Intrinsic Value
Independent Business Appraisers

מבוא להערכות שווי, תיאוריית הערכות השווי ומבט כללי על גישות השווי.

תאריך: 01.01.2026.

Recognize.
Measure.
Present the Result.

Tel: 077.507.0590 ▶ Fax: 153.77.507.0590 ▶ www.intrinsicvalue.co.il ▶ polanitz5@gmail.com

Intrinsic Value
Independent Business Appraisers

מבוא להערכות שווי, תיאוריית הערכות השווי ומבט כללי על גישות השווי

מאת: רועי פולניצר

הערכת שווי כדרך חשיבה כלכלית

הערכת שווי היא תהליך מקצועי שנועד לגבש מסקנה בדבר שוויו של נכס, עסק או זכות, במועד מסוים ובהתאם למסגרת מוגדרת. מאחורי המסקנה עומדות שאלות על תועלות כלכליות, סיכונים, חלופות וזכויות. התוצאה המספרית חשובה, אך משמעותה תלויה בהבנת הדרך שבה התקבלה. מספר שאינו מלווה בהגדרה ובהנמקה עלול להיראות מדויק, גם כאשר הוא משיב על שאלה אחרת מזו שהתבקש מעריך השווי לבחון.

בעבודתי כמעריך שווי, אני רואה בהבנת העסק את נקודת המוצא לניתוח. לפני שבוחרים מכפיל או בונים תחזית, צריך להבין כיצד נוצרת הכנסה, מה מאפשר לחברה להרוויח ואילו משאבים דרושים להמשך פעילותה. הבנה זו מחברת בין התיאוריה הכלכלית לבין המציאות העסקית. בלעדיה, גם מודל מפורט עלול להסתכם בעיבוד מסודר של הנחות שלא נבחנו במידה מספקת.

הידע הבסיסי בתחום נועד לאפשר לקורא להבין מה מבקשת הערכת השווי למדוד, אילו גישות עומדות לרשות המעריך וכיצד בוחרים ביניהן. הוא מסייע גם להבחין בין שווי פעילות לשווי הון עצמי, בין בסיסי שווי שונים ובין זכויות בעלות שאינן זהות. הבחנות אלה נחוצות לבעלי חברות, למשקיעים ולמנהלים, וגם למי שמסתמך על חוות דעת במסגרת החלטה מקצועית.

מחיר, עלות ושווי

מחיר הוא הסכום שנקבע בעסקה מסוימת. עלות משקפת את המשאבים שהושקעו

ברכישת נכס, בהקמתו או בפיתוחו. שווי הוא מסקנה כלכלית הנגזרת מבסיס השווי וממועד ההערכה. שלושת המושגים עשויים להיות קשורים, אך אין ביניהם זהות הכרחית. חברה יכולה להשקיע סכומים ניכרים במוצר שלא ימצא לקוחות, או לפתח בעלות נמוכה ידע שמעניק לה יתרון עסקי משמעותי.

גם מחיר ששולם בעסקה אינו מסביר לבדו את שווי הנכס. הוא עשוי לשקף את תנאי המימון, את עוצמת המשא ומתן, את הדחיפות של אחד הצדדים או תועלות מיוחדות לרוכש. מחיר עסקה הוא נתון חשוב שיש לנתח, ולא מסקנה שיש להעתיק. כדי להשתמש בו בהערכה אחרת, צריך להבין מה נרכש, באילו תנאים ואילו נסיבות השפיעו על התמורה.

נניח ששתי חברות מתעניינות ברכישת אותו עסק. לאחת מהן מערך הפצה שיכול להגדיל במהירות את מכירותיו, ואילו האחרת תידרש להקים מערך כזה. נכונותן לשלם עשויה להיות שונה, אף שהעסק הנרכש זהה. הדוגמה ממחישה מדוע יש להבחין בין התועלות הזמינות למשתתפים בשוק לבין יתרונות ייחודיים לצד מסוים, ולברר אילו מהם רלוונטיים למשימת ההערכה.

מה בדיוק מעריכים?

