר, אם אכן נפלו כאלה, הן באחריותנו בלבד.
3. ראה למשל בחזור ביטוח 2007-1-11 מיום 12.8.2007 של המפקח על הביטוח בישראל (להלן: "חוזר המפקח").
4. ראה בסעיף 1 לחוזר המפקח

חובת הדיווח לציבור הוטלה משנת 2007 ואילך. במאי 2008 פורסמו דוחות הערך הגלום ליום 31.12.2007 של חברות הביטוח הישראליות במתכונת מצומצמת,⁵ ובמאי 2009 פורסמו דוחות הערך הגלום של חברות הביטוח הישראליות במתכונת מלאה. אולם, למרות המאמץ הרב שהושקע בהכנת דוחות הערך הגלום והדגש שניתן לו ע"י המפקח על הביטוח, נראה ששוק ההון מתעלם לחלוטין מן המידע הכלול בו. שווי השוק (market capitalization) של חברות הביטוח נופל באופן משמעותי מהערך הגלום בפוליסות הביטוח ארוכות הטווח שלהן, וגם אנליסטים ובתי השקעות מעדיפים להתעלם מנתוני דוחות הערך הגלום לצורך הערכת שווין של חברות הביטוח.⁶ המטרת העיקרית של רשימה זו היא לנסות ולהסביר חידה זו (לה נתייחס בהמשך כ"חידת הערך הגלום"). בהמשך הרשימה נציע מספר הסברים (שאינם מוציאים זה את זה) לחידת הערך הגלום ובהם: א. אי יעילות שוק ההון ביחס למידע ה"חדש" שהגיע אליו; ב. נתוני הערך הגלום פורסמו בתקופה של משבר פיננסי שהאפיל על התוכן האינפורמטיבי שלהם; ג. אי הסכמה – ציבור המשקיעים אינו מקבל את ההנחות שעליהן מושתת מדידת הערך הגלום ובפרט את ההנחה שיש להוון את תזרימי המזומנים העתידיים לפי וקטור שערי הרבית חסרת הסיכון; ד. סתירה בין מונחים חשבונאיים ואקטואריים המקשה על יכולת המשתמשים בדוחות הכספיים לעשות שימוש מושכל בנתוני הערך הגלום; ה. מגבלות מובנות של מודל הערך הגלום.

גם אם נראה בעליל כי שוק ההון בישראל אינו מקבל, לפי שעה, את מודל הערך ההוגן כביטוי להערכת השווי הכלכלי ההוגן של תיקי הביטוח, אנו סבורים כי בדוח הערך הגלום יש משום תרומה ממשית ליכולת ההבנה והניתוח של ביצועי ההנהלה והמצב הכספי של חברות הביטוח. המטרה השנייה של מאמר זה, תהיה, איפוא, להדגים לקורא כיצד ניתן לעשות שימוש מושכל בנתוני הדוח על הערך הגלום. נראה, בין היתר כי יחס שווי העסקים החדשים (VNB) לשווי התיק הכולל (EV) עשוי ללמד על השאלה באיזה מידה הנהלת החברה "יוצרת ערך" ומגדילה את השווי הכלכלי של התיק שברשותה. נצביע על כך שניתוחי הרגישות הכלולים בדוח הערך הגלום מאפשרים לנו ללמוד על הסיכונים והאתגרים ועל ההשפעה של שינוי באחד מהם על שווי עסקי חברת הביטוח.

5. חברות כלל החזקות עסקי ביטוח והפניקס החזקות בע"מ פרסמו בראשית שנת 2008, באופן וולנטרי את דוח הערך הגלום שלהן ליום 31.12.2006.

6. ראה למשל בסקירה אנליטית של סקטור הביטוח בישראל, שנערכה ע"י לנה איצקוב ואלון גלזר מלידר ושות' בית השקעות ופורסמה ביום 22 בספטמבר 2009.

המשך המאמר מאורגן כדלקמן: בפרק הבא נציג את מודל השווי ההוגן המיושם בישראל ואת ההנחות הקריטיות עליהן הוא מושתת, מגבלותיו ויתרונותיו. בפרק השלישי, נדון ברקע המוסדי של שוק הביטוח בישראל ובנסיבות אימוץ דוח הערך הגלום ע"י המפקח על הביטוח. בפרק הרביעי נסקור בקצרה את נתוני הערך הגלום לשנת 2008 של חמש קבוצות הביטוח הגדולות בישראל. בפרק החמישי נתאר את חידת הערך הגלום ונדון בהסברים השונים לפער שבין שווי השוק לערך הגלום של תיקי ביטוח החיים והבריאות של חברות הביטוח הישראליות. בפרק הששי נדגים כיצד בכל זאת ניתן לעשות שימוש מושכל בנתוני הדוח על הערך הגלום, למרות מגבלותיו, כדי לעמוד על רמת הביצוע של מנהלי חברות הביטוח. סיכום ומסקנות יוצגו בפרק השביעי לעבודה.

2. דיווח על הערך הגלום

מקורו של הדיווח על הערך הגלום (Embedded Value – EV) בפוליסות ביטוח לטווח ארוך, הינו במאמרו פורץ הדרך של Jim Anderson משנת 1959. בשנים האחרונות זוכה הדיווח על הערך הגלום לחשיפה ולהכרה במדינות אירופה, קנדה דרום אפריקה, ובאוסטרליה. הדיווח על הערך הגלום נתפס במדינות אלו כמקור המידע החשוב המהימן ביותר להערכת שווי של עסקי ביטוח לטווח ארוך. בשנים האחרונות אף החלו במדינות שונות לקבוע תקני דיווח ל-EV. בשנת 2004 פורסם המדריך האירופי – The European Embedded Value ("EEV") Principle and Guidance – שעליו מבוססים במידה רבה כללי הדיווח לערך גלום שנקבעו ע"י המפקח על הביטוח בישראל.

2.1 הגדרות

מודל הערך הגלום המיושם ע"י חברות הביטוח הישראליות כולל נתונים מאזניים ותחזיות אקטואריות. הערך הגלום מורכב משלושת המרכיבים הבאים:

$$EV = ANW + VIF - CoC$$

כאשר:

Adjusted Net Worth – ANW – "הון עצמי מותאם", ההון העצמי של החברה, כפי שהוא נכלל במאזן החברה לתום שנת החשבון, ולאחר שבוצעו בו מספר התאמות כדי שיהיה עקבי עם שווי התיק בתוקף. התאמות אלו כוללות בעיקר את שלושת המרכיבים הבאים:

• ניכוי הוצאות הרכישה הנדחות (DAC);

- תוספת עתודה למס נדחה בגין ה-DAC;
- שיערוך לשווי הוגן בניכוי מס של נכסים החופפים לעסקים הכלולים והמוצגים במאזן לפי עלות.
- Value In Force - VIF – "שווי תיק בתוקף", היוון תזרים הרווחים הצפויים העתידיים הנובעים מהתיק הקיים של העסקים הכלולים.
- Cost of Capital – CoC – הוצאות המס המהוונות בגין רווחי ההשקעה הנובעים מהון העצמי הנדרש כדי לתמוך בתיק הביטוח והפנסיה. למרכיב זה חשיבות פחותה שכן הוא מהווה פחות מ-10% משווי התיק בתוקף.

יש לתת את הדעת לכך שבתהליך מדידת הערך הגלום מובנה הליך שבו בסוף כל תקופת דיווח מופחת סכום העודף שמומש ממרכיב שווי התיק בתוקף, ומוסף לשווי ההון העצמי המותאם. לפיכך, השגת רווח חשבונאי מעסקי ביטוח חיים, בריאות ופנסיה, אינה מעידה בהכרח על גידול ב-EV. יתכן שהרווח החשבונאי המדווח אינו אלא מימוש של רווחים שכבר נכללו בשווי התיק בתקופה קודמת.

נדבך חשוב הכלול בשווי התיק בתוקף הוא ערך העסקים החדשים שנמכרו במהלך שנת הדיווח Value of New Business - VNB. יושם אל לב כי ה-VNB כבר כלול ב-EV, אבל מדידת ה-VNB עשויה לתת לנו אינדיקציות נוספות להערכת רמת הביצוע של חברת הביטוח בשנה הדיווח, כפי שנראה בפרק 6 בהמשך.

2.2 העסקים הכלולים

העסקים הכלולים בחישוב שווי התיק בתוקף הנם:

- פוליסות אישיות ארוכות טווח בתיק ביטוח חיים ובריאות בתוקף נכון לתאריך הדיווח, כולל הנחות לגבי הגדלות עתידיות בפרמיה והפקדות חד פעמיות הנובעות מגידול שכר.
- פוליסות קבוצתיות בתיק ביטוח חיים ובריאות בתוקף נכון לתאריך הדיווח. הרווחים הצפויים מפוליסות אלו הוערכו רק עד למועד החידוש הבא של הפוליסות.
- עסקי ניהול קרנות פנסיה.⁷

7. חברת הפניקס לא כללה בדוח הערך הגלום שלה את הערך הגלום בעסקי ניהול קרנות הפנסיה שלה. עם זאת, ניתן להניח כי הוא לא היה מהותי ביחס לערך הגלום בעסקי ביטוחי החיים והבריאות שלה.

