

שווי, עלות ומחיר – השילוש הקדוש



בכתבה זו [האקטואר רועי פולניצר](#) יבצע אבחנה בין שווי, עלות ומחיר ויסביר מהו בראייתו תפקידו של מעריך השווי ומהי קביעת שווי.

כלומר, יכול מאוד להיות ששווי חברה א גבוה יותר או נמוך יותר משווי חברה ב'.

תפקידו של מעריך השווי

בראייתו למעריך השווי ישנם שני תפקידים עיקריים:

1. לבצע הערכה כלכלית של השווי (באמצעות אחת משלוש הגישות להערכת השווי) להבדיל מביצוע הערכת שווי שרירותית (עשיתי חישוב בראש ויצא לי מיליון ₪).
2. להשיג את מטרת הערכת השווי על ידי מימוש שלוש הגישות להערכת שווי העומדות לרשותו (שעליהן כתבתי במאמרי הקודם: ["בין הערכות שווי עסקיות לבין שמאויות מקרקעין – זמר שלוש הגישות להערכת שווי"](#)).

בהמשך למאמרי הקודם הנקוב לעיל, במציאות, הגישה המבוססת נכסים (גישת העלות) מתייחסת לשוק היסטורי מובהק, קרי לאותו שוק שאחראי ליצירת המאזן ההיסטורי. מאידך, גישת השוק הקלאסית מתייחסת לעסקאות בפועל של רכישות שונות של חברות או לאלפי עסקאות שוק חלקיות של מניות חברות בבורסה. אפילו גישת ההכנסות הקלאסית, במובן ממשי אחד לפחות, מבוססת אף היא על השוק ולו בשל העובדה ששיעור הריבית חסרת הסיכון, רכיב פרמיית הסיכון בשוק (שוב השוק) ואפילו הערכת מעריך השווי לגבי פרמיית סיכון הגודל, פרמיית סיכון הענף ופרמיית הסיכון הספציפית עבור חברה, כולן נגזרות מהשוק.

קביעת שווי

מבחן הלקמוס המשמש לבדיקה האם מעריך השווי אכן קבע שווי באופן סביר הוא התשובה לשאלה האם מעריך השווי הפעיל את שלוש הגישות להערכת שווי או אם לאו. באמצעות תיאום בין התוצאות של גישה אחת אל מול שתי הגישות האחרות, ניתן לאמת באופן סביר (ובצורה נוחה) האם מעריך השווי קיבל (או קבע) שווי או אם לאו.

למשל, נניח שאתה קונה רכב חדש בסוכנות ואומרים לך שאתה מקבל עסקה מצוינת בגלל שאתה מקבל הנחה ניכרת על המחיר המקורי. ברגע שאתה עולה עם הרכב החדש לכביש, הוא הופך מרכב חדש לרכב משומש.

בדוק את המחירון (שהמחירים בו נגזרים כאמור מגישת השוק) כדי לוודא שהמחירים המומלצים בו עבור המכונית "המשומשת" החדשה שלך שרכשת כרגע עם קילומטר אחד עליה קרובים משהו לעלות הרכישה המוזלת שלך (כי הלא קיבלת הנחה ניכרת). אם מחיר המחירון עולה על עלות הרכישה שלך, אכן קיבלת שווי – נכון לאותו רגע.

לנכס הבלתי מוחשי הנרכש ככל הנראה יש שווי שונה עבור כל אחד מסוגי המשקיעים השונים. שווי של כל נכס פיננסי שווה לערכם הנוכחי הנקי (NPV) של תזרימי המזומנים העתידיים הצפויים (CF) הנגזרים מנכס זה, כאשר:

- א. הם מהווים בשיעור התשואה (k) , המכונה גם "שיעור הנכיון".
- ב. שיעור התשואה הנדרש ישתנה בהתאם לסוג הקונה.

עלות

פרספקטיבה מעשית על המושג העלות היא דווקא העובדה שהוא פשוט מייצג עובדה היסטורית. לעובדה ששילמת X ש"ח עבור נכס מסוים לפני יום, שנה או עשור יש קשר מועט, אם בכלל, לשווי השוטף (קרי, ערכו הנוכחי). דוגמאות לעלות: עליית ערכו של בית; ירידת ערך מכונית חדשה דקה לאחר הוצאתה ממגרש המכירה.

בהקשר העסקי, דו"ח המאזן פשוט מייצג מעקב היסטורי אחר ההוצאות שנגרמו בעת רכישת נכסים מסוימים. לפיכך, בחברות פרטיות בישראל שאינן מדווחות על פי תקני חשבונאות בינלאומיים (IFRS- International Financial Reporting Standard) ערכו הפנקסי של ההון העצמי הוא למעשה מספר שגוי שאסור להסתמך עליו בהיותו לא רלוונטי, לא השוואתי ולא מהימן. זה יותר נכון עלות המאזן.