המונח שווי חברה משמש לעיתים לתיאור גדלים שונים. שווי הפעילות מתייחס לפעילות העסקית במסגרת הגדרת החישוב, בעוד ששווי ההון העצמי מתייחס לזכויות בעלי המניות לאחר התחשבות בהתחייבויות ובפריטים הרלוונטיים. שווי החזקה מסוימת עשוי לדרוש בחינה נוספת של זכויותיה. לכן יש לזהות מראש אם העבודה עוסקת בפעילות, בכלל המניות, בחלק מהן או בנכס מסוים שבבעלות החברה.

בסיס השווי מגדיר את נקודת המבט הכלכלית של המדידה. שווי שוק מתייחס למסגרת של עסקה בין משתתפי שוק בהתאם להגדרתו הרלוונטית. שווי השקעה עשוי להתייחס לתועלות עבור בעלים או משקיע מסוים. גם למונח שווי הוגן יש משמעות התלויה

Tel: 077.507.0590 ▶ Fax: 153.77.507.0590 ▶ www.intrinsicvalue.co.il ▶ polanitz5@gmail.com

מסגרת שבה הוא משמש. אין להניח שמונחים דומים מחייבים תמיד אותן הנחות או מוליכים בהכרח לאותה מסקנה.

למועד ההערכה יש חשיבות עצמאית. שינויים בריבית, בביקוש, בתחרות ובמידע על החברה יכולים לשנות את השווי גם בלי שהתרחשה עסקה. הערכה מתייחסת לנסיבות ולמידע הרלוונטיים למועד שנקבע. כאשר בוחנים מועד היסטורי, נדרש להבחין בין מידע המשקף תנאים שכבר התקיימו אז לבין התפתחויות מאוחרות. ידיעת התוצאה בדיעבד אינה הופכת אותה לציפייה שהייתה סבירה קודם לכן.

הנחת המשך הפעילות

לצד בסיס השווי יש להגדיר את הנחת השימוש בנכס או את אופן המשך פעילות העסק. עסק המוערך כפעילות נמשכת נבחן מתוך הנחה שמרכיביו ימשיכו לפעול יחד. לעומת זאת, מכירה נפרדת של נכסים עשויה להניב תוצאה אחרת, במיוחד כאשר חלק מהערך תלוי בשילוב שבין עובדים, לקוחות, מערכות ומוניטין. יש לברר איזו הנחה מתאימה לנסיבות ולמסגרת ההערכה.

גם כאשר בוחנים מימוש נכסים, יש חשיבות לזמן העומד לרשות המוכר, להוצאות המכירה ולהתחייבויות הכרוכות בסיום הפעילות. אין להסיק שכל מכירה בנפרד היא מכירה כפויה, או שכל פעילות מפסידה צריכה להיבחן בהנחת פירוק. הבחירה מחייבת בחינה של החלופות ושל ההנחות המותרות במסגרת המשימה. היא עשויה להשפיע על שיטת ההערכה ועל משמעות התוצאה.

עקרון הציפייה לתועלות עתידיות

אחד היסודות של תיאוריית הערכות השווי הוא שהערך הכלכלי קשור לתועלות שניתן לצפות מהנכס. בעסק פעיל, תועלות אלה מתבטאות בדרך כלל ביכולת להפיק מזומנים בעתיד. נכס עשוי לתרום גם באמצעות חיסכון בעלויות, צמצום סיכון או תמיכה בנכסים אחרים. השאלה אינה רק מה נעשה בעבר, אלא כיצד המידע הקיים מסייע להבין את יכולת ההפקה בהמשך.

Tel: 077.507.0590 ▶ Fax: 153.77.507.0590 ▶ www.intrinsicvalue.co.il ▶ polanitz5@gmail.com

נתוני העבר חשובים משום שהם מלמדים על ביצועים, מחזוריות, התנהגות לקוחות וצריכת משאבים. אולם רווח היסטורי אינו מבטיח רווח עתידי. ייתכן שהוא נבע מחוזה שעומד להסתיים, מתנאי שוק זמניים או מהשקעה שטרם נדרשה לחידוש. מנגד, הפסד בתקופת פיתוח אינו מוכיח שהעסק חסר ערך. מעריך השווי צריך לבחון את הקשר בין ההיסטוריה לבין הציפיות המבוססות לעתיד.