מן הראוי להעיר כאן כי ביטוחי תאונות אישיות וביטוח נסיעות אינם נכללים בחישוב שווי התיק בתוקף. כמו־כן, עסקי ניהול קופות גמל (למרות הדמיון לעסקי ניהול קרנות פנסיה) אינם נכללים בחישוב.

חישוב ה־EV נערך במאוחד ובנפרד לגבי כל חברות הקבוצה העוסקות בפעילות ביטוחית. כך למשל, בחברת כלל החזקות מנוהלים עסקי ביטוח הבריאות בחברת בת נפרדת, כלל בריאות חברה לביטוח (להלן: "כלל בריאות"). כלל החזקות פרסמה דוח ערך גלום נפרד לחברת כלל בריאות ודוח ערך גלום "מאוחד" הכולל את הערך הגלום בעסקי הביטוח של כלל בריאות.

כמו־כן, נערך דוח ערך גלום נפרד לעסקי ניהול קרנות הפנסיה (שבדרך כלל מתנהלות ע"י חברות מנהלות נפרדות מחברת הביטוח שבבעלות הקבוצה), אשר נכללו גם בדוח הערך הגלום המאוחד של הקבוצה.

2.3 ההנחות הקריטיות

ברשימה זו אנו מבקשים לעמוד על שתיים מתוך ההנחות הקריטיות של מודל השווי ההוגן המיושם בישראל, הנראות לנו כמשמעותיות ביותר וכהנחות שיכולה להתעורר מחלוקת לגביהן. כפי שנראה להלן הנחות אלו שזורות זו בזו.

ההנחה הראשונה היא כי כל האומדנים האקטואריים והתפעוליים נעשו לפי ההנחות הצפויות באופן מיטבי (Best Estimate Assumptions), דהיינו בהתאם לנסיון שנצבר בידי חברות הביטוח, וללא מקדמי שמרנות כלשהם.

חשוב להדגים את משמעות הנחה זו לענין השפעת תקנות הניוד בין אפיקי החסכון הפנסיונים השונים. הובע חשש שתקנות הניוד יביאו למעבר מפוליסות ביטוח מנהלים לאפיקי חסכון פנסיוני אחרים ולפגיעה ברווחים העתידיים של חברות הביטוח. אולם, חשש זה לכשעצמו, לא הביא להפחתה בחישוב הערך הגלום מעסקי ביטוח חיים, משום שאין לו כל ביסוס אמפירי מהנסיון המצטבר של פעילות חברות הביטוח. עם זאת, ניתוחי הרגישות שצורפו לדוח הערך הגלום, כללו ניתוח של "תרחישי ניידות" שבהם נבחנה השפעת "תוספת" ביטולים של 10%–20% בפוליסות ביטוח החשופות לרפורמת הניוד. הוא הדין לגבי משמעות כניסתם הצפויה של הבנקים לפעילות בתחום הייעוץ הפנסיוני. חישוב הערך הגלום לשנת 2008 לא כלל "כימות" של תרחיש אפשרי זה. עם זאת, ניתוח הרגישות שנערך ע"י חלק מחברות הביטוח, כלל ניתוח של תרחיש שבו בשל כניסתם

הצפויה של הבנקים לפעילות בתחום הייעוץ הפנסיוני תחול עליה בעמלה המשולמת ב-10% מהפוליסות הכוללות מרכיב חסכון.

ההנחה השניה היא שהיוון תזרימי המזומנים נעשה לפי גישת ה-Certainty Equivalent Approach לפיה:

1. התשואה הצפויה על ההשקעות הנה הרבית חסרת הסיכון;
2. היוון תזרימי המזומנים נעשה אף הוא לפי אותם שערי רבית חסרת סיכון.
באופן פרקטי, נערך החישוב לפי וקטור רביות חסרת סיכון, המפורסם ע"י הממונה על שוק ההון. במאמר מוסגר נציין כי גם הדוחות האקטואריים של חברות הפנסיה, נערכים תוך אימוץ וקטור רביות זה.
חריג לכלל א' המפורט לעיל, הוא הטיפול בתזרים הצפוי מאג"ח מיועדות. התזרים הצפוי מאג"ח אלו חושב על בסיס התשואות הצפויות מהאג"ח אך הוון אף הוא לפי שיעור רבית חסרת סיכון.

למיטב הבנתנו, ההנחה לפיה התשואות על נכסי חברת הביטוח צריכות להיות מחושבות לפי שערי הרבית חסרת הסיכון, הנה סבירה. משמעות הנחה זו היא שלא ניתן להגדיל א-פריורי את הערך הגלום ע"י מעבר להשקעות באפיקים מסוכנים. דומה שטענה זו הוכחה מניה וביה בשנת 2008 שנה שבה השקעת עתודות ביטוח החיים בנכסים שאינם חסרי סיכון חשפה את חברות הביטוח, ובעלי הפוליסות המשתתפות, להפסדי השקעות כבדים.

לעומת זאת, ההנחה לפיה יש להוון את תזרימי המזומנים לפי שערי הרבית חסרת הסיכון, איננה טריביאלית ומעוררת מחלוקת בין העוסקים בפרקטיקה לבין הגופים המקצועיים שהמליצו על יישומה. בבסיס העיוני של הנחה זו גלומה הנחה נוספת לפיה אין מתאם (קורלציה) בין הסיכונים הביטוחיים והתפעוליים השונים לבין סיכוני השוק. לפיכך, המשקיעים אינם זקוקים לפיצוי נוסף ברבית היוון. בהינתן הנחה זו, הטיפול בכל הסיכונים שאינם סיכוני שוק נעשה דרך השימוש ב"הנחות הצפויות באופן מיטבי" ובשיעור רבית היוון חסרת סיכון.

2.4 ניתוח השינוי ב-EV והרווח על בסיס EV

ניתוח הרווח על בסיס EV הנו נדבך חשוב במעגל הבקרה האקטוארי. ניתוח השינויים ב-EV מסוף התקופה הקודמת לסוף התקופה הנוכחית מספק להנהלת חברת הביטוח מידע על ביצועי החברה בשנת החשבון ביחס להנחות ולציפיות שהיו בבסיס הדיווח

לתקופה קודמת. לבעלי המניות של החברה ניתן מידע המאפשר להם להעריך באיזה מידה הנהלת החברה תרמה (או הרסה) ערך נוסף לשווי תיקי הביטוח של החברה וההון העצמי שלה.

- היתרונות של הדיווח על הערך הגלום בפוליסות ביטוח לטווח ארוך הנם, בין היתר: בניגוד למדידה החשבונאית הרגילה, הפורסת את ההכרה ברווח מפוליסות אורכות טווח על פני כל משך החיים של הפוליסה, הדיווח על הערך הגלום מכיר בתוספת הערך לבעלי המניות בעיתוי הנכון יותר מבחינה כלכלית (מועד הנפקת הפוליסות);
- הדיווח על הערך הגלום מודד בצורה נכונה יותר את תוספת הערך לבעלי המניות הנוצרת כתוצאה מהנפקת פוליסות חדשות (Value of New Business – VNB).
- הדיווח על הערך הגלום מאפשר לנו לזהות בעיתוי מוקדם הרעה בעסקי החברה, בעוד שלפי הדיווח החשבונאי המקובל, שינויים ברמת הביצוע "מוחלקים" לאורך תקופה ארוכה.
- ניתוח השינויים בערך הגלום מתקופה לתקופה מאפשר לנו לנתח ולהעריך את ביצועי הנהלה.
- ניתוחי הרגישות הכלולים בדוח על הערך הגלום, מאפשרים לנו לזהות את הסיכונים המהותיים אליהם חשופה חברת הביטוח.

בפרק הרביעי לעבודה נדגים, הלכה למעשה, את מודל השווי ההוגן תוך שימוש בנתוני חמש קבוצות הביטוח הגדולות בישראל בשנים 2007 ו-2008.

3. רקע מוסדי ונסיבות הדוח על הערך הגלום בישראל

חברות הביטוח בישראל מורשות לעסוק הן בעסקי ביטוח כללי והן בעסקי ביטוח חיים. עם זאת, עיקר השווי של חברות הביטוח הישראליות נובע מתיקי ביטוח החיים והבריאות שלהם.

תיקי ביטוח החיים של חברות הביטוח בישראל מורכבים מצבירה של שלוש שכבות בעלות רמת רווחיות שונה, כאשר השכבה הראשונה הנה הרווחית ביותר:

1. פוליסות ביטוח מבטיחות תשואה שהונפקו עד וכולל לשנת 1990:

עד סוף שנת 1990 התשואה למבוטח נקבעה בשיעור מובטח אשר השתנה בהתאם לסוג הפוליסה ולמועד הנפקתה. ההתחייבות לשיעור התשואה מגובה ברובה באגרות

חוב מיועדות מסוג ח"ץ ומקצתה בהשקעות חופשיות, בעיקר בשוק ההון. אגרות החוב המיועדות מסוג ח"ץ מבטיחות לחברות הביטוח הישראליות הצמדה למדד בתוספת רבית (בשיעורים שבין 4% ל-6% בהתאם לשנה בה הונפקה הפוליסה אותה מגבה אג"ח המיועדת).⁸ חלק מחברות הביטוח פדו ביוזמתן, בהתאם לאישור משרד האוצר, חלק מאגרות החוב המיועדות שהוקצו להן. כספים אלו הועברו להשקעות אחרות.

