



גילוי דעת (SFVS) מספר 5 של IAVFA:

קביעת שיעור המס התאגידי הנורמטיבי ארוך הטווח (T) לצורך חישוב עלות ההון הממוצעת המשוקללת (WACC)

גילוי דעת זה, מבוסס על מפגש פורום הפרקטיקנים שהתקיים ביום ה- 5 באוגוסט 2015.

מהו פורום הפרקטיקנים?

פורום הפרקטיקנים הינו "שולחן עגול" של מעריכי שווי, שהוקם על ידי לשכת מעריכי השווי והאקטוארים הפיננסיים בישראל (IAVFA) במטרה לייצר שיח מקצועי ובמה לשיתוף ידע ולהחלפת דעות בסוגיות יומיומיות הנמצאות על שולחנו של מעריך השווי בישראל. הפורום מתכנס על בסיס תקופתי, סיכומי הדיונים מופצים לחברי הלשכה ולציבור הרחב ומהווים גילויי דעת מטעם הלשכה המשקפים את עמדתה הרשמית.

הפצת גילויי הדעת ואימוצם על ידי מוסמכי הלשכה ומעריכי שווי בכלל מיועדים להביא להכרה מצד הרשויות בתחום הערכת השווי ולקביעת סטנדרטים מקצועיים כפי שקיימים בחו"ל, בדגש על ארה"ב. לפיכך, אנו מקווים שגילויי הדעת יהוו פרקטיקה מיטבית בישראל ויאומצו על ידי כלל העוסקים בתחום.

תאריך: 5 באוגוסט 2015.

חומר רקע למפגש: מסמך "חומר הכנה למפגש השני של פורום פרקטיקנים: קביעת שיעור המס התאגידי הנורמטיבי ארוך הטווח (T) לצורך חישוב עלות ההון הממוצעת המשוקללת (WACC)"

מנחה: מר נועם בלזברג, QFV, CRA, MRA, IRA, ORA, FRM, MA – סגן יו"ר הסניף האקדמי של GARP ישראל ובעליו של משרד הייעוץ הפיננסי "קופולה ניהול סיכונים"

משתתפים (לפי סדר ישיבה):

1. **מר רועי פולניצר, MBA ,CRM ,FRM ,PRA ,LRA ,IRA ,ORA ,CRA ,MRA ,FEM ,CFV ,QFV** – יו"ר ומנכ"ל לשכת מעריכי השווי והאקטוארים הפיננסיים בישראל (IAVFA) ובעליו של משרד הייעוץ הכלכלי "שווי פנימי - מעריכי שווי בלתי תלויים"
2. **מר נועם בלזברג, MA ,FRM ,IRA ,ORA ,CRA ,MRA ,QFV** – סגן יו"ר הסניף האקדמי של GARP ישראל ובעליו של משרד הייעוץ הפיננסי "קופולה ניהול סיכונים"
3. **רו"ח שלומי ברטוב, MBA, CPA ,CFV** – מנכ"ל פאהן קנה יועצים בע"מ ומנכ"ל שערי ריבית בע"מ
4. **מר שמואל ווינשטיין, MBA ,CFV** – מנהל מחלקת הערכות שווי ברשות המסים בישראל
5. **מר משה עזריאל, MBA ,MA ,CFV** – בעלים של "דוכס" תכנון ויעוץ כלכלי בע"מ
6. **מר יעקב אשד, MBA ,FEM ,QFV ,CFV** – שותף במשרד הייעוץ הכלכלי אשד רוזין – תשואות יועצים
7. **מר עודד מלניק, MBA ,CFV** – בעלים של מלניק עודד יעוץ עסקי בע"מ
8. **רו"ח יוסי ספיר, CFV** – שותף ומנהל מחלקת היעוץ העסקי והכלכלי של חברת מבט יועצים בע"מ
9. **מר יוסי דקל, CLU ,PRA ,LRA ,CFV** – מנכ"ל חברת K.O. Dekel & Co.
10. **רו"ח אביעד כהן** – סוחר אג"ח חו"ל בחברת לידר שוקי הון בע"מ
11. **רו"ח נעם פרדס, MA ,CPA** – שותף בחברת פרדס ליבוביץ בע"מ – עבודות כלכליות
12. **מר גבי ארביב, MBA ,CFV** – מעריך שווי חברות עצמאי

א. הגדרות

אינפלציה (Inflation) - שיעור השינוי במדד המחירים לצרכן הכללי, ללא ניכוי עונתיות, המשמש למדידת האינפלציה.

