

טעויות נפוצות בקביעת המשקל היחסי הנורמטיבי של חוב החברה בעת חישוב מחיר ההון המשוקלל



מערך השווי רועי פולניצר מסביר מהן הטעויות הנפוצות בקביעת משקל החוב בעת חישוב מחיר ההון המשוקלל (WACC) וכיצד הן משפיעות על שווי ההון העצמי של חברה.

"שווי פנימי" הוא השווי הנקבע במסגרת הערכת שווי תוך שימוש במודלים מימוניים ובשילוב נתוני שוק והנחות יסוד מסוימות. כאשר לפנינו לפנינו חברה פרטית שמנייתה לא נסחרת, השווי המאזני של ההון העצמי שלה, נקבע כשווי שיווי (Residual Value), ערך שארית), הווה אומר, כהפרש שבין סך שוויים המאזני של הנכסים והתחייבויות החברה, כאשר ערכים אלו נאמדו בשיטת העלות ההיסטורית ואינם מתואמים לשווי שוק או לשווי הפנימי. אילו השווי המאזני של ההון העצמי של חברה פרטית היה משקף את שווי השוק שלה, לא היה כל צורך בביצוע הערכת שווי לחברה הפרטית, וניתן היה לאמץ את השווי המאזני כביטוי לשווי הפנימי של החברה.

עצם ביצוע הערכת שווי לחברה פרטית, שאין ציטוט למחירי המניות שלה, מלמד כי מזמיני הערכת השווי סבורים כי השווי המאזני של החברה שונה מהשווי הפנימי של ההון העצמי שלה שהיה מתקבל מהערכת שווי. אם כך הם פני הדברים, לא ניתן עוד להשתמש בשווי המאזני של ההון העצמי של החברה לצורך קביעת מחיר ההון המשוקלל שלה. וגם כאן, המשקל שניתן להון העצמי בקביעת מחיר ההון המשוקלל של החברה, חייב לשקף, איפוא, את השווי הפנימי שאותו מבקש מעריך השווי לאמוד.

שימוש במשקולות לפי שווי מאזני

שחקנים רבים בשוק הערכות השווי לבתי משפט (לרוב מדובר ברואי חשבון) בוחרים לאחרונה לחשב את מחיר ההון המשוקלל של חברה באמצעות משקולות מבוססות-שווי מאזני. בכל ספר לימוד במימון ובחשבונאות כתוב שאת מחיר ההון המשוקלל יש לחשב לפי שווי השוק ולא על פי שווי מאזני. כרגיל, רואי החשבון אינם נותנים לספרי המימון ולפרקטיקות מיטביות בתחום הערכות השווי לבלבל אותם.

לפיכך, חישוב מחיר ההון המשוקלל של חברה באמצעות משקולות מבוססות-שווי מאזני אינו חישוב תקין. כדי לעמוד על הכשל הפנימי בחישוב מחיר ההון המשוקלל של חברה באמצעות משקולות מבוססות-שווי מאזני יש להשוות את מבנה ההון הא-פריורי שלפני חוב מחיר ההון המשוקלל (קר), את שיעור המינוף המאזני המחושב כיחס שבין השווי המאזני של חוב החברה לבין סך הצברם של השווי המאזני של ההון העצמי של החברה והשווי המאזני

שווי החברה (בהנחה שיתר המשתנים נשארים ללא שינוי) יהיה נמוך יותר, ולהיפך.

משעה שמעריך השווי סיים לגבש אומדנים אמפיריים הן למחיר ההון העצמי הנורמטיבי של החברה (לרוב על פי מודל ה-Modified CAPM או על בסיס מודל ה-Build-Up Method) ולמחיר החוב הנורמטיבי של החברה (לרוב על פי מודלים של Altman או על בסיס מודל KMV) ניצב בפני המומחה קושי נוסף. לא, לא מדובר במציאת אומדן אמפירי לשיעור המס התאגידי הסטטוטורי השולי הנורמטיבי לטווח ארוך אשר חל על החברה, אלא בגיבוש אומדנים אמפיריים למשקולות היחסיים.

הקושי שבגיבוש אומדנים אמפיריים למשקולות היחסיים הנורמטיביים, כמוגדר לעיל, נעוץ בעובדה שעליהם לשקף את "שווי השוק" הן של ההון העצמי והן של החוב, ולא את שוויים המאזני (קר), ערכם הפנסוני בספרי החברה). מקובל להניח כי שווי המאזני של החוב בספרי החברה, מהווה קירוב לאומדן סביר לשווי השוק של החוב. לאמור- על פי רוב לא יהיה פער מהותי בין שווי השוק של החוב לבין שווי המאזני. אין זה הדין לגבי שווי המאזני של ההון העצמי.