הרווח שמפיקות כיום חברות הביטוח מפוליסות ביטוח אלו נובע משלושה גורמים: (1) מרווח פיננסי – (בין שיעור התשואה על האג"ח המיועדות לבין שיעור התשואה שהובטח לבעלי הפוליסות) כעולה מפרק "תיאור עסקי התאגיד" בדוחות התקופתיים של חברות הביטוח בישראל המרווח נע בדרך כלל בין 1% ל-1.2%. (2) גורם הסיכון הביטוחי (Risk) – חברות הביטוח נהנות מרווח נוסף שנובע מכך ששיעורי התמותה שהונחו בבסיס תעריפי הביטוח היו גבוהים באופן מהותי משיעורי התמותה למעשה.

(3) כיסוי הוצאות – תעריפי הביטוח כללו גם העמסה של הוצאות ניהול ושיווק. מן הראוי לציין כאן כי בעלי הפוליסות ראו לנגד עיניהם תעריף כולל, ולא יכלו לזהות את שלושת מרכיבי התעריף הנ"ל. להערכתנו, חוסר השקיפות הביא לאי שכלול בשוק במובן זה שהמבוטחים התקשו להשוות בין אפיקי החסכון השונים שעמוד לרשותם (למשל השוואה של חלופה הכוללת קניית פוליסת לסיכון בלבד, ללא מרכיב חסכון, והפקדת כספי החסכון בקופת גמל, אל מול חלופה של קניית פוליסת ביטוח מסוג "מעורב" הכוללת מרכיב חסכון ומרכיב סיכון).

2. פוליסות ביטוח משתתפות שהונפקו בין השנים 1991 ועד וכולל לשנת 2003. לאחר הפסקת הסכם ח"ץ, הופסקה למעשה הנפקת פוליסות מבטיחות תשואה, וחברות הביטוח החלו בהנפקת פוליסות ביטוח "משתתפות". בפוליסות אלו כספי החסכון מושקעים על ידי חברות הביטוח בהשקעות חופשיות, בעיקר בשוק ההון, כאשר התשואה נקפת לזכות המבוטח בהתאם לתוצאות תיק ההשקעות בשוק ההון, בניכוי דמי ניהול מהחסכון. חברות הביטוח זכאיות לדמי ניהול בסכום של 0.6% מהצבירה, ובנוסף לדמי ניהול משתנים בשיעור של עד כ-15% מהרווח הריאלי (לאחר ניכוי דמי הניהול הקבועים), על בסיס מצטבר: דהיינו, חברות הביטוח לא תהינה זכאיות לגבות את דמי הניהול המשתנים, כל עוד התשואה המצטברת לבעלי הפוליסות אינה חיובית (התשואה נמדדת ב"קרן י").

8. מן הראוי לציין כי הגדלות והרחבות של פוליסות קיימות שהונפקו בעבר עדיין נהנות מכיסוי חופף באג"ח מיועדות.

בשנות הגאות בשוק ההון (2004-2007) נהנו חברות הביטוח מרווחים נאים כתוצאה מדמי ניהול המשתנים. אולם, בשנת 2008, בשל הפסדי השקעה מהותיים, לא נגבו דמי ניהול משתנים, וחברות הביטוח תהינה מנועות מגבית דמי ניהול משתנים גם בשנת 2009 ואילך וזאת עד להשגת תשואה חיובית ב"קרן י".

3. פוליסות ביטוח שהונפקו משנת 2004 ואילך.

בפוליסות משתתפות אלו הונהגה מידה רבה יותר של שקיפות מאשר בפוליסות המשתתפות הקודמות, באופן שניתן לזהות את כל אחד משלושת מרכיבי התעריף: דמי ניהול של חברת הביטוח; תעריף הסיכון; שיעור העמסת ההוצאות. בנוסף לכך, הונהגו דמי ניהול קבועים (בשיעור של כ-1.3% מסכום הנכסים המנוהלים) והופסקה גבית דמי ניהול משתנים תלויי תשואה.

חשוב לחזור ולהדגיש כי שכבת הביטוח הראשונה הינה הרווחית ביותר, ועדיין תורמת תרומה מהותית לרווחיות חברת הביטוח,⁹ כמפורט בלוח 1 בהמשך. השאלה היא איפוא, האם חברות הביטוח משביחות בפעילותן את ערך תיק ביטוח החיים שלהן ע"י יצירת עסקים חדשים, או שוחקות אותו, משום שערך העסקים החדשים נמוך מהערך שנגרע עם השנים משכבת הביטוח הראשונה.

שאלה זו חשובה לבעלי המניות של חברת הביטוח, וחשובה גם לנושא תגמול המנהלים. דא עקא, שלשאלה זו לא ניתן מענה הולם בדוחות החשבונאיים של חברות הביטוח, וההנחה היתה שהדוח על הערך הגלום יוכל לספק לה תשובה ראויה.

כבר בשנת 2006 החליט המפקח על עסקי הביטוח בישראל למנות וועדה מקצועית אשר תכין את הקרקע ליישום דיווח על הערך הגלום בישראל. לאחר דיונים ממושכים פרסמה הוועדה את המלצותיה בתחילת חודש אוגוסט 2007. הוועדה המליצה ליישם בישראל את הגישה האירופית מבוססת השוק – MCEV (Market Consistent Embedded Value). המפקח על הביטוח אימץ את המלצות הוועדה וחייב את חברות הביטוח לפרסם מידי שנה, יחד עם הדוחות הכספיים לרבעון הראשון של השנה, מידע בדבר הערך הגלום בפוליסות ביטוח ארוכות טווח (ביטוח חיים וביטוח בריאות) לסוף השנה הקודמת. חובת הדיווח לציבור הוטלה משנת 2007 ואילך. בנוסף לכך דרש המפקח, במסגרת

9. בשנים 2007 ו-2006 תרמו הפוליסות מבטיחות התשואה 37.6% ו-40.5% בהתאמה מהרווח הכולל של חברות הביטוח בישראל – וראו אצל Ernst and Young, משק הביטוח בישראל בשנת 2007 (יוני 2008). שנת 2008 הסתיימה בהפסד מעסקי ביטוח חיים, ולכן הסתפקו בנתונים לשנים 2007 ו-2006.

ההיערכות לדיווח לציבור על הערך הגלום, להגיש לו עד ליום 31 בדצמבר 2007, מידע בדבר הערך הגלום ליום 31 בדצמבר 2006. דוחות הערך הגלום שפורסמו לראשונה ליום 31.12.2007 היו במתכונת מצומצמת ולא כללו את ניתוח השינויים בערך הגלום מסוף שנה קודמת לסוף שנת הדיווח. הדוחות ליום 31.12.2008 היו כבר במתכונת מלאה וכללו גם את ניתוח השינויים בערך הגלום מסוף שנת 2007. בלוח 1 להלן מוצג תרשים סכמתי של לוח הזמנים ליישום הדיווח על ה- EV בישראל:

לוח 1			
לוח הזמנים ליישום הדיווח על הערך הגלום בישראל			
אוגוסט 2007	ינואר 2008	מאי 2008	מאי 2009
הוועדה המקצועית שמינה המפקח מפרסמת את המלצותיה. המפקח מפרסם את חוזר 2007-11 בדבר חובת פרסום מידע על הערך הגלום.	כלל ביטוח והפניקס ¹⁰ מפרסמות באופן וולונטרי מידע על הערך הגלום בעסקי ביטוח החיים והבריאות שלהם ל-31.12.2006.	12 חברות ביטוח מפרסמות, במסגרת הדוח לרבעון הראשון של שנת 2008, דוח בדבר הערך הגלום ליום 31.12.2007. ארבע מחמש קבוצות הביטוח הגדולות (מגדל, כלל ביטוח, הראל ומנורה מבטחים) פרסמו את ה- EV בגין עסקי ניהול קרנות פנסיה, והציגו את ה- EV הכולל של עסקי ביטוח ופנסיה. הדוח מפורסם במתכונת חלקית ללא ניתוח השינויים משנה קודמת.	חברות הביטוח מפרסמות, במסגרת הדוח לרבעון הראשון של שנת 2009, דוח בדבר הערך הגלום ליום 31.12.2008. מלאה, כולל ניתוח השינויים בערך הגלום לעומת שנה קודמת. (מגדל מפרסמת את דוח הערך הגלום שלה לשנת 2008 יחד עם הדוחות הכספיים המבוקרים שלה ליום 31.12.2008. מרץ 2009).

מן הראוי לציין כי רואי החשבון של חברות הביטוח סוקרים את דוחות הערך הגלום ודוח הסקירה (Review) של רואי החשבון מפורסם יחד עם דוח הערך הגלום של חברות הביטוח כחלק מנתוני הדוח התקופתי לרבעון הראשון של השנה.

10. מן הראוי להעיר כאן כי ביום 28 במאי 2008 פרסמה הפניקס דוח מידי המתקן את נתוני ה- EV ליום 31.12.2006 אשר פורסמו על ידה בדוח המידי מיום 29 בינואר 2008. סכום הערך הגלום תוקן מ-3,959 מיליוני ש"ח ל-3,479 מיליוני ש"ח, בעוד שערך העסקים החדשים (VNB) תוקן מ-101 מיליוני ש"ח ל-88 מיליוני ש"ח.

