



הערכת שווי תאגידיים במסגרת איזון משאבים בין בני זוג: ברוטו או נטו?

מעריך השווי **רועי פולניצר** מסביר מדוע שוי בגירושין הוא לעולם מבחני ברוטו (לפני מס רווח/דיבידנד ומס ייסף).

לקראת מיוזגים, רכישות ותהליכי מכירה, לחילופי חילופין לצרכי דיווח לרשויות שונות, או לחילופי חילופי חילופין לצרכי חוות דעת לצרכים משפטיים ולמטרות חשבונאיות ועסקיות אין להפחית משווי סך הנוכחי העצמי של התאגיד המתקבל כמו גם משווי המכשירים ההוניים השונים שלו מס רווח הון /או מס דיבידנד /או מס ייסף. לפיכך, השווי הכלכלי הנכון מבחינת שיטת מכפיל שווי הפעילות הוא שווי במבחינת ברוטו (לפני ניכוי מס רווח הון / דיבידנד, ומס ייסף) ולא במבחינת נטו (לאחר ניכוי מיסים אישיים אלו).

העצמי הוא כבר לאחר מס החברות). על פי שיטת היוון תזרימי המזומנים על מנת לעבור מרמת שווי הפעילות לרמת שווי התאגיד (Equity Value, שווי ההון העצמי) יש לנכות את עלותן הפנסקנית של התחייבויות פיננסיות נשאות ריבית בספרי התאגיד, להוסיף יתרות מזומן, שווי מזומן והשקעות נילות ולהוסיף את שווי הנכסים הלא תפעוליים העודפים (כמו נדל"ן להשקעה או נכס מס נדחה מהוון).

הערכת שווי תאגידיים (כגון חברה, שותפות, עסק עצמאי, אגודה שיתופית ועוד), בין אם לצרכי עסקאות (כגון בעת מכירת תאגידיים, קנייתם, מיוזג בין תאגידיים ובתהליכי גיוס הון), בין אם למטרות מס, בין אם לצרכי דיווח כספי (בעיקר לצורך יישום תקינה חשבונאית בינלאומית ועמידה בהוראות התקינה החשבונאית האמריקאית) ובין אם לצרכים משפטיים (כגון סכסוכים משפטיים ועסקיים ובכלל זה לעניין איזון משאבים בין בני זוג עקב הליך גירושין) מתבצעת באמצעות הפרקטיקה המקובלת בתחום הערכות השווי מעבר לים.

חשוב להבהיר שבעת הערכת שווי תאגיד באמצעות שיטת היוון תזרימי המזומנים לצרכי אמידת השווי ההוגן (בין היתר בהתאמה לתקני חשבונאות ישראלים, בין לאומיים ואמריקאיים), לחילופין לצרכי היערכות לקראת מיוזגים, רכישות ותהליכי מכירה, לחילופי חילופין לצרכי דיווח לרשויות שונות, או לחילופי חילופי חילופין לצרכי חוות דעת לצרכים משפטיים ולמטרות חשבונאיות ועסקיות אין לנכות משווי התאגיד המתקבל כמו גם משווי מכשירי ההון השונים שלו מס רווח הון /או מס דיבידנד /או מס ייסף. על כן, השווי הכלכלי הנכון מבחינת שיטת היוון תזרימי המזומנים הוא שווי במבחינת ברוטו (לפני ניכוי מס רווח הון / דיבידנד, ומס ייסף) ולא במבחינת נטו (לאחר ניכוי מיסים אישיים אלו).