זמן, סיכון ועלות אלטרנטיבית

התועלות הצפויות אינן נבחנות רק לפי סכומן. גם מועד קבלתן משפיע על ערכן, משום שכסף זמין מאפשר שימוש והשקעה כבר בהווה. היוון הוא הדרך לתרגם תועלות עתידיות לערך במועד הנבחן. בחירת שיעור ההיוון נשענת, בין היתר, על התשואה הנדרשת ביחס לחלופות בעלות מאפיינים מתאימים. זהו ביטוי לעלות האלטרנטיבית של הקצאת ההון לנכס.

לסיכון יש כמה ביטויים: היקף התקבולים עשוי להשתנות, מועד קבלתם עשוי להידחות, ולעיתים חלקם לא יתקבל כלל. ניתן לייצג אי־ודאות באמצעות תרחישים, הסתברויות והנחות אחרות המתאימות לשיטה. חשוב לשמור על עקביות בין התזרים לבין שיעור ההיוון. אותו סיכון אינו צריך להיכלל שוב ושוב בלי הצדקה, רק משום שאפשר להכניסו לכמה מקומות במודל.

עקרון התחלופה והתחרות

עקרון התחלופה מבוסס על כך שרוכש בוחן חלופות להשגת תועלת דומה. מחירי נכסים דומים ועלות יצירת תחליף מספקים אפוא מידע חשוב על השווי. עם זאת, הדמיון צריך להיות כלכלי ולא חיצוני בלבד. חלופה הנחותה באיכותה, כרוכה בסיכון גבוה יותר או זמינה רק בעוד שנים אינה שקולה בהכרח לנכס שניתן להשתמש בו באופן מיידי.

התחרות משפיעה גם על היכולת לשמר רווחיות לאורך זמן. תשואות גבוהות עשויות למשוך מתחרים, ואילו חסמי כניסה, ידע ייחודי וקשרי לקוחות יכולים לסייע בהגנה על היתרון. לכן תחזית מקצועית אינה מניחה אוטומטית שהצלחה נוכחית תימשך ללא שינוי.

Tel: 077.507.0590 ▶ Fax: 153.77.507.0590 ▶ www.intrinsicvalue.co.il ▶ polanitz5@gmail.com

היא בוחנת מה מאפשר את הרווחיות, כמה זמן היתרון עשוי להחזיק ומה נדרש להשקיע כדי לשמרו.

צמיחה, רווחיות והשקעה

צמיחה היא אחד הגורמים בתחזיות עסקיות, אך עלייה במכירות אינה מבטיחה עלייה בשווי. כדי לצמוח, חברה עשויה להזדקק לציוד, לעובדים, למלאי ולאשראי ללקוחות. המשמעות היא שחלק מהתקבולים העתידיים יידרש למימון ההתרחבות. לכן יש לבחון יחד את קצב הצמיחה, את הרווחיות ואת ההשקעה הנדרשת, ולהבין איזו תועלת נותרת לבעלי ההון לאחר מימון הפעילות.

מבחינה כלכלית, השקעה יוצרת ערך כאשר התועלת הצפויה ממנה מצדיקה את ההון שהוקצה לה ואת הסיכון הכרוך בה. עסק שמגדיל את היקף פעילותו באמצעות השקעות בעלות תשואה נמוכה מהתשואה הנדרשת עלול לפגוע בערכו. לעומתו, עסק שצומח במתינות אך משתמש בהונו ביעילות עשוי ליצור ערך. זוהי הסיבה לכך שתחזית צמיחה צריכה לכלול הסבר כלכלי, ולא רק שיעור גידול המוחל על נתוני השנה האחרונה.

מחוללי השווי ומידת השליטה בהם

מחוללי השווי הם הגורמים המאפשרים לעסק ליצור תועלות כלכליות. הם יכולים לכלול טכנולוגיה, מותג, רישיון, מיקום, מערך שירות או צוות מקצועי. זיהוים מסייע להבין מדוע לקוחות בוחרים בחברה וכיצד היא מתרגמת את הבחירה להכנסה ולרווח. חשוב להבחין בין עצם קיומו של גורם חיובי לבין היכולת להפיק ממנו תועלת לאורך זמן ובתנאים תחרותיים.