4. נתוני הערך הגלום של חמש קבוצות הביטוח הגדולות בישראל

4.1 תמצית הנתונים

בשנת 2008 פעלו בישראל 12 חברות ביטוח אשר פרסמו דוחות ערך גלום. חמש קבוצות הביטוח הגדולות (מגדל, כלל, הראל מנורה והפניקס) השיגו למעלה מ-90% מכלל הערך הגלום של תעשית הביטוח בישראל. לכן, מצאנו לנכון להתמקד בדוחות הערך הגלום של חמש קבוצות הביטוח הגדולות בישראל.

בלוח 2 להלן, תמצית השוואתית של הדוחות על השינויים ב-EV בעסקי הביטוח והפנסיה של חמש קבוצות הביטוח המובילות בישראל בשנת 2008:

לוח 2						
דוחות תמציתיים של השינוי ב-EV בעסקי הביטוח והפנסיה (במיליוני ש"ח)						
מגדל	כלל	הראל*	מנורה	הפניקס**	ס"ה	
8,212.2	6,643.4	3,891.0	4,074.0	3,708.0	26,528.6	ערך גלום ליום 31.12.2007
(15.0)	23.4	(0.6)	32.0	(50.0)	(10.2)	התאמות
344.7	276.0	171.0	174.0	155.0	1,120.7	השפעת אינפלציה במהלך 2008
100.0	(4.4)				95.6	התאמות מעבר ל-IFRS
8,641.9	6,938.4	4,061.4	4,280.0	3,813.0	27,734.7	ערך גלום מותאם ליום 31.12.2007
						רווח תפעולי מהתיק בתוקף ליום 31.12.2007
179.0	96.6	78.0	226.0	(6.0)	573.6	שינויים הנחות תפעוליות ודמוגרפיות
363.4	328.5	131.3	229.0	149.0	1,201.2	רווח צפוי על שווי התיק בתוקף
47.2	51.8	22.9	20.0	25.0	166.9	תשואה צפויה על הון עצמי מותאם
47.0	59.6	(24.8)	(347.0)	(47.0)	(312.2)	השפעת הסטיות מהנחות
636.6	536.5	207.4	128.0	121.0	1,629.5	ס"ה
299.8	228.5	247.8	204.0	68.0	1,048.1	רווח מעסקים חדשים
936.4	765.0	455.2	332.0	189.0	2,677.6	רווח תפעולי לפי ערך גלום
(1,936.7)	(1,650.7)	(1,124.5)	(837.0)	(1,012.0)	(6,560.9)	רווח (הפסד) מסטיות מהנחות הכלכליות במהלך שנת 2008
(1,000.3)	(885.7)	(669.3)	(505.0)	(823.0)	(3,883.3)	ס"ה רווח (הפסד) על בסיס ערך גלום
29.4	91.5	411.2	76.0	162.0	770.1	תנועות בהון
(90.5)	(84.5)	60.1	(112.0)	(309.0)	(535.9)	רווח (הפסד) מעסקים לא כוללים

לוח 2 - המשך

מגדל	כלל	הראל*	מנורה	הפניקס** ט"ה	
(1,061.4)	(878.7)	(198.0)	(541.0)	(970.0)	ט"ה שינוי ב־EV
7,580.5	6,059.7	3,863.4	3,739.0	2,843.0	ערך גלום ליום 31.12.2008
484.7	550.9	343.3	268.0	320.0	רווח צפוי לעבור משווי תיק להון עצמי בשנת 2008***
				1,966.9	

* כיוון שהראל לא פרסמה דוח מצרפי על השינויים ב־EV, אלא דוחות נפרדים על השינויים ב־EV בעסקי ביטוח חיים ובריאות, ועל השינויים בעסקי הפנסיה, ערכנו את הדוח המצרפי ע"י צירוף "אופקי" של שני הדוחות הנפרדים.

** כאמור בהערת שוליים 7 לעיל, חברת הפניקס לא כללה בדוח הערך הגלום שלה את הערך הגלום בעסקי ניהול קרנות הפנסיה שלה. עם זאת, ניתן להניח כי הוא לא היה מהותי ביחס לערך הגלום בעסקי ביטוחי החיים והבריאות שלה, וביחס ל־VE בעסקי הפנסיה של ארבע קבוצות הביטוח האחרות.

*** נתון ממוריאלי בלבד.

4.2 ניתוח השינויים בערך הגלום:

הדוח על השינויים ב־EV כולל מספר שלבים שתוצאתם המצטברת מהווה את השינוי ב־EV במשך השנה:

השלב הראשון – התאמת יתרת הפתיחה:

שלב זה כולל את ההתאמות הבאות:

- התאמות לערך הגלום ליום 31.12.2007 – תיקונים ביחס לנתוני הפתיחה ותיקונים טכניים למודל.
- תאום בשל השפעת האינפלציה בשנת החשבון. יש לתת את הדעת לפער הקיים בין המדידה החשבונאית בדוחות הכספיים של חברות הביטוח הנערכת במונחים נומינליים, לבין חישוב השינויים ב־EV הנערך במונחים ריאליים. בשנת 2008 בה היה שיעור עלית המדד¹¹ כ-4.5% מדובר בתאום אינפלציוני מצרפי לחמש קבוצות הביטוח הגדולות של כ-1.12 מיליארד ש"ח!

• בשנת 2008 נכללה התאמה חשבונאית חד פעמית, של ההון העצמי בשל המעבר ל־IFRS. השלב השני – חישוב הרווח התפעולי הצפוי מהתיק בתוקף לתחילת השנה.

בשלב זה מובאים בחשבון הגורמים האלה:

- השפעת השינויים בהנחות התפעוליות (שיעורי ההוצאות והפדיונות המוקדמים) ובהנחות הדמוגרפיות (שיעורי תמותה ותחלואה). מידי שנה מעדכנת החברה המדווחת את

11. על בסיס מדד ידוע (נובמבר 2008 לעומת נובמבר 2007).

ההנחות לפיהן מעריכים את הערך הגלום. העדכונים הם בהתאם לנתונים חדשים לגבי הנסיון שנצבר בפועל בחברה ובהתאם לשינויים בציפיות הנהלת החברה. בשנת 2008 רשמו ארבע קבוצות הביטוח הגדולות שיפור של כ-580 מלש"ח בעיקר כתוצאה משיפור בהוצאות ובהנחות התחלואה בביטוח חיים ובריאות, וכן משיפור בשיעורי הביטולים בפנסיה ומאיך הרעה בהנחות בשיעורי הביטולים בביטוח חיים ובריאות.

• התשואה הריאלית הצפויה (לפי וקטור הרביות שהונח בתחילת השנה) הן על שווי התיק בתוקף, והן על ההון העצמי המותאם.

• השפעה נוספת של סטייה מההנחות (לאחר תיקון).

בשלב זה גם נערך מיון פנימי (שאינו לו השפעה על סך ה- EV) של מרכיב הרווח הצפוי: הוא מוסף ליתרת ההון העצמי המוסף ונגרע משווי התיק בתוקף. הסכום המצרפי של מרכיב זה בחמש קבוצות הביטוח הגדולות היה קרוב לשני מיליארד ש"ח.

תוצאת שלב זה מהווה את הרווח התפעולי מהתיק בתוקף לסוף שנה קודמת לפי ערך גלום – דהיינו הגידול בסכום הערך הגלום שהיה אמור להיות מושג אף אם החברה לא היתה מוכרת עסקים חדשים ולא היתה פועלת בתחומים נוספים שאינם כלולים ב- EV (כמו ביטוח כללי למשל).

השלב השלישי – צירוף הרווח מעסקים חדשים (VNB) ליתרת הרווח התפעולי לפי ערך גלום

תוצאת הביניים של צירוף השלב השלישי לשני מהווה את הרווח התפעולי לפי ערך גלום, ערך רעיוני המבטא את סך הגידול בערך הגלום שהיה אמור להיות מושג בפעילות השוטפת של החברה, למעט ההשפעה מעסקים לא כלולים ב- EV , ולפני ההשפעה של גורמים כלכליים לא צפויים.

השלב הרביעי – הצגת הסטיות בהנחות הכלכליות:

סעיף זה כלל בשנת 2008 את המרכיבים הבאים:

- בהון המותאם (ANW) השפעה על הרווח כתוצאה מהפער בין התשואות שהושגו למעשה על ההון העצמי ועל עתודת הביטוח לתשואות חסרות הסיכון שהונחו בבסיס החישוב לסוף שנה קודמת;
- בשווי התיק (VIF) השפעה עתידית של קיטון ברווחים הצפויים כתוצאה מכך שסכום הנכסים המגבים את עתודת הביטוח נמוך יותר ממה שהיה צפוי עקב התשואות השליליות שהושגו בשנת 2008.
- השפעה נוספת על שווי התיק בשל התשואה השלילית שהושגה בפוליסות המשתתפות ברווחים. חברות הביטוח לא תהינה רשאיות לגבות דמי ניהול משתנים כל עוד לא

תושג תשואה חיובית שתכסה את התשואה הריאלית השלילית שנצברה במהלך שנת 2008.

