



# בין הערכות שווי עסקיות לבין שמאיות מקרקעין – זמר שלוש הגישות להערכת שווי

בכתבה זו [האקטואר רועי פולניצר](#) יבצע סקירה של שלוש הגישות להערכת שווי של עסק, זכות בעלות בעסק או נכס בלתי מוחשי.

בין כמות הרווחים שנכס מסוים ירוויח לבין שווי. שתי השיטות הנפוצות ביותר הנגזרות מגישת ההכנסות הן:

1. **המתודולוגיה המהוננת (Capitalized Methodology)** – שני המרכיבים הדרושים ליישום מתודולוגיה זו הינם: (1) בסיס הכנסות יציג; ו- (2) שיעור היוון ראוי (לתקופה בודדת)

$$\text{שווי} = \frac{\text{זרם הטבות}}{\text{(שיעור נכיון - שיעור צמיחה)}}$$

2. **המתודולוגיה המנוכה (Discounted Methodology)** – ליישום מתודולוגיה זו מעריך השווי נדרש לערוך תחזית פיננסית לזרמי ההכנסות העתידיים החזויים ולגבש שיעור נכיון ראוי (למספר תקופות).

$$\text{שווי} = \sum \frac{(n \text{ זרם הטבות בתקופה})}{(1 + \text{שיעור נכיון})^n}$$

המונחים שיעור נכיון, עלות הון, מחיר הון, שיעור תשואה נדרש ושיעור תשואה (המשמשים בהערכת נכסי מקרקעין) אומרים כולם את אותו הדבר.

חוזקתה של גישת ההכנסות היא שהיא הקרובה ביותר לתיאוריית השווי (בצורתה הטהורה). חולשותיה של גישת ההכנסות הן פעם אחת **שקשה מאוד** לערוך תחזית פיננסית מלאה (לגבי מרכיבי ההכנסות, והוצאות וההשקעות של פעילות פיננסית) לתקופה של 5-10 שנים ולאחר מכן לאינסוף ופעם שניה **שקשה** לגבש שיעור היוון או שיעור נכיון ראוי.

## לסיכום

גישת הערכת שווי הינה דרך כללית לקביעת שווי של עסק, זכות בעלות בעסק, נייר ערך או נכס בלתי מוחשי תוך שימוש בשיטת הערכת שווי אחת או יותר הנגזרות ממנה. ככלל, קיימות 3 גישות כלכליות גנריות להערכת שווי של תאגידים ושל נכסים בלתי מוחשיים.

**בעוד שהגישה המבוססת נכסים מנסה להשיב על השאלה מהי עלותו של הנכס המוערך על בסיס עלות ייצור או על בסיס "עלויות השחלוף" שלו עד למועד הערכת השווי, הרי שגישת השוק מצידה מנסה להשיב על השאלה מהו מחירו (בשוק) של הנכס המוערך על בסיס ניתוח עסקות שבוצעו בחברות דומות במועד הערכת השווי. כמוכן שעלות ומחיר אינם שווים/ערך אלא רק אינדיקציה לשווי/ערך. גישת ההכנסות היא למעשה הגישה הכלכלית היחידה שמנסה לענות על השאלה מהו שווי או ערכו של הנכס המוערך על בסיס ניתוח ומדידת התוחלת המהוננת של התמורה הכלכלית התזרימית העתידית (DCF) הצפויה לנבוע ממנו נכון למועד הערכת השווי. כאמור, בגישת ההכנסות זרמי ההטבות העתידיים החזויים מהווים בחזרה למועד הערכת השווי באמצעות שיעור נכיון המותאם, בין היתר, למידת הסיכון הגלומה בתחזיות על פני משך אופק ההיוון.**

מהסעיפים/הפריטים במאזן, כלומר, התאמת כלל הנכסים (המוחשיים והבלתי מוחשיים כאחד) וההתחייבויות לשווי השוק שלהם.

חוזקותיה של הגישה המבוססת נכסים הן פעם אחת שהיא **שימושית ביותר** עבור חברות נדל"ן מניב וחברות אחזקה ופעם שניה שהיא **מאוד פרקטית** כאשר רוצים לפרק (Liquidate), להגזיל למזומן) חברה.

חולשותיה של הגישה המבוססת נכסים הן פעם אחת שהיא אינה מתמקדת בהכנסה שהנכסים מייצרים כמכלול (בצורת), פעם שניה בכך שהיא אינה מעריכה את שווי הנכסים הבלתי מוחשיים של העסק המוערך אשר אינם רשומים במאזנו (קשה לדעת האם מעריך השווי שמיישם את הגישה האמורה לטובת הערכת שווייה של חברה מסוימת אכן הצליח לתפוס בהערכת השווי שלו את כלל הנכסים הבלתי מוחשיים של החברה מבלי להפעיל גישת הערכת שווי אחרת או אם לא), פעם שלישית שככל ששווי הנכסים הבלתי מוחשיים של העסק המוערך רב יותר – כך היא הופכת לרלוונטית יותר; ופעם רביעית שהיא פחות ישימה בעת הערכת שווי של זכויות מיעוט בעסק (כמו למשל בעת הערכות שווי של עסקים באיזון משאבים בין בני זוג עקב הליך גירושין), היות וכידוע בעלי מניות המיעוט אינם שולטים באמת בנכסי הבסיס של החברה (הם אינם יכולים לקבל החלטה האם למכור או להפעיל אותם בצורה שונה. למה? כי הם מיעוט והמיעוט לא קובע: **דה-מו-קרי-טיה**).