מחיר

מחיר הוא מושג שמשמשים בו בדרכים רבות, למשל: מחיר הצעה, מחיר שוק, מחיר של דילר (בבורסה), מחיר ריאלי (FMV), כולן הן וריאציות של המושג מחיר. מחיר ההצעה פשוט מייצג מספר שמוכר כלשהו מבקש עבור נכס מסוים. דוגמאות למחיר הצעה הן מדבקת מחיר על רכב חדש במגרש מכוניות או תג מחיר על בגד בחנות. ההדיוט (בה' לא בא') מאמין שאם יש פער מספיק גדול בין המחיר (המבוקש) לבין העלות שהוא ישלם בפועל (לאחר הנחה או הפחתה – מה שמעריכי השווי קוראים "דיסקאונט" או "ניכיון"), אז הוא מקבל שווי. זוהי למעשה חשיבה נאיבית.

בעולם הערכות השווי של עסקים, המחיר נחשב לרוב כשווי המתקבל בכפוף לתנאי העסקה. לדוגמה, בעלים א' מוכר את החברה שלו תמורת 1 מיליון ₪ במזומן ובעלים ב' מוכר את העסק שלו תמורת 1 מיליון ₪ תמורת 10 תשלומים שנתיים שווים של 100 אלף ₪ כל אחד. שימו לב שבעוד ששני הבעלים קיבלו את אותו המחיר (1 מיליון ₪ במקרה דנן שלפנינו), לא נאמר ששווי החברה של כל אחד מהם זהה.

המושג שווי מקביל למושג יופי – זוהי תפיסה. תפיסה של מה? תפיסה של התועלתיות או השימושיות העתידית (ההטבות העתידיות) של הנכס המוערך. אומר מראש, תפיסה, בהגדרה, חייבת להיות קשורה לאדם או לקבוצת אנשים.

ככזו, קיימים פרמטרים רלוונטיים שאותם יש להגדיר בכל משימת הערכת שווי, כגון:

1. שווי עבור מי, או למי? (התשובה לשאלה זו מגדירה למעשה את היקף הגדרת הערכת השווי)
2. שווי לאיזו מטרה, או למה? (התשובה לשאלה זו מגדירה למעשה את תפקידה של משימת הערכת השווי)
3. שווי נכון לאיזה מועד, או למתי? (התשובה לשאלה זו מגדירה את המועד האפקטיבי של הערכת השווי)

שווי

השווי ישתנה בהתאם לערך הנתפס על ידי סוג מסוים של משקיעים. ישנם משקיעים אסטרטגיים, משקיעים פיננסיים, משקיעים נשירים, משקיעי אגו וכו'.

כך למשל משקיע פיננסי הוא אדם בודד או קבוצת משקיעים שפעילותם העסקית העיקרית היא השקעת הון במטרה להפיק רווח פיננסי (למשל, קרנות הון סיכון וקרנות השקעה פרטיות) בעוד שמשקיע אסטרטגי משקיע בחברות במטרה להשיג לעצמו יתרונות אסטרטגיים (כגון: סינרגיה, חדשנות או תובנות ענפיות) וזאת במטרה לשפר את פעילות החברה שלו ואת צמיחתה העתידית (ולא רק על מנת להפיק תשואות פיננסיות).

משקיע נשרי (vulture investor) הוא אדם בודד או קבוצת משקיעים שקונה מניות בזול של חברות כושלות (על סף פירוק) במטרה להשתלט עליהן, לשפר את ביצועיהן ועל ידי כך להרוויח כסף. משקיע אגו (ego investor) כשמו כן הוא "פועל מהאגו".

איך זה בא לידי ביטוי בפועל? נניח שרכשתי מספר מניות והן בהפסד של עשרות אחוזים (מצב סביר אצל משקיעים שנכנסו לשוק השנה) ועומד לרשותי סכום כסף נוסף להשקעה - האם ארכוש את אותן מניות ואוריד את מחיר הקנייה הממוצע או שארכוש מניות אחרות? כאן נבדלים המשקיעים המקצועיים ממשקיעי האגו, משקיע מקצועי יבחן כל נייר בפני עצמו ללא קשר האם הוא כבר מחזיק בו או לא. לעומתו - משקיע אגו ירכוש את הניירות שהוא כבר מחזיק וזאת רק בשביל להוריד את המחיר הממוצע.