• השפעה של שינוי בוקטור הריביות (בין מה שהוצב בסוף שנה קודמת לבין רביות השוק בסוף שנת 2008).

ע"י צירוף/הפחתה של הסטיות בהנחות הכלכליות לרווח התפעולי לפי ערך גלום נמצא את סה"כ הרווח על בסיס ערך גלום. סכום זה משקף את הערך שהתווסף/נגרע כתוצאה מהפעילות השוטפת של החברה בשנת הדיווח, אך ללא ההשפעה של עסקים לא כלולים.

נקדים ונאמר כי כעולה מנתוני לוח 2 הסטיה הכוללת מההנחות הכלכליות שנבעה בעיקרה מפער בין התשואות השליליות שהושגו לבין שיעורי התשואה חסרת הסיכון החיוביות שלפיהן נערך החישוב בסוף שנת 2007 היה כ-6.56 מיליארד ש"ח. כך ארע שבמקום להשיג גידול של 2.68 מיליארד ש"ח ב- EV^{-} שלהן, חל קיטון של כ-3.88 מיליארד ש"ח בערך הגלום. במשמעות נתון זה נדון בפרק 6 בהמשך.

השלב החמישי – מתן ביטוי לגורמים אקסוגניים שהביאו לגידול ביתרת ההון העצמי המותאם

הניתוח כולל שני סעיפים:

• תנועות בהון (לרבות הנפקות ו/או דיבידנדים).

• רווחים (הפסדים) מעסקים לא כלולים (בעיקר עסקי ביטוח כללי) והוצאות מימון שלא שויכו למגזרי הפעילות.

ע"י צירוף תוצאת החישוב בשלב החמישי ליתרת הרווח על בסיס ערך גלום נמצא את ס"ה השינוי ב- EV^{-} .

ע"י צירוף ס"ה השינוי ב- EV^{-} לתוצאת השלב הראשון – יתרת ה- EV^{-} המותאמת לסוף שנה קודמת נמצא את יתרת ס"ה הערך הגלום לסוף השנה.

ניתוח השלב החמישי חשוב לצורך הערכת הביצוע של מנהלי חברת הביטוח: גידול בהון העצמי שמקורו בגיוסי הון, המביא גם לגידול ביתרת ההון העצמי אינו צריך להעיד בהכרח על תרומתם של מנהלי החברה להעלאת שווי החברה לבעלי מניותיה. כך למשל, על פני הדברים נראית קבוצת הראל כמי שסבלה, בשנת 2008, משיעור הירידה הנמוך ביותר (מבין חמש קבוצות הביטוח הגדולות) ב- EV^{-} שלה. אולם, תוצאה זו הושגה בעיקר כתוצאה מגידול בהון העצמי של כ-411.2 מיליוני ש"ח ולא כתוצאה מניהול טוב יותר של ההשקעות.

4.3 ניתוחי רגישות

עפ"י חוזר המפקח על הביטוח מיום 12.8.2007 (להלן: "חוזר המפקח") נדרשו חברות הביטוח לפרסם ניתוחי רגישות של תוצאות הערך הגלום וערך העסקים החדשים. ניתוחי הרגישות אמורים לתת ביטוי לשינוי הצפוי (בשקלים ובאחוזים) של סך הערך הגלום ושל ערך העסקים החדשים כתוצאה משינויים בהנחות הבסיסיות שביסוד חישוב הערך הגלום. בלוח 3 להלן מוצגת תמצית ניתוח הרגישות בגין עסקים כלולים בביטוח חיים וביטוח בריאות ליום 31.12.2008.

לוח 3

שינוי בערך הגלום ליום 31.12.2008 באחוזים

ממוצע	הפניקס	מנורה	הראל	כלל	מגדל	התוצאה הבסיסית
(2.3)	(3.5)	(0.4)	(1.2)	(1.3)	(5.3)	הפחתה של 0.5% ברביית חסרת הסיכון
(3.3)	(4.0)	(3.2)	(3.2)	(2.6)	(3.5)	גידול של 10% בהוצאות הנהלה וכלליות
(4.5)	(5.4)	(4.3)	(4.8)	(3.7)	(4.2)	עליה יחסית של 10% בשיעורי הביטולים כולל ביטולם וסילוקים
(2.1)	(3.9)	(2.1)	(1.1)	(2.2)	(1.2)	עליה של 10% בשיעורי התמותה בגין מבוטחים לפני גיל פרישה
(6.2)	(7.5)	(5.8)	(6.3)	(5.4)	(5.9)	עליה של 10% בשיעורי התחלואה
(2.0)	(1.6)	(1.1)	(2.1)	(1.4)	(3.7)	ירידה יחסית של 10% בשיעור התמותה של מקבלי קצבות זקנה
	(5.2)			(3.0)		תרחיש ניידות - עליה של 20% בפדיונות
	(0.8)	(2.8)	*		(0.9)	תרחיש ניידות - עליה של 10% בפדיונות
			*			תרחיש כניסת בנקים
(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.1)	עליה יחסית של 10% בהון הנדרש

* הראל כללה "תרחיש יישום רפורמות" הכולל הן את השפעת תרחיש הניידות והן את תרחיש כניסת הבנקים שבו יחול קיטון של 2.3% בערך הגלום.

הערות:

1. כלל הפניקס ומנורה הניחו כי לניתוח הרגישות יש השפעה סימטרית לשני הכיוונים, ולכן הציגו את השפעת השינוי בכיוון אחד (בכיוון הממעיט) בלבד. מגדל והראל הציגו את השפעת השינויים בשני הכיוונים. מצאנו לנכון לכלול בלוח 6 רק את השפעת השינוי הממעיט.

2. קיימת שונות בין החברות בניתוח תרחיש הניידות. כלל והפניקס בחנו את השפעת עליה יחסית של 20% בשיעור הפדיונות בסוגי הפוליסות הרלבנטיות. מגדל ומנורה "הסתפקו" בבחינת תרחיש שבו שיעור העליה היחסית בפדיונות יהיה 10%, בעוד שהראל כללה בניתוח "תרחיש יישום רפורמות".

מעניין לעמוד על השפעת שינויים בהנחת שיעור התחלואה על הערך הגלום (וזאת בין היתר כתוצאה מביטוחי הבריאות). עליה יחסית של 10% בשיעורי התחלואה תביא בממוצע להקטנה של 6.2% בערך הגלום. לעומת זאת, לדרישה צפויה להגדלת ההון תהיה השפעה זניחה על הערך הגלום. זאת מכיוון שכמפורט בסעיף 2.1 לעיל, עלות ההון המובאת בחשבון (CoC) מבטאת רק את הוצאות המס המהוונות בגין רווחי ההשקעה הנובעים מההון העצמי הנדרש.

5. חידת הערך הגלום

5.1 פער בין שווי השוק לנתוני הערך הגלום

בלוח 4 להלן, נתונים המתארים את נתוני הערך הגלום שפורסמו ע"י חמש קבוצות הביטוח הגדולות לסוף כל אחת מהשנים שנת 2008, 2007 ו-2006 (ע"י כלל והפניקס בלבד) ומשווים אותם לנתוני שווי השוק (market capitalization) של חמש קבוצות הביטוח הגדולות בישראל, בתאריכים שונים.

לוח 4						
הערך הגלום ושווי השוק של חמש קבוצות הביטוח הישראליות הגדולות (במיליוני ש"ח)						
ממוצע	הפניקס	מנורה	הראל	כלל	מגדל	
	3,476			5,189		EV ליום 31.12.2006
	4,686			5,432		MV ליום 31.12.2006
1.20	1.35			1.05		MV/ EV
	3,256			4,988		MV ביום פרסום המידע ינואר 2008
0.95	0.94			0.96		MV/ EV במועד הפרסום
	3,692	4,074	4,481	6,644	8,213	EV ליום 31.12.2007
	3,675	2,582	4,771	5,537	6,485	MV ליום 31.12.2007
0.86	1.00	0.63	1.06	0.83	0.79	MV/ EV
	2,735	2,037	3,865	3,597	5,420	MV ביום פרסום המידע סוף מאי 2008
0.66	0.74	0.50	0.86	0.54	0.66	MV/ EV במועד הפרסום

לוח 4 - המשך

ממוצע	הפניקס	מנורה	הראל	כלל	מגדל	
	2,843	3,739	3,863	6,060	7,581	EV ליום 31.12.2008
	690	1,208	1,954	1,067	4,171	MV ליום 31.12.2008
0.36	0.24	0.32	0.51	0.18	0.55	MV/ EV
	1,570	2,292	3,352	2,849	5,336	MV ביום פרסום המידע סוף מאי 2009
0.64	0.55	0.61	0.87	0.47	0.70	MV/ EV במועד הפרסום
	2,161	2,230	3,702	4,214	6,308	MV ליום 30.09.2009
0.77	0.76	0.60	0.96	0.70	0.83	MV/ EV

הערות:

כאמור בהערות שוליים 10 לעיל, הערך הגלום ליום 31.12.2006 אשר פורסם לראשונה בינואר 2008 היה 3,959 מיליוני ש"ח. הנתון תוקן למפרע ל-3,479 מיליוני ש"ח במאי 2008. הנתונים למאי 2008 ו-2009 של כל קבוצה משקפים את שווי השוק שלה ליום המסחר השני שלאחר יום פרסום הדוח.