נדרשת גם בחינה של מידת השליטה במחולל השווי. פעילות התלויה במנהל יחיד שונה מפעילות הנשענת על מערכות, ידע מתועד וצוות רחב. קשר לקוח המבוסס על הסכם ארוך טווח שונה מקשר שניתן לסיים מיידית. ההבדלים צריכים לקבל ביטוי בהנחות ההערכה, כגון שיעורי שימור, עלויות, השקעות וסיכונים, תוך הימנעות מהסתפקות בתיאור כללי שאינו משפיע על הניתוח.

Tel: 077.507.0590 ▶ Fax: 153.77.507.0590 ▶ www.intrinsicvalue.co.il ▶ polanitz5@gmail.com

בין גישה לשיטה

גישה להערכת שווי מבטאת היגיון כלכלי רחב, ואילו שיטה היא דרך מסוימת ליישמו. גישת ההכנסות בוחנת תועלות עתידיות; גישת השוק משתמשת בנתוני מחירים והשוואות; וגישת העלות בוחנת את המשאבים הדרושים ליצירת תחליף בעל תועלת דומה. בהערכת תאגידים נעשה שימוש גם בגישה המבוססת על נכסים, המשלבת הערכה של נכסים והתחייבויות לצורך גיבוש שווי ההון.

הבחנה זו מאפשרת להבין מדוע שתי הערכות המשתמשות באותה גישה עשויות להישען על שיטות והנחות שונות. השוואה לחברות ציבוריות והשוואה לעסקאות הן שתיהן יישומים של גישת השוק, אך נתוניהן אינם זהים. גם בגישת ההכנסות יש דרכים שונות לייצג את התועלות. בחירת השיטה מחייבת התאמה למאפייני הנכס, למטרת העבודה ולמידע הזמין.

גישת ההכנסות

בגישת ההכנסות השווי נגזר מהתועלות הכלכליות הצפויות ומהאופן שבו מתרגמים אותן לערך נוכחי. שיטת היוון תזרימי המזומנים היא יישום מרכזי שלה. בניית התחזית מחייבת התייחסות להכנסות, להוצאות, למסים, להשקעות ולצורכי הון חוזר. חברה צומחת עשויה להציג רווח חשבונאי ובמקביל להזדקק למימון משמעותי. לכן אין לזהות באופן אוטומטי בין רווח לבין מזומן הזמין לבעלי הזכויות.

יתרונה של הגישה הוא ביכולת לקשור את ההערכה למאפייני העסק ולציפיות לגביו. מגבלתה היא הרגישות להנחות, במיוחד כאשר העתיד רחוק או בלתי ודאי. תחזית מפורטת אינה מבטיחה מהימנות אם ההנחות אינן מבוססות. נדרש לבחון את ההיגיון העסקי, את המשאבים הדרושים ואת יכולת המימוש, ולהציג כיצד שינוי בהנחות המרכזיות משפיע על התוצאה.

גישת השוק

גישת השוק נשענת על מידע בדבר מחירים של חברות, נכסים או זכויות דומים. היא

גישת השוק נשענת על מידע בדבר מחירים של חברות, נכסים או זכויות דומים. היא מאפשרת לבחון כיצד משתתפים בשוק מתמחרים מאפיינים כלכליים, ולהשתמש במידע כאינדיקציה לשווי. בהערכת חברות מקובל לגזור מכפילים ממחירי מניות או מעסקאות. אולם המכפיל אינו מספר עצמאי: הוא משקף שילוב של ציפיות לצמיחה, רווחיות, סיכון וצריכת הון, לצד תנאי העסקה והמדידה.

כדי ליישם את הגישה נדרשת השוואה מהותית. חברות באותו ענף עשויות להיבדל במודל העסקי, בפיזור הלקוחות, במינוף וביתרון התחרותי. מחיר רכישה עשוי לכלול סינרגיות או תמורה מותנית שאינן רלוונטיות לחברה הנבחנת. כללי אצבע ענפיים יכולים לסייע בבדיקת סבירות, אך כוחם תלוי בהתאמתם למקרה. הם אינם פוטרים מבירור ההנחות והנסיבות שמהן נגזרו.