עיקר הקושי הוא בהגדרה והבנה של המושג "שווי השוק" של ההון העצמי. לכאורה, כאשר לפנינו חברה ציבורית שמנייתה נסחרת, "שווי השוק" הוא השווי הנקבע בבורסה לפי המחיר המצוטט של מניות החברה. אולם אם כך היו פני הדברים, לא היה כל צורך בביצוע הערכת שווי לחברה הציבורית, וניתן היה לאמץ את שווי השוק כביטוי לשווי הפנימי של החברה (Intrinsic Value), השווי המשתקף מתזרימי המזומנים הצפויים שלה מהוונים בשיעור היוון סביר).

עצם ביצוע הערכת שווי לחברה ציבורית, שיש ציטוט למחירי המניות שלה, מלמד כי מזמיני הערכת השווי סבורים כי השווי הפנימי של החברה שונה משווי השוק של ההון העצמי שלה בבורסה. אם כך הם פני הדברים, לא ניתן עוד להשתמש בשווי השוק של ההון העצמי של החברה לצורך קביעת מחיר ההון המשוקלל שלה. המשקל שניתן להון העצמי בקביעת מחיר ההון המשוקלל של החברה, חייב לשקף, איפוא, את השווי הפנימי שאותו מבקש מעריך השווי לאמוד.

אחד הגורמים הקריטיים ביותר בהערכת שווי חברה בשיטת ה-DCF הינו גורם ההיוון. במסגרת שיטת ה-DCF שווי ההון העצמי של חברה (שווי אותו נכנה: "שווי חברה") נקבע כערכם הנוכחי של הזרמים העתידיים (קר), זרם התקבולים העתידי נטו הפנוי לבעלי החוב ולבעלי ההון העצמי כאחד) המהוונים באמצעות גורם היוון מתאים. **הערה אינפורמטיבית: במאמר זה "חוב" מוגדר כסך החוב נושא הריבית של החברה (הן החוב לזמן קצר והן החוב לטווח ארוך). החוב הינו חוב פיננסי בלבד והוא אינו כולל חובות תפעוליים כאלה ואחרים.**

לגורם ההיוון האמור מעריכי שווי קוראים מחיר ההון המשוקלל של החברה. למה משוקלל? כי הוא מחושב כממוצע משוקלל של מקורות המימון לפעילות החברה: הון עצמי וחוב. **הערה אינפורמטיבית: שווי הפעילות (Enterprise Value) כולל את שווי החוב ושווי ההון העצמי.**

במילים אחרות, מחיר ההון המשוקלל של חברה משקלל את מחיר ההון העצמי הנורמטיבי של החברה (קר), שיעור התשואה הנדרש על ידי משקיעים היפותטיים בעבור השקעתם במניות של החברה) ואת מחיר החוב הנורמטיבי של החברה (קרי, שיעור התשואה הנדרש על ידי משקיעים היפותטיים בעבור השקעתם בחוב של החברה) לאחר מס (כידוע, לפי מודל מודליאני-מילר, בעולם עם מיסים, יש יתרון לחברה שעושה שימוש בחוב, במינוף סביר, עקב "מגן המס" וזאת ללא קשר ליעוד החוב בעיני החברה) באמצעות משקולות יחסיים נורמטיביים (שיעור שווי ההון העצמי מסך שווי פעילות החברה ושיעור שווי החוב מסך שווי פעילות החברה, בהתאמה). **הערה אינפורמטיבית: במאמר זה "נורמטיבי" מוגדר כאומדן ראוי ומייצג לטווח ארוך.**

משעה שהסברתי מהו מחיר ההון המשוקלל של חברה, כעת נעבור לדבר על השפעתו של גורם זה על שווי החברה. שווי חברה הוא פונקציה יורדת של מחיר ההון המשוקלל שלה. לאמור- מחיר ההון המשוקלל של חברה פועל על שווי החברה ביחס הפוך. לאמור- ככל שמחיר ההון המשוקלל של חברה גבוה יותר כך

למשקל היחסי הנורמטיבי של חוב החברה בשיעור שווי ההון העצמי מסך שווי פעילות החברה (80%) במקום בשיעור המינוף הכלכלי (20%). אוקי אז שגה מכין העבודה, מהי השפעת אותה טעות?

אז עבור משקל יחסי נורמטיבי של חוב של 20% נקבל שמחיר ההון המשוקלל של החברה הינו כ- 31.23%. זרמי מזומנים חזויים אלה מהוונים למועד ההערכה על מחיר הון משוקלל של כ- 31.23%. נותנים שווי פעילות של כ- 592,176 ₪ ובתוספת יתרות מזומן, שווי מזומן והשקעות נזילות בסך של כ- 239,086 ₪ נקבל שהשווי החברה נאמד בכ- 831,262 ₪.

