



הערכת שווי תאגידיים ומגזרים – חלק א'

מאת: רועי פולניצר ויוסי דקל

הכי נקראות



מחפשים משמעות בעבודה

מאת: ד"ר עדנה פשר



כולם מדברים על חשוב לעומת דחוף... אף אחד לא מדבר על... משמעותי

מאת: אורנה קמין



פרופ' איזי בורוביץ' על חדשנות בתרבות: המקרה של Southwest Airlines

מאת: מערכת "סטטוס"



זכות בעסק של למעלה מ- 50 אחוז נחשבת לזכות שליטה. על פי רוב, בעלים שלו זכות שליטה יכול להשפיע על ההון העצמי והחוב של החברה כאחד. בעלות על פחות מ- 50 אחוז בחברה נחשבת לזכות מיעוט ועל פי רוב איננה כוללת בחובה את היכולת לנווט את ניהול ומדיניות החברה

פורסם: 15.7.16 צילום: shutterstock

הערכת שווי, בבסיסה, הינה פעולה של קביעת ערך או שווי לנכס או התחייבות. אנליסטים של מניות קובעים שווי לאקוויטי של חברה בהתבסס על תחזית הרווחים שלה, שווי השוק שלה, כמו גם משתנים כלכליים אחרים. על פי רוב, קל יותר להעריך את שוויין של חברות ציבוריות מאשר של חברות פרטיות אודות לזמינות הנתונים. מקצוע הערכת השווי, הנחשב לשילוב של מדע ואומנות, עשוי להיות הרבה יותר קשה עבור חברות פרטיות.

ענן תגיות

אחריות חברתית **אסטרטגיה** אקטואריה

דיגיטל הערכת שווי **חדשנות** טיפים

טכנולוגיה כלכלה כנס כנסים מורשת

מיתוג מכירות מנהיגות מעבר לדיגיטל

ניהול ניהול ידע ניהול משאבי אנוש

שלוש הגישות הנפוצות ביותר המשמשות להערכת שווי של עסק הינן גישת ההכנסה, גישת השוק והגישה המבוססת-נכסים. בגישת ההכנסה להערכת שווי, מעריך השווי מסתכל קדימה וחוזר את תזרימי המזומנים העתידיים של החברה ומהוון אותם למועד הערכת השווי באמצעות עלות ההון הראויה על מנת לקבוע את ערכם הנוכחי. לעלות ההון או לשיעור הנכיון, המשמשים במכנה עשויה להיות השפעה דרמטית על השווי האולטימטיבי של העסק. גישת השוק להערכת שווי משתמשת בניתוח יחסים פיננסיים של חברות ברות-השוואה על מנת לקבוע שווי. לבסוף, הגישה המבוססת-נכסים להערכת שווי דורשת שיערוך מקיף של כלל הנכסים והתחייבויות של החברה, המוחשיים והבלתי מוחשיים כאחד.

הכנה

ניהול פרויקטים	סטרטאפים	ערים חכמות
פיננסים	פיתוח אישי	קריירה
שירות	תרבות	תרבות ארגונית
	תשואה	

קביעת שווי של אקוויטי של עסק הינה תהליך מורכב, כאשר ההכנה דורשת תשומת לב רבה ממשי כמו הניתוח בפועל. בטרם בחינת הדוחות הכספיים והערכת גורמי הסיכון של החברה, יש להקדיש זמן רב לבניית מפת הדרכים לתהליך הערכת השווי.

בטרם נדון בשלוש הגישות להערכת שווי של עסק, נדון תחילה בתהליך ההחלטות המספק כיוון לתהליך הערכת השווי. ההגדרות והקווים המנחים הבאים נועדו לשרת כמתווה, כאשר הפרטים ונוהלי הערכת השווי עשויים להשתנות בין איגודי מעריכי שווי שונים.