ביתא (Beta) - המדד לרגישותו של נייר ערך כלשהו לשוק. מדד זה ידוע גם כסיכון הסיסטמטי, כאשר הסיכון הסיסטמטי של נייר ערך כלשהו נאמד באמצעות רגסיה על התשואות העודפות של נייר הערך על שיעור הריבית חסרת הסיכון מול התשואות העודפות של תיק השוק על שיעור הריבית חסרת הסיכון. שיפוע משוואת הרגרסיה הוא הביתא.

היוון (Capitalization) - המרה של הטבות כלכליות צפויות המתקבלות בתקופה בודדת כלשהי לשווי.

המודל לתמחור נכסי הון (Capital Asset Pricing Model) - מודל שבו עלות ההון עבור כל נייר ערך או תיק של ניירות ערך שווה לשיעור הריבית חסרת הסיכון בתוספת פרמיית סיכון כלשהי הפרופורציונלית לסיכון הסיסטמטי של אותו נייר ערך או תיק של ניירות ערך.

מניות שווי בינוני (Mid-Cap Stocks) - תיק מניות המורכב ממניות של חברות, הנסחרות בבורסה לניירות ערך בניו יורק (NYSE), בבורסה האמריקאית לניירות ערך (AMEX) ובבורסת הנאסד"ק (NASDAQ), אשר שווי השוק של ההון העצמי שלהן "נופל" בעשירונים 3-5 במחקר בדבר רכיבי פרמיות סיכון הגודל של המלומד Roger Ibbotson (**להלן "RI"**) עבור חברות בארה"ב.

מניות שווי זעיר (Micro-Cap Stocks) - תיק מניות המורכב ממניות של חברות, הנסחרות בבורסה לניירות ערך בניו יורק (NYSE), בבורסה האמריקאית לניירות ערך (AMEX) ובבורסת הנאסד"ק (NASDAQ), אשר שווי השוק של ההון העצמי שלהן "נופל" בעשירונים 9-10 במחקר בדבר רכיבי פרמיות סיכון הגודל של RI עבור חברות בארה"ב.

מניות שווי נמוך (Low-Cap Stocks) - תיק מניות המורכב ממניות של חברות, הנסחרות בבורסה לניירות ערך בניו יורק (NYSE), בבורסה האמריקאית לניירות ערך (AMEX) ובבורסת הנאסד"ק (NASDAQ), אשר שווי השוק של ההון העצמי שלהן "נופל" בעשירונים 6-8 במחקר בדבר רכיבי פרמיות סיכון הגודל של RI עבור חברות בארה"ב.



מקדם מתאם (Correlation Coefficient) - מקדם מתאם (או קורלציה) מוגדר כעוצמת הקשר שבין שני משתנים. מקדם מתאם של +1 מצביע על קשר חיובי מושלם, מקדם מתאם של -1 מצביע על קשר הפוך מושלם, כאשר מקדמי מתאם של +1 ו-1 מצביעים על כך שהתשואות של שני משתנים ניתנות לחיזוי בין תקופה אחת לתקופה הבאה; מקדם מתאם של 0 מצביע על כך שאין קשר לינארי בין המשתנים.

מתאם סדרתי (Serial Correlation) - מתאם סדרתי (או אוטוקורלציה) מוגדר כרמת הקשר של משתנה בין תקופה אחת לתקופה הבאה. מתאם סדרתי הקרוב ל-1 או ל-1 מצביע על כך שהתשואות של המשתנה ניתנות לחיזוי בין תקופה אחת לתקופה הבאה; מתאם סדרתי הקרוב ל-0 מצביע על כך שהתשואות הן מקריות או שאינן ניתנות לחיזוי בין תקופה אחת לתקופה הבאה.

סיכון (Risk) - מידת אי הודאות הגלומה בשקעה כלשהי. הסיכון הכולל ניתן למדידה באמצעות סטיית תקן. סיכון סיסטמטי, או סיכון שוק, נמדד באמצעות ביתא.

עלות ההון (Cost of Capital) - שיעור הנכיון המשמש לגזירת ערכם הנוכחי של תזרימי המזומנים העתידיים הצפויים לנבוע מנכס כלשהו.

ערך המדד (Index Value) - השווי המצטבר של התשואות על השקעה שקלית כלשהי. ערך זה משמש כאשר מודדים ביצועי השקעות ומחשבים תשואות על פני תקופות א-קלנדריות.