זה כבר סיפור אחר לגמרי. ניתן לראות שפעם נוספת שווי החברה נחתך בכמעט 70%. כלומר, הבלבול במשקולות (בין אם כתוצאה מרשלנות ובין אם כתוצאה מזדון) יצר מצב שבמקום שצד שותף א' ישלם לשותף ב', במסגרת הליך משפטי (סכסוך בין שותפים), רק 50% מ- 831,262 ₪ (מדובר על שני שותפים המחזיקים כל אחד ב- 50% ממניות החברה והוחלט ששותף א' קונה את כל מניותיו של שותף ב' שיוצא מהחברה), הרי שבגלל "טעות סופר" מצד מכין העבודה שותף א' חויב לשלם לשותף ב' 50% מ- 2,720,948 ₪. מהותי? אתם תחליטו.

לסיכום, אינני יודע האם מדובר ברואי חשבון רשלנים הנוטים לטעות חדשות לבקרים או שמא מדובר ברואי חשבון הפועלים מזדון תמורת מעטפות, מעורכי דין. בגיל 42, אינני פוסל אף אחת מהאפשרויות הללו. אני תקווה שמאמר זה יעזור לאלו שרוצים להבין מהי השפעתן של טעויות נפוצות בקביעת המשקל היחסי הנורמטיבי של חוב בעת חישוב מחיר ההון המשוקלל של החברה על שווי ההון העצמי שלה.

הכותב הינו הבעלים ומעריך השווי הראשי של "שווי פנימי", משנת 2010. משנת 2004 עורך הערכות שווי כלכליות של תאגידים, ונכסים בלתי מוחשיים, יועץ לחברות ציבוריות ומתמנה ע"י בתי משפט ובתי דין ככלכלן וכמעריך שווי מוסמך.

הנושאים בהם הכותב עוסק: הערכת שווי תאגידים, הערכת שווי מגזרים, ייחוס עלויות רכישה (PPA), בדיקות Impairment למוניטין, הערכת שווי נכסים טכנולוגיים בלתי מוחשיים והערכת שווי מכשירי הון מורכבים, מניות ואופציות (לרבות ESOP ו-409A).

הכותב הוא יו"ר ומייסד לשכת השווי והאקטוארים הפיננסיים בישראל ובעל הסמכת מעריך שווי מימון תאגידי (CFV). בנוסף, שימש כיו"ר הוועדה לקביעת מדיניות הערכות שווי עבור עובדי רשות המסים בישראל ("וועדת פולניצר").

למועד ההערכה, במחיר הון משוקלל של כ- 22.23% מתקבל שווי פעילות של כ- 853,583 ₪ ובניכוי חוב (כמוגדר לעיל) בסך של כ- 246,259 ₪ נקבל ששווי החברה נאמד בכ- 607,324 ₪.

זה כבר סיפור אחר. ניתן לראות ששווי החברה נחתך בכמעט 70%. כלומר, שימוש באומד (לא באומדן) לא נכון עבור המשקל היחסי הנורמטיבי של החוב (בין אם כתוצאה מרשלנות ובין אם כתוצאה מזדון) יצר מצב שבמקום שמתגרש מסוים ישלם לבת זוגו לשעבר, במסגרת הליך משפטי (איזון משאבים בין בני זוג עקב הליך גירושין), רק 25% מכ- 607,324 ₪ (מדובר במתגרש המחזיק נכון למועד הקרע ב- 50% ממניות החברה והלא על פי הלכת השינוף לאישתו מגיע מחצית משווי מניותיו בחברה), הרי שבגלל "טעות סופר" מצד מכין העבודה אותו מתגרש חויב לשלם לבת זוגו לשעבר 25% מכ- 1,949,553 ₪. מהותי? אתם תשפטו. הערה

בלבול במשקולות חוב והון

לא אחת נשאלתי על סמך ניסיוני רב השנים כמעריך שווי חברות ופעילויות, מהו המשקל היחסי הנורמטיבי של חוב המקובל הן בקרב חברות בישראל והן בקרב חברות בארה"ב? התשובה הקצרה: תלוי בענף. התשובה הארוכה: אם נמצע מעל 94 ענפים שונים כ"מקשה אחת" אז נקבל שהיחס הנורמטיבי של החוב נאמד במוצע ב- 25% (בהסתברות של 95% בין 15% לבין 35%). כלומר, שיעור המינוף הכלכלי הממוצע על פני מעל 94 ענפים שונים סובב בקירוב סביב ה- 25%.