הגדרת השווי (Standard of Value)

בשעה שהכוח המניע הברור מאחורי הערכת שווי של עסק הינו קביעת שווי של עסק, הרי שהגדרת ה"שווי" איננה כה ברורה. שווי יכול להיות הרבה דברים. כך שלמטרת הערכת שווי של עסק, גובשו הגדרות שווי מסוימות. אחת מהבחירות הראשונות שיש לבחור כאשר ממפים הערכת שווי של עסק הינה קביעת הגדרת השווי הראויה עבור המצב הנידון.

הגדרות וקווים מנחים

כאשר ישנם כמה סוגים שונים של הגדרות שווי שמתוכם מעריכי שווי יכולים לבחור, הרי שחשוב לבחור את ההגדרה הנכונה בהתבסס על העובדות והנסיבות של ההתקשרות או הפרויקט.

שווי שוק הוגן (Fair Market Value) מוגדר על ידי החלטה מקדמית 59-60 (Revenue Ruling) של ה-IRS (רשות המס האמריקאית) כ-: "...המחיר שבו רכוש יחליף ידיים בין קונה מרצון ומוכר מרצון כאשר הראשון אינו תחת לחץ לקנות והאחרון אינו תחת לחץ למכור, ולשני הצדדים יש ידע סביר לגבי העובדות הרלוונטיות".

שווי הוגן (Fair Value), בהקשר הסטטוטרי של הגדרת השווי, מקובל על פי רוב בהערכת שווי זכויות של בעלי מניות מיעוט. לצורכי עניינים משפטיים בלבד, למדינות מסוימות יש חוקים העושים שימוש במונח שווי הוגן בעניינים של בעלי מניות ושותפים. לפיכך, לצורכי ענייני משפטיים בלבד, המונח עשוי להיות מוגדר על ידי חוק או פסיקה באיזור שיפוט מסוים. כך למשל, הגדרת השווי הוגן משתנה ממדינה למדינה בארה"ב ואין עמדת רוב ברורה ביחס לאלמנטים מסוימים של שווי הוגן. במדינות בארה"ב שאימצו את חוק ה-Model Business Corporation, ההגדרה של שווי הוגן פירושה "שוויין של מניות התאגיד הנקבע (א) מייד לפני ביצוע פעולת התאגיד שלה מתנדבים בעלי המניות, (ב) באמצעות מונחים וטכניקות מקובלים להערכת שווי..., ו- (ג) ללא ניכיון בגין היעדר סחירות או בגין אחזקת מיעוט...".

במקרה של דיווח כספי, המוסד לתקינה חשבונאית בינלאומית (IASB) החיל את תקן דיווח כספי בינלאומי מספר 13 (IFRS – Fair Value Measurement) המגדיר שווי הוגן "כמחיר שהיה מתקבל במכירת נכס או מחיר שהיה משולם להעברת התחייבות בעסקה רגילה בין משתתפים בשוק במועד המדידה". הגדרות השווי הוגן שלעיל עדיין פתוחות לדיון אינטנסיבי.

שווי השקעה (Investment Value) הינו השווי למשקיע ספציפי בהתבסס על דרישות וציפיות השקעה אינדבידואליות.

שווי פנקסני (Book Value) ביחס לפעילות עסקית כלשהי הינו ההפרש בין סך הנכסים (בניכוי פחת, הפחתות וירידות ערך מצטברים) וסך ההתחייבויות כפי שהם מופיעים במאזן (שם נרדף ל"הון העצמי המיוחס לבעלי המניות של החברה"). עבור נכס ספציפי כלשהו, השווי הפנקסני הינו עלותו המהווה בניכוי פחת והפחתות מצטברים כפי שהם משתקפים בספרי הפעילות העסקית.

שווי פנימי (Intrinsic Value) הינו השווי שמשקיע שוקל, בהתבסס על הערכה או עובדות זמינות, כשווי "הנכון" או "האמיתי" שיהפוך לשווי השוק כאשר משקיעים אחרים יגיעו לאותה מסקנה.