מגדל פרסמה את דוח הערך הגלום שלה ליום 31.12.2008 כבר ביום 27 במרס 2009. שווי השוק שלה ביום 29 במרס 2009 היה 3,628 מיליוני ש"ח והיינו 0.48 מהערך הגלום ליום 31.12.2008. שווי השוק של 5,336 מיליוני ש"ח במועד פרסום דוח הערך הגלום ליום 31.12.2008 שהוצב בלוח 3 משקף את שווי השוק של החברה ליום 27 במאי 2009.

שווי השוק של מנורה ליום 30.09.09 משקף ירידה של כ-23.8% משווי החברה ביום 01.09.09. יתכן וניתן להסביר ירידה זו בתגובת השוק לפרסום המידע על אי-סדרים בחברה, תיארוך לאחור (backdating) של פוליסות ביטוח ומתן הלוואות בניגוד לתקנות. אם נציב את שווי החברה ליום 01.09.09 נמצא שהוא מהווה כ-0.78 מהערך הגלום שלה ליום 31.12.2008 וממוצע המדגם יגדל מ-0.77 ל-0.81.

שווי השוק של חברות הביטוח שמניותיהן רשומות למסחר בבורסה לניירות ערך בת"א, נמוך באופן משמעותי מהערך הגלום בתיקי הביטוח שלהן. נראה איפוא בעליל, כי שוק ההון מתעלם לפי שעה לחלוטין, מן המידע בדבר הערך הגלום.

יש לתת את הדעת לכך שהמידע בדבר הערך הגלום, איננו ממצה את השווי ההוגן של חברת הביטוח. לצורך אומדן השווי ההוגן של חברת הביטוח יש להוסיף לערך הגלום הן את אומדן השווי של "מוניטין ביטוח החיים" (השווי של עסקי ביטוח עתידיים שתשיג חברת הביטוח), והן את שווי עסקי הביטוח הכללי.¹²

12. למעט פוליסות ביטוח בריאות ארוכות טווח שסוגו בעבר למגזר עסקי ביטוח כללי.

לא זו אף זו, חלק מחברות הביטוח הישראליות מוחזקות בידי חברות אחזקה, כאשר החברה הנסחרת (ששווי השוק שלה נכלל בנתוני לוח 3) הנה חברת האחזקות. דא עקא, שלצורך חישוב מרכיב ההון העצמי המותאם של ה־EV, מובא בחשבון ההון העצמי של חברת הביטוח המוחזקת, ולא נתון ההון העצמי מהמאזן המאוחד של חברת האחזקות. אמנם שווי חברת הביטוח מהווה את עיקר השווי של חברת האחזקות, אך לצורך ההשוואה בין הערך הגלום לשווי השוק של חברת האחזקות, עלינו להביא בחשבון גם את השווי ההוגן של האחזקות האחרות. ניתן למצוא את השווי המאזני של אחזקות אלו, ע"י הפחתת השווי המאזני של ההשקעה בחברת הביטוח מיתרת ההון העצמי של חברת האחזקות. בלוח 5 להלן נתונים על השווי המאזני של ההשקעות הלא ביטוחיות של חמש קבוצות הביטוח הגדולות בישראל.

לוח 5

השווי המאזני של ההשקעות האחרות של חמש קבוצות הביטוח הגדולות בישראל (במיליוני ש"ח)

מגדל	כלל	הראל	מנורה	הפניקס	
2,986.8	2,475.0	2,396.8	1,286.0	1,965.9	הון עצמי של חברת ההחזקות*
2,442.5	1,909.0	1,659.4	1,277.0	920.0	הון עצמי של חברות הביטוח והפנסיה
544.3	566.0	737.4	9.0	775.9	שווי מאזני של השקעות אחרות

מורם מן האמור לעיל, כי הערך הגלום בפוליסות הביטוח ארוכות הטווח אינו ממצה את השווי של חברת הביטוח ושל חברת ההחזקות המחזיקה בחברת הביטוח. פער זה שבין הערך הגלום לשווי הכולל רק מעצים את חידת הערך הגלום. נראה בעליל כי שוק ההון, אינו רואה בדוח הערך הגלום משום אומדן ראוי לשווי ההוגן של עסקי ביטוח החיים הבריאות והפנסיה של חברות הביטוח הישראליות.

5.2 הסברים אפשריים לחידת הערך הגלום

להלן נציע חמישה הסברים (שאינם מוציאים זה את זה) לחידת הערך הגלום.

5.2.1 אי יעילות שוק ההון ביחס למידע בדבר הערך הגלום

ביסוד הסבר זה ההנחה כי המידע בדבר הערך הגלום הוא אמנם בעל ערך אינפורמטיבי למשקיעים בשוק ההון, אך מסיבות שונות הוא אינו משתקף עדיין בשווי השוק (Market Capitalization) של חברות הביטוח.

הסבר זה נחלק לשניים:

1. יכולת ניתוח נמוכה

שוק ההון הישראלי סובל ממיעוט אנליסטים המתמחים בתעשית הביטוח. לכן המידע של הערך הגלום טרם נספג בשוק.

2. רמת החזקה גבוהה של בעלי השליטה בחברות הביטוח
 שיעור ההחזקה של בעלי השליטה בחברות הביטוח הישראליות הינו כ-62% – 80% מכלל ההון המונפק כמפורט בלוח 6 להלן.

לוח 6					
החזקות בעלי העניין בחמש קבוצות הביטוח הגדולות ליום 30.09.09					
הפניקס	מנורה	הראל	כלל	מגדל	
80.49%	66.20%	62.06%	67.86%	79.36%	שיעור החזקות בעלי עניין
0.08%	1.08%	0.43%	0.24%		שיעור החזקות מוסדיים
19.43%	32.72%	37.51%	31.90%	20.64%	שיעור החזקות הציבור
100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	

לכן, יתכן מצב שבו רמת המחירים של מניות חברות הביטוח תהיה, בפרק זמן ממושך, מתחת לשווי ההוגן של החברות, מבלי שתינתן לאף גורם הזדמנות ממשית לנצל זאת (למשל ע"י השתלטות עוינת על אחת מחברות הביטוח).

עם זאת, שיעורי שליטה אלו אינם ייחודיים לחברות הביטוח הישראליות, אלא מאפיינות את מרבית החברות הציבוריות הישראליות. רמת הסחירות במניות חברות הביטוח הנה סבירה:

מניות מגדל כלל והראל נכללות במדד ת"א 25;

מניות מנורה והפניקס נסחרות במדד ת"א 75;¹³

כל המניות נכללות במדד ת"א פיננסים 15.

לכן, נראה כי אין בהסבר זה לכשעצמו, להסביר את חידת הערך הגלום.

5.2.2 המשבר הפיננסי האפיל על התוכן האינפורמטיבי של דוח הערך הגלום
 המידע על ערך הגלום בפוליסות ביטוח החיים והבריאות של חברות הביטוח פורסם בתחילת שנת 2008. בדוחות הכספיים של חברות הביטוח לרבעון האחרון של שנת 2007 ולרבעון הראשון של שנת 2008 כבר ניתן ביטוי להשלכות השליליות של המשבר

13. עם זאת יש לציין כי לפניקס יש שני סוגי מניות: מניות פניקס 1 (הנכללות במדד ת"א 75) ומניות פניקס 5 שרמת הסחירות בהן הנה נמוכה יחסית.

הפיננסי על חברות הביטוח. השלכות שליליות אלו והחשש מפני משבר פיננסי מתעצם האפילו על התוכן האינפורמטיבי של דוח הערך הגלום. למרות שמקור המשבר היה סקטור הפיננסים בחו"ל, חלה ירידה תלולה בשווי השוק של החברות הפיננסיות בישראל ובהן בנקים וחברות ביטוח. על רקע משבר זה, שלוהו ככל הנראה בחכמה שלאחר מעשה, בתגובת יתר – over reaction של ציבור המשקיעים בשוק ההון, ניתנה תשומת לב מעטה אם בכלל למשמעות נתוני הדוח על הערך הגלום שפורסמו לראשונה. על תגובת היתר ניתן ללמוד גם מנתוני לוח 7 להלן (הנגזרים מנתוני לוח 2 לעיל)

לוח 7						
השפעת הפסדי שנת 2008 על הערך הגלום (במיליוני ש"ח)						
מגדל	כלל	הראל	מנורה	הפיניקס	ממוצע	
8,641.9	6,938.4	4,061.4	4,280.0	3,813.0	27,743.7	ערך גלום מותאם ליום 31.12.2007
(1,936.7)	(1,650.7)	(1,124.5)	(837.0)	(1,012.0)	(6,560.9)	רווח (הפסד) מסטיות מהנחות הכלכליות במהלך שנת 2008
-22.4%	-23.8%	-27.7%	-19.6%	-26.5%	-23.7%	אחוז מה-EV המותאם לתחילת השנה
7,580.5	6,059.7	3,863.4	3,739.0	2,843.0	24,085.6	ערך גלום ליום 31.12.2008
(29.4)	(91.5)	(411.2)	(76.0)	(162.0)	(770.1)	בינוי - הגדלת הון
7,551.1	5,968.2	3,452.2	3,663.0	2,681.0	23,315.5	קיטון אפקטיבי EV-1
-12.6%	-14.0%	-15.0%	-14.4%	-29.7%	-15.9%	

נתוני לוח 7 מלמדים על כך כי הפסדי ההשקעות והאובדן דמי הניהול המשתנים בעתיד (עד להשגת תשואות חיוביות בקרן י') נגסו אמנם כ-23.7% בממוצע הערך הגלום המותאם לתחילת השנה, אך שיעור הקיטון האפקטיבי ב-EV הנו כ-15.9% בממוצע, וזאת בעיקר בשל תוספת הערך הגלום בעסקים חדשים שהושגו במהלך שנת 2008 והזרמת ההון העצמי.