לדעתי, יש לשקול ליישם את הגישה המבוססת נכסים בהערכות שווי המבוצעות ברמת הפעילות העסקית, כגון: (1) בחברות אחזקה או בחברות נדל"ן מניב; (2) כאשר העסק מוערך על בסיס תפיסת שווי (Premise of Value, הנחת בסיס השווי) השונה מתפיסת השווי "עסק חיי" (רוצה לומר- תחת תפיסת השווי "פירוק"). תפיסת השווי פירושה הנחה לגבי מערך הנסיבות הסביר ביותר של עסק אשר ניתן לישמו על נשוא הערכת השווי (לדוגמא, עסק חי או פירוק).

כמוכן שהערכות שווי של זכויות בעלות בעסק מסוים עשויות לדרוש שימוש בגישה המבוססת נכסים. הגישה המבוססת נכסים אינה צריכה להיות גישת הערכת השווי היחידה המשמשת במשימות הערכות שווי הנוגעות לחברות פעילות המוערכות תחת תפיסת השווי "עסק חיי", אלא אם מוכרים וקונים אכן נוהגים ברגיל לעשות שימוש בגישה זו. כמוכן שבמקרים שכאלה, על מעריך השווי לבחור בגישה זו.

## גישת ההכנסות (Income Approach)

גישת ההכנסות היא הקרובה ביותר לתיאוריית השווי (בצורתה הטהורה), לפיה השווי הריאלי (שווי השוק ההוגן) של כל נכס הוא הערך הנוכחי של כלל ההטבות העתידיות הצפויות לנבוע ממנו. נציין כי קיים קשר ישיר

ל א אחת אני נשאל על ידי שמאי מקרקעין בעיקר על ההבדלים שבין הערכות שווי עסקיות (של עסקים, חברות ופעילויות) לבין שמאיות מקרקעין. ההבדל הראשון לדעתי נעוץ במבנה. רוצה לומר, המבנה של הערכות שווי עסקיות הוא פחות נוקשה מזה של שמאיות מקרקעין, לדעתי.

ההבדל השני הוא שהערכות שווי עסקיות הינן על פי רוב הרבה יותר מורכבות (שלא לומר מסובכות) משמאיות מקרקעין מאחר ואנו (מעריכי השווי) מעריכים קבוצה של נכסים ולא נכס בודד. ההבדל השלישי הוא שהערכות שווי עסקיות פחות מתיישרות לתכתיב של שלוש הגישות לשמאות מקרקעין: עלות, שוק והכנסה.

**בכתבה זו אנסה להסביר כיצד שלוש הגישות לשמאות מקרקעין מיושמות בהערכות שווי של עסקים.**

## גישת השוק (Market Approach)

גישת השוק מבוססת על "עיקרון ההחלפה" לפיו, קונה נבון לא ישלם על נכס מסוים יותר מעלות הרכישה של נכס דומה המספק תועלות כלכליות דומות. לכן, גישת השוק מתבססת על השוואה בין הנכס המוערך לבין נכסים דומים שנמכרו לאחרונה.

גישת השוק עושה שימוש בנתוני עסקאות של חברות דומות משני סוגים: (1) חברות ציבוריות שמניותיהן נסחרות בבורסה; (2) חברות שנרכשו/מוזגו.

גישת השוק פירושה הן ניתוח ומדידה של עסקאות קודמות שבוצעו במניות החברה המוערכת והן שימוש בכללי אצבע שונים. ישנם הסבורים כי גישה זו נועדה לשמש אך ורק כגישת קו-שני (לבדיקת סבירות בלבד) ולא כגישת קו-ראשון (לקביעת מסקנת שווי).

חוזקותיה של גישת השוק הן פעם אחת שהיא שיטה ישירה להערכת שווי אם באמת ניתן למצוא חברות דומות ופעם שניה שקל יחסית להשיג נתונים לצורך יישום הגישה. חולשותיה של גישת השוק הן פעם אחת שהיא דורשת הרבה מידע כמו גם מחקר רב לגבי חברות ציבוריות הדומות לחברה המוערכת ופעם שניה **שקשה מאוד** למצוא חברות שבאמת דומות לחברה המוערכת.

## הגישה המבוססת נכסים (Asset-Based Approach)

הגישה המבוססת נכסים אף היא נשענת על עקרון ההחלפה. בהערכות שווי עסקיות, שיטת ההון העצמי בספרים (BV), שיטת השווי הנכסי הנקי (NAV) ושיטת השווי הנכסי הנקי המתואם (ANAV) הן הגרסה שלנו (מעריכי השווי) לגישת העלות (של שמאי המקרקעין). גישה זו מבוססת על ניתוח של המאזן של העסק ובד"כ כרוכה בהערכת שווי פרטנית ופרדת של כל אחד