הערכת שווי מקצועית של תאגיד הינה תהליך הנוגע לאמידת ההכנסות, ההוצאות וההשקעות העתידיות של התאגיד המוערך על פני ציר הזמן והבנת המשמעות הכלכלית של היישומים המסחריים הצפויים מהתאגיד המוערך. הערכת השווי מנסה לשקלל, ככל שניתן, גם את השפעת האפשרות של גורמים אקסוגניים ואנדוגניים כאחד לתאגיד, על תוחלות תזרימי המזומנים הצפויים מהתאגיד המוערך, הן באמצעות ערכת תחזית תזרימי מזומנים והן באמצעות גיבוש שיעור היוון המשקף, בין היתר, את מידת אי הודאות הגלומה בתחזיות. ככלל, קיימות מספר רב של שיטות להערכת שווי נכסים בכלל ושל תאגידיים בפרט. מטבע הדברים, לכל שיטה יתרונות וחסרונות ויש לקבט בהתאם למידת ישימותה למקרה המתאים /או לסיטואציות ההערכה ומטרותיה. שיטות ההערכה השונות מבוססות על אחת משלוש הגישות הכלכליות הנגרות הבאות.

גישת הנכס
גישה זו אומדת את שווי של התאגיד, נשוא ההערכה, על בסיס עלות ייצור או על בסיס יעילות השחלוף של עד למועד ההערכה. בגישה זו מודדים את עלויות הקמה ופיתוח התאגיד עד לשלב התפתחותי שבו הלווי נמצא במועד הערכת השווי, תוך התייחסות לעלויות אותן היה מוציא משקיע נרמטבי בפיתוח האמור, לו התחיל מבראשית. גישה זו מבוססת על עקרון הכלכלי המניח כי משקיע רציונאלי לא יסכים לשלם על תאגיד יותר מהעלות (ההיפותטית) הכרוכה בהקמתו ופיתוחו מחדש על ידו של תאגיד דומה שישפך תועלות כלכליות דומות.

הדרך המבוססת ביותר מבחינה תיאורטית להערכת שווי תאגידיים הפועלים כעסק חי, הינה שיטת היוון תזרימי המזומנים, כאמור. יחד עם זאת, בשל אי הודאות הגבוהה בחיזוי תזרימי המזומנים של פעילות התאגיד המוערך, רצוי לתמוך את התוצאה המתקבלת בהערכת על בסיס מתודולוגיות הערכה נוספות. כמו למשל, הערכת שווי של התאגיד המוערך באמצעות מכפילי פעילות שונים, באמצעות השוואה אינדקסיבית לתאגידיים דומים, ציבוריים שמניותיהם נסחרות בבורסה.

גישת ההכנסות
גישה זו נפוצה מאד ונחשבת כמבוססת ביותר, הן מבחינה כלכלית – תיאורטית והן מבחינה מימונית – פרקטית. גישה זו מנתחת ומודדת את התוחלת הממונת של התמורה הכלכלית התזרימית העתידית (DCF) הצפויה לנבוע מהתאגיד המוערך. זרמי מזומנים חזויים אלה מהווים למועד ההערכה על פי שיעור היוון המותאם, בין היתר, למידת הסיכון הגלומה בתחזיות על פני משך אופק ההיוון.

שיטת השווי הנכסי הנקי המתואם
בעת הערכת שווי על בסיס גישת הנכס נהוג להשתמש בשיטת השווי הנכסי הנקי המתואם, הנגזרת מהגישה הכלכלית האמורה. בשיטת השווי הנכסי הנקי המתואם ניתן להעריך את הפעילות העסקית של התאגיד המוערך כמכלול אחד, הכולל הן את הנכסים המוחשיים והן את הנכסים הבלתי מוחשיים (לרבות מוניטין), על בסיס הערך הכלכלי הנוכחי של הנכסים (היוון שכולל פרמיית סיכון). במילים אחרות, שיטה זו גורסת הערכה כלכלית של הנכסים (קרי, החחוקות או הפעילות העסקית כעסק חי) הנגזרת מהנחות המוערך לגבי הסיבבה הכלכלית, תשואת וסיכון הנכס ועוד. על פי שיטת השווי הנכסי הנקי המתואם על מנת לעבור מרמת שווי הפעילות לרמת שווי התאגיד יש לנכות את הון הסיכונים של התחייבויות הפיננסיות נשאות הריבית (הן חוזר אינו נלקח בחשבון), להוסיף מזומן ושיווי מזומן ולנכות את הערך הנוכחי של התקורות המתייחס לחלק התקורות המתחזק את ההשקעות הקיימות. ככל וקיימות לתאגיד התחייבויות מסים נדחים יש לנכות גם את ערך הנוכחי.