דוק: נתוני הערך הגלום לסוף שנת 2008 כבר מגלמים בתוכם את מלוא ההשפעה של המשבר בשוק ההון על תזרימי המזומנים העתידיים. רמת השערים של מניות חברות הביטוח בתחילת שנת 2009 עשויה ללמד על תגובת יתר למידע השלילי על הפסדי חברות הביטוח ו/או על הנחה להפסדי השקעות נוספים.

עם זאת, יש להדגיש כי גם לאחר ההתאוששות בשוק ההון שחלה ברבעונים השני והשלישי של שנת 2009, עדיין קיים פער משמעותי בין נתוני הערך הגלום לשווי השוק של קבוצות הביטוח הגדולות כמודגם בלוח 4 לעיל. לכן גם בהסבר זה לבדו אין כדי להתיר את חידת הערך הגלום.

5.2.3 אי הסכמה

לפי הסבר זה ציבור המשקיעים אינו מקבל את ההנחות שעליהן מושתת מדידת הערך הגלום.

אין ספק שההנחה הבעייתית ביותר היא ההנחה שיש להוון את תזרימי המזומנים העתידיים לפי וקטור שערי הרבית חסרת הסיכון. למרות שהנחה זו נתמכת ע"י תורת המימון, ומיושמת בדוחות הערך הגלום של חברות הביטוח האירופאיות, היא עדיין שנויה במחלוקת.

מעריכי שווי באירופה נוהגים להפחית 10% – 20% מיתרת הערך הגלום המדווחת לצורך הערכת השווי הכלכלי של תיקי ביטוח החיים.

בהערכות שווי שנערכו לחברות ביטוח בישראל, העדיפו מעריכי השווי להוון את תזרימי המזומנים הצפויים מתיקי הביטוח לפי שיעורי היוון הכוללים פרמית סיכון (מעבר לשיעורי רבית חסרת הסיכון).

הנחה זו, של היוון לפי שיעורי הרבית חסרת הסיכון, גם אינה עולה בקנה אחד עם ספרות המחקר של תורת הביטוח: ראו למשל במאמריהם פורצי הדרך של Joskow (1973) ו-Bigger and Khane (1978).

הנחה נוספת היכולה לעורר אי הסכמה היא ההתעלמות מהשפעה אפשרית של התרת הניוד בין אפיקי החסכון הפנסיוני השונים החל משנת 2008. קיים חשש ממעבר מפוליסות ביטוח מסוימות מבטיחות תשואה, לתוכניות פנסיה, הנראות לכאורה עדיפות לחוסך.

בשל עקרון ה-Best estimate Assumptions שתואר בסעיף 2.3 לעיל, חברות הביטוח לא כללו את השפעת הניוד בחישוב הערך הגלום, אך נתנו מידע על השפעה של תרחישי ניוד שיביאו לגידול של 10% – 20% בהיקף הפדיונות בפוליסות ביטוח החשופות לאפשרות הניוד כמודגם בלוח 3 לעיל.

קיים גם חשש ל"ספירה כפולה" – double counting – של תשתית הנכסים הקבועים (בעיקר מבני משרדים ומערכות מחשוב) של חברות הביטוח המשמשות את ניהול הפעילות הביטוחית. נכסים אלו נכללים מכללא בחישוב ההון העצמי המותאם (ANW) בעוד

שתזרימי המזומנים הצפויים מהם נכללים באומדן שווי התיק בתוקף (VIF). כדי להימנע מספירה כפולה יש לנכות משווי התיק בתוקף את השווי ההוגן של השימוש בתשתית הנכסים הקבועים של החברה. הנחיה מתאימה נכללת בדוח הוועדה שמונתה ע"י המפקח ובפרסומים המקצועיים האירופאים. אולם, בשל העדר גילוי נאות מספק בדוח הערך הגלום, נבצר מהמשתמשים בדוחות הכספיים לוודא שנושא זה אכן טופל כראוי. אנו סבורים כי הסבר זה, של אי הסכמה וחדשנות כלפי הנחות המודל, עומד ביסוד הפער הקיים בין נתוני הערך הגלום לבין נתוני שווי השוק של חברות הביטוח בישראל.

5.2.4 סתירה בין מונחים חשבונאיים ואקטואריים

נתוני הערך הגלום מתפרסמים יחד עם נתוני הדוחות הכספיים, כאשר למשתמש בדוחות הכספיים אין כל יכולת לגשר על הפערים ביניהם. נתוני לוח 8 מדגימים קושי זה:

לוח 8					
נתוני רווח והפסד חשבונאיים ונתוני הרווח על בסיס הערך הגלום לשנת 2008 (במיליוני ש"ח)					
מגדל	כלל	הראל	מנורה	הפניקס	
(227.8)	(157.1)	(77.5)	14.7	(223.9)	רווח (הפסד) לפי דוח רווח הפסד
(169.4)	(386.6)	(112.3)	(264.0)	(201.7)	הפסד כולל אחר
(397.2)	(543.7)	(189.8)	(249.3)	(425.6)	הפסד "כלכלי"
(1000.3)	(885.7)	(669.3)	(505.0)	(823.0)	ס"ה רווח (הפסד) על בסיס ערך גלום

אנליסטים רבים הצביעו על כך כי אין להסתפק בנתוני ההפסד שהוצהר בדוח רווח והפסד החשבונאי של חברות הביטוח, אלא יש להוסיף אליו את ההפסד מירידת ערך ההשקעות שסווג כ"הוצאה כוללת אחרת" ונזקק לקרן הון.¹⁴ כך נוצר בניתוחי האנליסטים המונח של "הפסד כלכלי". דא עקא, שההפסד על בסיס ערך גלום גבוה לאין ערוך מההפסד הכלכלי, כאשר למשתמש בדוח הכספי אין שום הסבר או דרך לגשר על הפער ביניהם.

הפער בין ההפסד הכלכלי להפסד על בסיס ערך גלום נובע בעיקרו מצירוף של שלושת הגורמים הבאים:

14. כללי הדיווח החשבונאי מתירים את הזקיפה לקרן הון כאשר המדובר בירידת ערך זמנית של נכסים פיננסיים זמינים למכירה.

1. המדידה החשבונאית היא נומינלית, בעוד שמדידת הרווח (הפסד) הגלום נערכת במונחים ריאליים מתואמים לשינויים במדד.
 2. ההפסד על בסיס ערך גלום מבטא לא רק את השפעת הפסדי ההשקעה, אלא גם את הפער אל מול שיעורי התשואה חסרת הסיכון שהונחו בבסיס מדידת ה- EV .
 3. ההפסד על בסיס הערך הגלום מבטא גם השפעת האובדן הצפוי של דמי הניהול המשתנים הצפוי (בשל הצבירה השלילית בקרן י').
- כך למשל, ההפסד הכלכלי של כלל החזקות לשנת 2008 הנו כ-547.3 מיליוני ש"ח. כעולה מדוח הערך הגלום של החברה לשנת 2008 שווי התיק הוקטן בגין "חוב תיאורטי" של דמי ניהול משתנים בסכום נטו של 275 מיליוני ש"ח. שני גורמים אלו מסבירים סכום של כ-818.7 מיליוני ש"ח מתוך סך ההפסד לשנת 2008 של כלל החזקות על בסיס ערך גלום של 885.7 מיליוני ש"ח. דא עקא, שארבע החברות האחרות לא פרסמו נתונים על הסכום שבו הוקטן ה- EV בגין החוב התיאורטי של דמי הניהול.¹⁵

דוחות הערך הגלום כוללים אמנם התאמה בין ההון העצמי המותאם (ANW) לבין ההון העצמי המדווח בדוחות הכספיים, והתאמה נוספת בין השינוי בהון העצמי המותאם לבין הרווח הנקי לחברה, אלא שבהתאמות אלו אין כדי להסביר ולגשר על הפער שבין הרווח הנקי בדוחות והרווח (הפסד) על בסיס ערך גלום.

5.2.5 מגבלות מובנות שפורסמו

יש לתת את הדעת לכך כי דוחות הערך הגלום לשנת 2008 שפורסמו ע"י חברות הביטוח כוללים תיאור, בגוף הדוח, של מגבלות הניתוח ובהן:

הבהרה לענין מידע צופה פני עתיד –

בסופו של יום שווי התיק בתוקף משקף תחזיות הערכות ואומדנים, שיתכן שלא יתממשו, ולפיכך, כמו בכל תחזית, התוצאות בפועל עלולות להיות שונות ממה שנחזה.