גישת העלות והגישה המבוססת על נכסים

גישת העלות בוחנת את העלות הנוכחית ליצירת תחליף בעל תועלת דומה, תוך התחשבות בבלאי ובהתיישנות. היא אינה מסתפקת בסכום שנרשם בספרים או בהוצאה ההיסטורית. ייתכן שטכנולוגיה חדשה מאפשרת להשיג אותה תועלת בעלות נמוכה יותר, או שהביקוש לשירות שהנכס מספק פחת. בהתאם לכך, הקשר בין עלות לבין שווי מחייב בחינה של התועלת הכלכלית שנותרה.

בגישה המבוססת על נכסים מעריכים את רכיבי הנכסים וההתחייבויות ומגבשים את השווי הנותר לבעלי ההון. היא עשויה להיות שימושית במיוחד בחברות החזקה או במקרים שבהם הנכסים המזוהים הם מוקד הערך. אין פירוש הדבר שכל הנכסים מוערכים דווקא בגישת העלות. להערכת כל רכיב אפשר לבחור גישה מתאימה, ולאחר מכן לבחון את ההרכב הכולל ואת ההתאמות הנדרשות.

בחירת הגישה לפי מאפייני העסק

תחום הפעילות משפיע על בחירת הגישה, אך אינו הקריטריון היחיד. יש לבחון את שלב ההתפתחות, יציבות הפעילות, איכות התחזיות, זמינות ההשוואות והרכב הנכסים. חברה

Tel: 077.507.0590 ▶ Fax: 153.77.507.0590 ▶ www.intrinsicvalue.co.il ▶ polanitz5@gmail.com

בעלת הכנסות חוזרות מאפשרת ניתוח שונה מעסק התלוי בפרויקטים בודדים. בחברת הזנק, אי־הוודאות עשויה להצדיק שימוש בתרחישים; בחברת החזקות, הערכת רכיבי התיק עשויה לספק בסיס ישיר יותר להבנת השווי.

גם בחירה בכמה גישות אינה מחייבת ממוצע חשבוני של תוצאותיהן. לכל תוצאה יש לבחון את איכות הנתונים ואת התאמת השיטה. פער בין הגישות עשוי ללמד על תחזית שאינה עקבית עם השוק, על קבוצת השוואה חלשה או על נכסים שלא קיבלו ביטוי מספק. בירור הפער הוא חלק מהעבודה המקצועית, ומשקלו חשוב יותר מעצם הצגתן של כמה תוצאות.

רמות השווי והזכויות המוערכות

בסיס השווי ורמת השווי הם מושגים נבדלים. בסיס השווי מגדיר את מסגרת המדידה, ואילו רמת השווי מתייחסת, בין היתר, למאפייני השליטה והסחירות של הזכות הנבחנת. החזקה המאפשרת להשפיע על ניהול החברה אינה זהה בהכרח להחזקה נטולת השפעה. זכות הניתנת למכירה בשוק פעיל שונה מזכות שהעברתה מוגבלת. ההבדלים מחייבים ניתוח של הזכויות בפועל.

אין לגזור התאמה אוטומטית רק מהכותרת שליטה או מיעוט. צריך להבין אילו יכולות כלכליות נלוות להחזקה, מה משתקף כבר בתזרים או במחירי ההשוואה, והאם קיימת הצדקה להתאמה נוספת. כך גם לגבי סחירות: יש לזהות את המגבלה ואת השלכותיה. שימוש בפרמיות ובהפחתות ללא בדיקה עלול ליצור כפל חישוב ולהרחיק את המסקנה מהזכות המוערכת.

מסגרת מקצועית ושקיפות

סטנדרטים מקצועיים מסייעים להגדיר את מרכיבי העבודה, את אופן הצגת ההנחות ואת המידע הדרוש להבנת המסקנה. חשיבותם אינה בכך שהם מחליפים שיקול דעת, אלא בכך שהם מאפשרים לקורא לבחון כיצד הופעל. הצגת מקורות המידע, גבולות הבדיקה והנימוקים לבחירת השיטה תומכת ביכולת לבקר את ההערכה ולהשתמש בה באופן

Tel: 077.507.0590 ▶ Fax: 153.77.507.0590 ▶ www.intrinsicvalue.co.il ▶ polanitz5@gmail.com

מושכל.