גישת השוק
גישה זו אומדת את שווי של התאגיד, נשוא ההערכה, ביחס לתאגידיים ציבוריים (שמניותיהם נסחרות בבורסה) התואמים בקירוב לפעילות ולהיקף התאגיד המוערך או לחילופין על בסיס ניתוח עסקות שובעו במניות תאגידיים פרטיים (שמניותיהם אינן נסחרות בבורסה) הדומים במאפייניהם לפעילות התאגיד המוערך. גישה זו עשויה כאמור לשמש לרוב כאמת מידה כללית והשוואתית (Benchmark, נצימרק) בלבד לתוצאת ההערכה בגישת הכנסות.

שיטת היוון תזרימי המזומנים
בעת הערכת שווי על בסיס גישת ההכנסות נהוג להשתמש בשיטת היוון תזרימי המזומנים, הנגזרת מהגישה הכלכלית האמורה. שיטת הערכת השווי המבוססת ביותר מבחינה תיאורטית הינה שיטת היוון תזרימי המזומנים (Discounted Cash Flows – DCF) לפיה, שווי הכלכלי של תאגיד נובע מתזרימי המזומנים העתידיים הצפויים להתקבל בגיון.

חשוב להבהיר שבעת הערכת שווי תאגיד באמצעות שיטת השווי הנכסי הנקי המתואם לצרכי אמידת השווי ההוגן (בין היתר בהתאמה לתקני חשבונאות ישראלים, בין לאומיים ואמריקאיים), לחילופין לצרכי היערכות לקראת מיוזגים, רכישות ותהליכי מכירה, לחילופי חילופין לצרכי דיווח לרשויות שונות, או לחילופי חילופי חילופין לצרכי חוות דעת לצרכים משפטיים ולמטרות חשבונאיות ועסקיות אין לנכות משווי התאגיד המתקבל כמו גם משווי רכיבי ההון שלו מס רווח הון /או מס דיבידנד /או מס ייסף. על כן, השווי הכלכלי הנכון מבחינת שיטת השווי הנכסי הנקי המתואם הוא שווי במבחינת ברוטו (לפני ניכוי מיסים אישיים) ולא במבחינת נטו (לאחר ניכוי מיסים אישיים אלו).

שיטת מכפיל שווי הפעילות
בעת הערכת שווי על בסיס גישת השוק נהוג להשתמש בשיטת מכפיל שווי הפעילות, הנגזרת מהגישה הכלכלית האמורה. בשיטת שווי מכפיל הפעילות ניתן להעריך את הפעילות העסקית של התאגיד המוערך כמכלול אחד, הכולל הן את הנכסים המוחשיים והן את הנכסים הלא מוחשיים (מוניטין), בין היתר על בסיס אומדן של רווח יציג השייך לכלל בעלי הפירמה (כגון: הכנסות, רווח גולמי, רווח EBITDA, רווח תפעולי על בסיס לפני מס חברות או רווח תפעולי על בסיס לאחר מס חברות) ושל מכפיל שווי פעילות ראוי (כגון: מכפיל הכנסות, מכפיל רווח גולמי, מכפיל EBITDA, מכפיל רווח תפעולי על בסיס לפני מס חברות או מכפיל רווח תפעולי על בסיס לאחר מס חברות) תואם. חשוב להבין כי מכפיל שווי פעילות הוא מכפיל שבמונה שלו נמצא שווי השוק של הפעילות ולא שווי השוק של ההון העצמי. לחילופין ניתן בשיטה זו לאמוד את שווי הפעילות העסקית של התאגיד המוערך על ידי אומדן של הון מושקע (Invested Capital) יציג ושל מכפיל הון מושקע ראוי. על פי שיטת מכפיל שווי הפעילות על מנת לעבור מרמת שווי הפעילות לרמת שווי התאגיד יש לנכות את השווי המאזני של החוב הפיננסי נטו ולהוסיף נכסים לא תפעוליים עודפים.