הבהרה כי הערך הגלום אינו אמור לייצג את השווי הכלכלי או שווי השוק של חברת הביטוח או של חברת ההחזקות שלה. עם זאת יש לציין כי הנימוק העיקרי לכך הוא ששווי התיק בתוקף אינו כולל עסקי ביטוח כללי, וכן אינו כולל פעילויות של חברות בנות בשליטתה של החברה בתחומים נוספים וכן את היכולת ליצור עסקים בעתיד (מוניטין). משמע בהבהרה זו יש כדי לחדד ולא להסביר את חידת הערך הגלום.

15. חברות אלו כללו בדוח הדירקטוריון את סכום החוב ברוטו בערך עתידי.

פירוט סייגים לאופן הטיפול בסיכונים בהערכת השווי הגלום, הכוללים היבטים תיאורטיים מהם התעלם החישוב והנחות נוספות שיתכן ואינן מתאימות לתנאי השוק בישראל.

6. מה בכל זאת ניתן ללמוד מדוחות הערך הגלום?

בפרק זה נשאיר את השאלה האם מדידת הערך הגלום אכן משקפת את השווי הכלכלי ההוגן של תיקי הביטוח בצריך עיון, ונתמקד בשאלה כיצד ניתן להיעזר בדוח על הערך הגלום כדי להעריך את רמת הביצוע של הנהלת החברה. דוח הערך הגלום עונה בראש ובראשונה על השאלה האם מנהלי החברה תרמו להשבחת ערך החברה או שמא פעילותם במהלך שנת החשבון הביאה ל"הריסת" ערך. התשובה שמספקים לנו נתוני לוח 2 היא חד משמעית – פעילות מנהלי חמש קבוצות הביטוח הגדולות הביאה בשנת 2008 ל"הריסת" ערך (במאוחד) של כ-3.65 מיליארד ש"ח. למנהלי חברת הביטוח היתה האפשרות להשקיע את ההון העצמי ועתודות הביטוח של העסקים הכלולים בנכסים חסרי סיכון. הם בחרו להשקיע את ההון והעתודות בנכסים מסוכנים, אלא שחשיפה זו לסיכון בשנת 2008 הביאה להפסדי השקעה כבדים.

ניתן למצוא קווי דמיון בין מדידת הערך הגלום לבין המתודולוגיה של הערך הכלכלי המוסף (Economic Value Added – EVA) שהוצעה ע"י Stewart (1994) and Stern (2001). שתי השיטות בוחנות של תהליך יצירת הערך הכלכלי בחברה. אולם, המתודולוגיה של ה-EV מתאימה יותר למאפיינים הייחודיים של פעילות חברות הביטוח. לא זו אף זו, היישום הלכה למעשה של מתודולוגיית ה-EV נערך בהתאם להנחיות סדורות שהותוו ע"י המפקח על עסקי הביטוח. כל חברות הביטוח חייבות בדיווח תקופתי סדיר על הערך הגלום דבר המאפשר השוואה ו-Benchmarking ביניהן. דוחות ה-EV עוברים סקירה (Review) של רואי החשבון המבקרים של חברות הביטוח. לעומת זאת, אין כללים ברורים ומחייבים לחישוב ה-EV, ואין גם דיווחים תקופתיים סדירים של החברות על ה-EV שהושג בשנת הדיווח. לכן, השימוש במתודולוגיה זו אינו נפוץ כיום.

חשוב גם לנתח את יחס ערך העסקים החדשים (VNB) לסך הערך הגלום. יחס זה עשוי ללמד על אופן וקצב יצירת הערך הגלום מעסקים חדשים. לענין יחס זה יש להבחין בין

עסקי הפנסיה (בהם קצב הצמיחה מהיר יותר) לעסקי ביטוח חיים ובריאות. תמצית הניתוח מוצגת בלוח 9 להלן:

לוח 9						
ערך עסקים חדשים וערך גלום (במיליוני ש"ח)						
ממוצע	הפניקס	מנווה	הראל	כלל	מגדל	
	68.0	72.0	188.7	135.4	216.8	ס"ה עסקי ביטוח VNB
	2,843.0	2,350.0	3,551.2	5,310.2	6,745.7	EV ליום 31.12.2008
3.3%	2.4%	3.1%	5.3%	2.5%	3.2%	יחס VNB/EV
		132.0	59.1	93.1	83.0	ניהול קרנות פנסיה VNB
		2,171.0	529.8	964.1	1,085.5	EV ליום 31.12.2008
7.7%		6.1%	11.2%	9.7%	7.6%	יחס VNB/EV
	68.0	204.0	247.8	228.5	299.8	ס"ה עסקי ביטוח ופנסיה* VNB
	2,843.0	3,739.0	3,863.4	6,059.7	7,580.5	EV ליום 31.12.2008
4.4%	2.4%	5.5%	6.4%	3.8%	4.0%	יחס VNB/EV

* יושם אל לב כי בגלל התאמות לאיחוד עסקי ניהול קרנות פנסיה ה־EV של החברות, יתרת ההון המאוחדת נמוכה מסכום ה־EV המדווח בנפרד בעסקי ביטוח ובעסקי פנסיה.

הניתוח מלמד כי חברות הפניקס וכלל החזקות מפגרות אחרי חברות המתחרות בהן בשיעור השגת עסקים חדשים בעסקי ביטוח חיים ובריאות. יושם אל לב כי פעילות ניהול קופות הגמל (שבהן להפניקס נתח שוק משמעותי באמצעות החזקותיה באקסלנס), אינה מובאת בחשבון לצורך חישוב ה־EV.

7. סיכום קצר

המידע הקיים כיום לציבור בדוחות הכספיים של חברות הביטוח, בקשר לפוליסות ארוכות טווח בהן התחייבה חברת הביטוח, מבוסס על עקרונות חשבונאיים מקובלים, שאינם מציגים בהכרח את המידע הכלכלי המלא אודות הרווחיות הגלומה בפוליסות אלו. דוחות הערך הגלום המפורסמים לציבור מאז שנת 2007 כוללים מידע חשבונאי ואקטוארי, שלא היה זמין לציבור המשתמשים בדוחות הכספיים של חברות הביטוח.

למרות תוספת המידע שבדוחות הערך הגלום, הדגש שניתן להם ע"י המפקח על הביטוח, והמאמץ הרב שהשקיע בהכנתם, נראה בעליל כי בשלב זה, שוק ההון מתעלם מנתוני הערך הגלום. אנו סבורים כי הסיבה העיקרית לכך היא חוסר הסכמה עם ההנחות הקריטיות של המודל. בעוד שהשאלה האם נתוני EV^- משקפים את השווי ההוגן של עסקי ביטוח החיים הבריאות והפנסיה של חברות הביטוח בישראל עדיין פתוחה לדיון, אנו סבורים כי תהיה זו טעות להתעלם לחלוטין מנתוני הדוחות על הערך הגלום. אנו סבורים כי יש בנתונים אלו משום תרומה ממשית ליכולת להעריך את רמת הביצוע של הנהלות חברות הביטוח, ואת ההשפעה האפשרית של סיכונים תפעולים ודמוגרפיים על רווחי חברות הביטוח.

אנו סבורים כי הנסיון שיצטבר עם הטמעת הדיווחים על הערך הגלום, ועם העמקת הניתוח שלהם יוסיף ליכולת המשקיעים בשוק ההון להבין ולהעריך באופן טוב יותר את פעילות חברות הביטוח בתחום עסקי ביטוח החיים, הבריאות וניהול קרנות הפנסיה. ■

מקורות

- Anderson, J.C.H. (1959), "Gross Premium Calculations and Profit Measurement for Non-Participating insurance", *Transactions of the Society of Actuaries*, XI, pp. 357-394.
- The Israeli Committee for the Determination of Embedded Rules and Guidance (2007): "Embedded Value Rules and Guidance", Towers Perrin-Tillinghast, August
- European CFO Forum, (2008), "*Market Consistent Embedded Value Principles*", June.
- European CFO Forum, (2008) "*Market Consistent Embedded Value, Basis for Conclusions*", June.
- Biger N. and Y. Kahane, (1978) "Risk Considerations in Insurance Ratemaking", *Journal of Risk and Insurance* 45 (1) March, pp. 121-131.
- Joskow Paul I., (1973) "*Cartels, Competition and the Regulation in the Property-Liability Insurance Industry*", Bell Journal of Economics, (Autumn).
- Stern J.M. and Shiely J.S. (2001), "*The EVA Challenge*", John Wiley & Sons, NY.
- Stewart G. B. III (1994), "EVA: Fact and Fantasy", *Journal of Applied Corporate Finance*, Summer, pp. 1078 – 1196.
- צביה סעדון, אורי בן ציון ורמי יוסף, (2008) "צבירת עתודות ביטוח חיים זהירות או תכנון מס?", הרבעון הישראלי למסים, ל"ב 128, עמ' 7 – 42.
- לנה איצקוב ואלון גלזר (2009) – "חברות הביטוח - עדכון המלצות ומחירי יעד", לידר ושות' בית השקעות, 22 בספטמבר.