שקיפות מחייבת גם להבחין בין עובדה, הנחת הנהלה ושיקול דעת של המעריך. כאשר תחזית נשענת על כניסה לשוק חדש, למשל, יש להבהיר מה כבר הושג ומה עדיין צפוי. כך ניתן להבין אילו חלקים במסקנה מבוססים על פעילות קיימת ואילו תלויים בהצלחת צעדים עתידיים.

מהתיאוריה למסקנה מקצועית

תיאוריית הערכות השווי מספקת מסגרת לחשיבה, אך יישומה מחייב נתונים, הבנה עסקית ושיקול דעת עצמאי. חוות דעת טובה מגדירה את המשימה, מסבירה את בחירת הגישות ומחברת בין ההנחות למסקנה. היא מציגה גם את מגבלות המידע ואת הרגישות להנחות המרכזיות. כך יכול הקורא להבין מה מבטא השווי, אילו תנאים עומדים בבסיסו וכיצד להשתמש בו בהחלטה שלשמה נערכה ההערכה.

Tel: 077.507.0590 ▶ Fax: 153.77.507.0590 ▶ www.intrinsicvalue.co.il ▶ polanitz5@gmail.com

Intrinsic Value
Independent Business Appraisers

אודות כותב המאמר: האקטואר רועי פולניצר



האקטואר רועי פולניצר הוא הבעלים והאקטואר הראשי מעריך השווי הראשי של פירמת הערכות השווי והייעוץ האקטוארי "שווי פנימי – מעריכי שווי בלתי תלויים", המתמחה במימון, הערכות שווי, אקטואריה, אופציות, ניהול סיכונים והנדסה פיננסית. הוא מונה בידי יחידת המומחים של הנהלת בתי המשפט לשמש מומחה מטעם בתי המשפט בתחומי ההתמחות: אקטואריה וכלכלה.

האקטואר פולניצר מונה בידי סגן ראש הממשלה ושר המשפטים כחבר בוועדות לבחירת אקטוארים וכלכלנים מטעם בתי המשפט ובעבר עמד בראש הוועדה לקביעת מדיניות הערכות שווי עבור עובדי רשות המסים בישראל ("וועדת פולניצר") וייסד וכיהן כנשיא האיגוד הישראלי לאקטוארים (AIA). כיום הוא מייסד ונשיא לשכת מעריכי השווי והאקטוארים הפיננסיים בישראל (IAVFA).

האקטואר פולניצר בעל תואר ראשון (B.A.) בכלכלה ותואר שני (M.B.A.) במנהל עסקים, שניהם בהתמחות בהערכות שווי ואקטואריה ובהצטיינות מאוניברסיטת בן־גוריון בנגב. הוא אקטואר מוסמך וחבר מלא (Fellow) בלשכת מעריכי השווי והאקטוארים הפיננסיים בישראל (FILAVFA), באיגוד הישראלי לאקטוארים (FAILA), באיגוד העולמי לאקטוארים (FRM) וכן מעריך שווי תאגידים ונכסים בלתי מחושיים מוסמך (CFV) ומעריך שווי נגזרים ומכשירים פיננסיים מורכבים מוסמך (QFV). בנוסף, הוא נמנה עם מקימי התוכנית ללימודי תעודה באקטואריה וניהול סיכונים באוניברסיטת בן-גוריון בנגב.

האקטואר פולניצר ייעץ לרשות המסים בישראל, לבנקים, לחברות ביטוח ולחברות ציבוריות ופרטיות, בארץ ובחו"ל. בנוסף, הוא מחבר הספרים "המדריך למעריכי שווי תאגידים" (2025) ו"המדריך לאקטוארים של ביטוח חיים" (2025), ופרסם למעל לאלף מאמרים מקצועיים בתחומי הערכות השווי והאקטואריה, בין היתר ב"סטטוס, "ביטוח ופיננסים", "רבעון לבנקאות", ובפרסומי מכון יוסף קסירר למחקר בחשבונאות.

בנוסף, האקטואר פולניצר עבר בהצלחה את כל שלבי המיון הן לתפקיד האקטואר הראשי ברשות שוק ההון, ביטוח וחיסכון והן לתפקיד מנהל תחום הערכות שווי ושינויי מבנה ברשות המסים. בנוסף, הוא התמודד על תפקיד המפקח על הבנקים בבנק ישראל.