בשיטת היוון תזרימי המזומנים ניתן להעריך את הפעילות העסקית של התאגיד המוערך כמכלול אחד, הכולל הן את הנכסים המוחשיים והן את הנכסים הבלתי מוחשיים (לרבות מוניטין), בין היתר באמצעות ערכת תחזיות לגבי מרכיבי ההכנסות וההוצאות השונים הקשורים לפעילות המוערכת, הערכת פוטנציאל הצמיחה והערכת סיבבת הסיכון בה פועל התאגיד המוערך. הגישה המקובלת במימון היא ששיעור ההיוון ותזרימי המזומנים נקבעים על בסיס לאחר מס (הכוונה למס חברות כמובן ולא למס רווח הון / דיבידנד וייסף).

הערכת שווי במסגרת איזון משאבים: ברוטו או נטו?
על פי חוק יחסי ממון, בן הזוג שהוא בעלים של תאגיד חייב לשלם לבת זוגו חציית משווי של התאגיד נכון למועד הקרע. התשלום צריך להיות ברוטו לפי השווי הכלכלי במועד הקרע. מדוע אין לנכות מס רווח הון רעיוני? הואיל ותשלום מס זה לא בא לעולם, וספק אם יבוא לעולם, ואם יבוא בהערכת השווי מס רעיוני בגין רווח הון מחלקה של בת הזוג בשווי התאגיד, יש סיכוי לא מבוסס שהוא ישאר בידי בן הזוג. מדוע אין להפחית מס דיבידנד רעיוני? מאחר ותשלום מס זה אינו מעניינה של בת הזוג, הואיל וכן הזוג יכול לשלם את חלקה של בת הזוג בתאגיד במקורות שונים, ולכן בת הזוג אינה צריכה לשאת בתשלום מס דיבידנד רעיוני שנוצר עקב החלטת בן הזוג לממן את תשלום חלקה בשווי התאגיד ממקור מימון זה. שווי באיזון משאבים הוא לעולם תמיד במבחינת ברוטו (לפני ניכוי מיסים אישיים) ולא לאחר ניכוי מיסים אלו.

חשוב להבהיר שבעת הערכת שווי תאגיד באמצעות שיטת מכפיל שווי הפעילות לצרכי אמידת השווי ההוגן (בין היתר בהתאמה לתקני חשבונאות ישראלים, בין לאומיים ואמריקאיים), לחילופין לצרכי היערכות לקראת מיוזגים, רכישות ותהליכי מכירה, לחילופי חילופין לצרכי דיווח לרשויות שונות, או לחילופי חילופי חילופין לצרכי חוות דעת לצרכים משפטיים ולמטרות חשבונאיות ועסקיות אין לנכות משווי התאגיד המתקבל כמו גם משווי רכיבי ההון שלו מס רווח הון /או מס דיבידנד /או מס ייסף. על כן, השווי הכלכלי הנכון מבחינת שיטת השווי הנכסי הנקי המתואם הוא שווי במבחינת ברוטו (לפני ניכוי מיסים אישיים) ולא במבחינת נטו (לאחר ניכוי מיסים אישיים אלו).

לאמור – שווי הפעילות (Enterprise Value), השווי הפעול (Premise of Value) של התאגיד המוערך הנאמד תחת תפיסת שווי (Standard of Value) כלשהי (כגון: שווי שוק הון, שווי שוק או שווי שימוש ועוד) נקבע תוך שימוש בתזרימי מזומנים לאחר מס חברות, המהותיים בשיעור היוון לאחר מס (ממחר החוב הנורמטיבי יש לנכות מס חברות בעוד שמחר ההון