על כן, כאשר מגיעות לשולחני הערכות שווי הזויות של חברות עם משקולות הפוכים (תנוח דעתכם לא מדובר בחברות פיננסיות) – אני ישר רץ לבדוק מיהו מעריך השווי שהכין את העבודה. לרוב איך לא מדובר ברו"ח.

הדוגמא הבאה הגיעה לשולחני לפני כשבוע מעבודה של רו"ח אחר. מחיר ההון העצמי של חברה פרטית מסוימת נאמד ב- 38%, מחיר החוב שלה לאחר מס נאמד ב- 4.6% והמשקל היחסי הנורמטיבי של החוב נאמד בכ- 80% (ע"פ שיעור המינוף הכלכלי). מהו מחיר ההון המשוקלל של החברה שאליו הגיע מכין העבודה? כ- 11.28%.

מהיוון תזרימי המזומנים העתידיים הצפויים להתקבל בגין הפעילות, למועד הערכת השווי, במחיר הון משוקלל של כ- 11.28% מתקבל שווי פעילות של כ- 2,481,862 ₪ ובתוספת יתרות מזומן, שווי מזומן והשקעות נזילות בסך של כ- 239,086 ₪, רו"ח קבע ששווי החברה נאמד בכ- 2,720,948 ₪.

אוקיי, מה הבעיה עם זה? הבעיה היא שמכין העבודה טעה בכך שבחר כאומד

של חוב החברה) למבנה ההון הא-פוסטריורי שהתקבל מתוצאות הערכת השווי (קרי, שיעור המינוף הכלכלי המחושב כחיס שבין שווי השוק של החוב לבין סך הצברם של שווי השוק של ההון העצמי של החברה והשווי המאזני של חוב החברה).

נשאלת השאלה, מהו בדיוק ההבדל בין מבנה ההון הא-פריורי לבין מבנה ההון הא-פוסטריורי, שהוגדרו לעיל? מבנה ההון הא-פריורי המבוטא באמצעות שיעור המינוף המאזני משקף אך ורק את שווי הנכסים הקיימים לפי עלותם ההיסטורית המשתקף בשווי המאזני של ההון העצמי של החברה). מאידך, מבנה ההון הא-פוסטריורי המבוטא באמצעות שיעור המינוף הכלכלי משקף הן את שווי הנכסים הקיימים והן את פוטנציאל ההכנסות העתידיות המשתקף בשווי השוק של ההון העצמי של החברה).

מניסיוני כמעריך שווי תאגידים ופעילויות, חישוב מחיר ההון המשוקלל של חברה באמצעות שיעור המינוף המאזני, חלף שיעור המניב הכלכלי מביא ברוב המקרים למחיר הון משוקלל לחברה נמוך יותר וכתוצאה מכך לשווי הון עצמי של חברה גבוה יותר. לפיכך, האומד הראוי ביותר למשקל היחסי הנורמטיבי של החוב בחישוב מחיר ההון המשוקלל של חברה הייב להיות שיעור המינוף הכלכלי ולא שיעור המינוף המאזני. **הערה אינפורמטיבית: אומד פירושו דרך, שיטה, טכניקה בעוד שאומדן פירושו מספר.**

הדוגמא הבאה הגיעה לשולחני לפני כשבועיים מעבודה של רו"ח אחר. מחיר ההון העצמי של חברה פרטית מסוימת נאמד בכ- 28.8%, מחיר החוב שלה לאחר מס נאמד בכ- 2.5% והמשקל היחסי הנורמטיבי של החוב נאמד בכ- 69.3% (ע"פ שיעור המינוף המאזני).

מהו מחיר ההון המשוקלל של החברה שאליו הגיע מכין העבודה? כ- 10.57%. מהיוון תזרימי המזומנים העתידיים הצפויים להתקבל בגין הפעילות, למועד הערכת השווי, במחיר הון משוקלל של כ- 10.57% מתקבל שווי פעילות של כ- 2,195,812 ₪ ובניכוי חוב (כמוגדר לעיל) בסך של כ- 246,259 ₪, רו"ח קבע ששווי החברה נאמד בכ- 1,949,553 ₪.

אוקיי, מה העניין? העניין היא שמכין העבודה טעה בכך שבחר כאומד למשקל היחסי הנורמטיבי של חוב החברה בשיעור המינוף המאזני (69.3%) במקום בשיעור המינוף הכלכלי (25%). אוקי אז שגה מכין העבודה, מהי השפעת אותה טעות? אז עבור משקל יחסי נורמטיבי של חוב של 25% נקבל שמחיר ההון המשוקלל של החברה הינו כ- 22.23%. מהיוון זרמי מזומנים חזויים אלה,