ערך שייר (Terminal Value) - השווי נכון לסוף תקופת התחזית הבדידה במודל הרווחים העתידיים המנוכים.

עשירון (Decile) - אחד מתוך 10 תיקים שנוצרו על ידי דירוג (ranking) "יקום" מסוים של ניירות ערך בהתאם לקריטריונים מסוימים וחלוקת יקום זה ל-10 תתי-קבוצות שוות אוכלוסיה. עשירוני שווי השוק של הבורסה לניירות ערך בניו יורק (NYSE) נוצרו על ידי דירוג המניות הנסחרות בה בהתאם לשווי השוק של ההון העצמי שלהן.

קופון (Coupon) - תשלום הריבית התקופתי על איגרת חוב כלשהי.

רכיב פרמיית הסיכון (Risk Premium) - הפיצוי שמשקיעים דורשים על מנת לשאת בתוצאות הקשורות לניירות ערך. גודלה של פרמיית הסיכון ייקבע בהלימה הן לסוג הסיכון והן להיקפו.



רכיב פרמיית הסיכון בשוק ההון (Equity Risk Premium) - תוספת התשואה שמשקיע כלשהו מצפה לקבל כפיצוי עבור סיכונים נוספים הקשורים להשקעה במניות, בניגוד להשקעה בנכס חסר סיכון כלשהו.

רכיב פרמיית סיכון הגודל (Size Premium) - התשואה העודפת של מניות חברות קטנות מעל לתשואה הנחזית על ידי ה-CAPM. זהו תוספת התשואה שאיננה מוסברת על ידי אומדני הביתא של חברות קטנות.

שווי שוק (Market Capitalization) - מחיר השוק הנוכחי של נייר ערך כלשהו הנקבע בבורסה מוכפל במספר המניות הנפרעות של נייר ערך זה. עבור מניות, שווי שוק מחושב כמכפלת מחיר המניה במספר המניות הנפרעות של החברה.

שיעור היוון (Capitalization Rate) - כל מחלק (בדרך כלל מבוטא באחוזים) המשמש להמרת הטבות כלכליות צפויות המתקבלות בתקופה בודדת כלשהי לשווי. שיעור ההיוון בדרך כלל שווה להפרש שבין שיעור הניכיון ושיעור הצמיחה הפרמננטי ארוך הטווח.

שיעור התשואה חסרת הסיכון (Riskless Rate of Return) - התשואה על השקעה חסרת סיכון כלשהי; זהו שיעור התשואה שמשקיע כלשהו יכול להשיג מבלי לקחת סיכון שוק.

שיעור נכיון (Discount Rate) - התשואה המשמשת על מנת להמיר סדרה של תזרימי מזומנים עתידיים לערך נוכחי בודד.

שקלול לפי שווי שוק (Capitalization Weighted) - משקלה של כל אחת מהמניות במדד תשואות כלשהו או בממוצע אחר הינו פרופורציוני לשווי השוק שלה (מחיר כפול מספר המניות הנפרעות).

תזרים מזומנים (Cash Flow) - מזומן הנוצר על פני תקופת זמן כלשהי הנובע מנכס כלשהו, קבוצת נכסים, או פעילות עסקית כלשהי. תזרים המזומנים משמש במובן הכללי על מנת להקיף רמות שונות של תזרימי מזומנים מוגדרים. שימוש במונח זה, צריך שילווה במגדיר כלשהו (למשל "מפעילות שוטפת", לחילופין "מפעילות מימון" או לחילופין חילופין "מפעילות השקעה") כמו גם הגדרה ספציפית בהקשר של הערכת השווי, שבה הוא משמש.



תיאוריית תמחור הארביטראז' (APT-Arbitrage Pricing Theory) - מודל שבו אומדני ביתא רבים ורכיב פרמיות סיכון רבים משמשים ליצירת תוחלת התשואה על נייר ערך כלשהו.

תשואת ההון (Capital Appreciation Return) - הרכיב מתוך התשואה הכוללת הנובע משינוי המחיר של נכס מסוים על פני תקופה נתונה.

תשואת ההכנסה (Income Return) - הרכיב מתוך התשואה הכוללת הנובע מתזרים מזומנים תקופתי, כגון: דיבידנדים או תשלומי קופון.

תשואה ממוצעת הנדסית (Geometric Mean Return) - נקראת גם תשואה אפקטיבית. תשואה זו הינה מדד עבור הביצועים בפועל של תיק השקעות כלשהו על פני תקופת זמן נתונה.