שווי עסק חי (Going Concern Value) הינו השווי של פעילות עסקית, אשר מצופה ממנה כי תמשיך לפעול בעתיד. אלמנט הנכסים הבלתי מוחשיים של שווי עסק חי נובע מגורמים כגון: כוח אדם מיומן, מפעל פעיל, רישיונות תקפים, מערכות פועלות ונוהלים תקינים.

שווי להנזלה (Liquidation Value) הינו הסכום נטו שיתקבל אם העסק יחוסל והנכסים ימכרו אחד-אחד. הנזלה יכולה שתהא "מרצון" ויכול שתהא "כפויה".

שווי שוק הוגן הינו הגדרת השווי המשמשת במרבית הערכות השווי של עסקים; הגדרת שווי זהו מניחה כי החברה המוערכת הינה עסק חי. שווי עסק חי ושווי להנזלה הינם מונחים שמתרחבים מעבר ל"הגדרת השווי" אל מה שנקרא "תפיסת השווי" (Premise of Value). תפיסת השווי הינה בחירה בין הערכת שווי החברה כיישום עסק חי או ככזו הניצבת בפני הנזלה. לעיתים, חברה

כלשהי עשויה להיות מוערכת תחת הנחת עסק חי רק על מנת לגלות שהעסק שווה יותר במידה ויונזל. זהו מידע שצריך להיות מצוין בדוח הערכת השווי, והוא הסיבה לכך מדוע הכרחי למצות את כל האפשרויות הסבירות כאשר מבצעים ניתוח על חברה.

זכות הבעלות

על מנת ליישם באופן מדויק את הנתונים והנוסחאות הנכונים בגישה להערכת השווי, על מעריך השווי לדעת מהי זכות הבעלות המוערכת. קיימים שני מונחים נפוצים ביותר המשמשים לתיאור זכות הבעלות והם "שליטה" ו-"מיעוט". לבעל השליטה בחברה יש את היכולת לנווט את ניהול ומדיניות החברה. זכות בעסק של למעלה מ-50 אחוז נחשבת לזכות שליטה. על פי רוב, בעלים שלו זכות שליטה יכול להשפיע על ההון העצמי והחוב של החברה כאחד. בעלות על פחות מ-50 אחוז בחברה נחשבת לזכות מיעוט ועל פי רוב איננה כוללת בחובה את היכולת לנווט את ניהול ומדיניות החברה.

מועד הערכת השווי

החלטה מקדמית 59-60 של ה-IRS שינתה את האופן שבו שוויים של עסקים מוערך ועל כן הינה אבן היסוד של תהליך הערכת השווי. החלטה מקדמית 59-60 של ה-IRS קובעת, בין היתר, כי תהליך הערכת השווי הינו צופה פני עתיד אך חייב שיתבסס על עובדות הזמינות נכון למועד הנדרש של הערכת השווי. חלק מיישמים זאת על פי לשון החוק ומשתמשים אך ורק בנתונים הזמינים נכון למועד הערכת השווי הרלוונטי. אחרים טוענים כי אירועים שארעו לאחר מועד הערכת השווי עשויים להיחשב כרלוונטים אם ניתן היה לחזות אותם ברמה סבירה במועד הערכת השווי.

גורמים בסיסיים

יש לשקול מספר גורמים רלוונטיים כאשר מעריכים עסק לפי שווי שוק הוגן – במיוחד כאשר מעריכים את שווי של תאגיד פרטי שלבעליו ישנן זכויות שליטה ושלמניותיו אין מחיר מצוטט בשוק פעיל. על פי החלטה מקדמית 59-60 של ה-IRS, ישנם שמונה גורמים שכאלה:

1. אופיו של העסק וההיסטוריה של הפעילות מאז הקמתה.
2. התחזית הכלכלית בכלל ומצבו של הענף הספציפי כמו גם התחזית לגביו בפרט.
3. השווי הפנקסני של המניה והתנאים הפיננסיים של העסק.
4. יכולת ייצור הרווחים של החברה.
5. יכולת חלוקת הדיבידנד של החברה.
6. האם לפעילות יש או אין מוניטין או נכסים בלתי מוחשיים.
7. מכירות של מניות וגודלה של תבילת המניות (block) המוערכת.
8. מחירי שוק של מניות תאגידים אשר עוסקים בקווי עסקים זהים או דומים ואשר מניותיהם נסחרות באופן פעיל בשוק חופשי ופתוח, בין אם בבורסה ובין אם בשוק שמעבר לדלפק (OTC).

משעה שכל ההכנות בוצעו – הגדרת ההשווי נבחרה וזכות הבעלות, מועד הערכת השווי והגורמים הבסיסיים טופלו – יש להחליט על גישת השווי. עבור כל אחת מהגישות, יש ליישם את שיטת החישוב המתאימה ביותר.

המשך במאמר הבא...



שווי פנימי – מעריכי שווי בלתי תלויים

משרד הייעוץ הכלכלי שווי פנימי מתמחה בביצוע הערכות שווי בלתי תלויות לתאגידים, פרויקטים, מגזרים, נכסים בלתי מוחשיים, מחירי העברה בין חברתיים, נכסים והתחייבויות המועברים בעסקאות עם בעלי עניין/שליטה ומבצע עבודות ייחוס עלויות רכישה (PPA) ותמחור מכשירי הון מורכבים, נגזרים משובצים, איגרות חוב להמרה ואופציות, ESOP ו-A409, יעוץ

לחשבונאות גידור ובדיקות אפקטיביות (Effectiveness Tests), זכויות והתחייבויות מותנות, ערבויות, נזיקין ובטוחות. הערכות השווי ניתנות לצרכי אמידת השווי ההוגן, בין היתר בהתאמה לתקני חשבונאות ישראליים, בין לאומיים (IFRS) ואמריקאים (US GAAP) לצרכי היערכות לקראת מיזוגים, רכישות ותהליכי מכירה, לצרכי רשויות המס השונות, כחווית דעת לצרכים משפטיים ומטרות חשבונאיות ועסקיות אחרות. בין לקוחות המשרד נמנים, בין היתר, חברות ציבוריות ופרטיות בישראל, משרדי רואי חשבון, משרדי ייעוץ כלכלי וגופים פיננסיים.

2 רועי פולניצר

רועי פולניצר הינו בעליו של משרד הייעוץ הכלכלי "שווי פנימי – מערכי שווי בלתי תלויים". מר פולניצר הינו בעל ניסיון רב בתחום הערכות השווי והאקטואריה הפיננסית, בין היתר, כמנהל סיכונים ומודליסט ראשי של ועדת השקעות באוניברסיטת בן גוריון, מנהל סיכונים וראש תחום שווי הוגן של חברת עגן יעוץ אקטוארי פיננסי ועסקי בע"מ, ראש תחום הערכות השווי במשרד רואי חשבון רוה-רביד (Russell Bedford ישראל) וכעוזר מחקר בתחום ניהול הסיכונים בבנקאות הישראלית של ה"ד"ר שילה ליפשיץ ז"ל.

מר פולניצר הינו מוסמך כמערך שווי מימון תאגידי (CFV), כמערך שווי מימון כמותי (QFV), כמודליסט פיננסי וכלכלי (FEM), אקטואר סיכוני שוק (MRA), באקטואר סיכוני אשראי (CRA), באקטואר סיכונים תפעוליים (ORA), באקטואר סיכוני השקעות (IRA), באקטואר סיכוני חיים (LRA) ובאקטואר סיכונים פנסיוניים (PRA) מטעם לשכת מערכי שווי והאקטוארים הפיננסיים בישראל (IAVFA) ומשמש גם כיו"ר ומנכ"ל הלשכה. כמו כן, מר פולניצר הינו מוסמך כמנהל סיכונים פיננסיים (FRM) מטעם האיגוד העולמי למומחי סיכונים (GARP) וכמנהל סיכונים מוסמך (CRM) על ידי האיגוד הישראלי למנהלי סיכונים (IARM), בעל תואר B.A בכלכלה ו-M.B.A במנהל עסקים עם התמחות במימון מאוניברסיטת בן גוריון ושימש כעוזר הוראה של ה"ד"ר שילה ליפשיץ ז"ל בקורסים במימון ובנקאות במוסדות אקדמיים שונים, מרצה בקורסים בנגזרות וניהול סיכונים במכללה האקדמית אחוזה, מרצה בקורסים בניתוח דוחות כספיים והערכת שווי במכללה האקדמית אשקלון וכמרצה בקורסים בניתוח ניירות ערך, מכשירים פיננסיים וניהול תיקים בקורס הכנה פרטי לבחינות הרשות לניירות ערך לרישיון מנהל תיקים בישראל.

K.O. Dekel & Co

משרד הייעוץ הכלכלי K.O. Dekel & Co הינו פירמה מובילה, בלתי תלויה, המתמחה בהערכות שווי חברות, בעריכת חוות דעת מומחה לבתי המשפט בישראל, במחקרים כלכליים ובדיקות כדאיות כלכלית, במתן שירותי ייעוץ כלכלי, עסקי ומימוני לחברות ישראליות ובינלאומיות, פרטיות וציבוריות, בוגרות וחברות הזנק ומשרדי ממשלה.



יוסי דקל הוא מערך שווי מטעם אשד רוזין תשואות יועצים. מר דקל הינו מוסמך במנהל עסקים MBA (בהצטיינות) ובוגר BA בסטטיסטיקה מטעם אוניברסיטת חיפה, מוסמך כמערך שווי מימון תאגידי (CFV), אקטואר סיכוני חיים (LRA) ובאקטואר סיכונים פנסיוניים (PRA) כולן מטעם לשכת מערכי שווי והאקטוארים הפיננסיים בישראל (IAVFA), מוסמך כחתם מורשה בביטוח חיים (CLU) מטעם American college והמכללה לביטוח בישראל, בוגר לימודי ביטוח (בהצטיינות) במגמה למפקחי רכישה בביטוח חיים מטעם המכללה לביטוח ובעל רישיון מטעם משרד האוצר לכל תחומי הביטוח. בנוסף, משמש מר דקל כמרצה בתחומים כלכליים שונים, חבר מערכת בכתב עת מדעי בתחום חקר ארגונים באוניברסיטת חיפה, יו"ר ועדת ביקורת בלשכת המסחר והתעשייה ויו"ר פורום בוועדת היגוי באוניברסיטת חיפה. את לימודיו בהערכות שווי רכש באוניברסיטת תל אביב ובאוניברסיטת בר אילן. מר דקל הינו בעליו של משרד הייעוץ הכלכלי K.O. Dekel & Co. בעל ניסיון רב בתחום הערכות השווי והייעוץ הכלכלי. כעיתונאי כלכלי פרסם טור קבוע במגזין הכלכלי Forbes (Isr.) בתחום הניהול ושוק ההון וכיהן כסמנכ"ל

ומנהל מחוז בחברת ביטוח ציבורית, סמנכ"ל בתאגיד בנקאי מוביל, מנכ"ל של מספר חברות בתחומי הטכנולוגיה והשירותים הרפואיים וכיו"ר דירקטוריון וחבר במספר דירקטוריונים.

Tags: אקטואריה הערכת שווי כלכלה פיננסים תשואה



מערכת סטטוס

תגובות

0 תגובות

0 תגובות

הוסף תגובה...

כתיבת תגובה

התגובה שלך

שם

להגיב