תשואה ממוצעת חשבונית (Arithmetic Mean Return) - ממוצע פשוט של סדרת תשואות.

תשואה נומינלית (Nominal Return) - התשואה על השקעה כלשהי במונחים אבסולוטיים. תשואה זו מודדת את סך הצמיחה של השקעה כלשהי.

תשואה צמודת מדד (Inflation-Adjusted Return) - תשואה במונחים ריאליים. תשואה צמודת מדד של נכס כלשהו מחושבת באמצעות הפחתה הנדסית של האינפלציה מהתשואה הנומינלית של הנכס.

תשואה ריאלית (Real Return) - תשואה צמודת מדד על השקעה כלשהי. תשואה זו מודדת את צמיחת כוח הקניה. התשואה הריאלית של השקעה כלשהי מחושבת באמצעות הפחתה הנדסית של האינפלציה מהתשואה הנומינלית של אותה השקעה.

ב. רקע (הפרקטיקה הנוהגת)

שיעור הנכיון בגישת תזרימי המזומנים המנוכים (DCF – Discounted Cash Flow) נקבע על פי עלות ההון הממוצעת המשוקללת של החברה (WACC - Weighted Average Cost of Capital) המחושבת כדלקמן:

$$WACC = W_D k_D (1 - t) + W_E k_E$$

כאשר:

W_D = משקל החוב הנורמטיבי לטווח ארוך במבנה ההון;

k_D = עלות החוב הנורמטיבית לטווח ארוך;

t = שיעור המס התאגידי הסטטוטורי השולי הנורמטיבי לטווח ארוך החל על חברות;

W_E = משקל ההון העצמי הנורמטיבי לטווח ארוך במבנה ההון; ו-

k_E = עלות ההון העצמי הנורמטיבית לטווח ארוך במבנה ההון

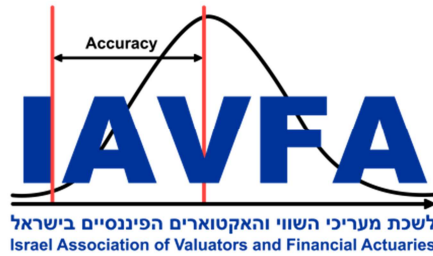
כאשר, משקולות ההון והחוב מחושבות מתוך ערכי השוק כדלקמן:

$$W_D = \frac{D}{D + E}, \quad W_E = \frac{E}{D + E}$$

סכום המשקולות צריך להסתכם ל-100%.

כידוע, לפי תורת המימון (מודליאני ומילר), בעולם עם מיסים, יש יתרון לחברה שעושה שימוש בחוב, במינוף סביר, עקב "מגן המס" וזאת ללא קשר לייעוד של אותו מינוף בעיני הפירמה.

בעת חישוב עלות ההון הממוצעת המשוקללת (WACC), אלמנט חשוב אחד שעל פי רוב נהוג להתעלם ממנו הינו שיעור המס. למרות שידוע מזה זמן כי חברות על פי רוב אינן משלמות את שיעור המס התאגידי הסטטוטורי השולי הנורמטיבי לטווח ארוך החל עליהן, הרי שהשימוש בשיעור מס זה בעת חישוב עלות ההון הממוצעת המשוקללת (WACC) הנורמטיבית לטווח ארוך הפך לפרקטיקה הנוהגת. אחת הסיבות לכך שהשימוש בשיעור המס התאגידי הסטטוטורי השולי הנורמטיבי לטווח ארוך החל על חברות נמשך נעוצה בקושי המתלווה למדידה מדויקת של שיעור המס שהחברה צפויה לשלם.



שיעור המס לטווח ארוך הינו גורם חשוב בעת חישוב ה- WACC. הבה ונציג את חשיבותו בדוגמא הבאה :

ניקח חברה הממומנת 50% בחוב ו- 50% בהון עצמי. נניח כי עלות ההון העצמי הנורמטיבית לטווח ארוך שלה (k_S) הינה 15% ועלות החוב הנורמטיבית לטווח ארוך שלה (k_D) הינה 10%. חישוב ה- WACC באמצעות שיעור המס התאגידי הסטטוטורי השולי הנורמטיבי לטווח ארוך החל על חברה, נכון לכתבת שורות אלה הינו 25%, ייתן לנו ערך של 11.25% :

$$WACC = W_D k_D (1 - t) + W_E k_E = [0.5 \times 0.1(1 - 0.25)] + (0.5 \times 0.15) = 11.25\%$$

עם זאת, אם נניח כי החברה זכאית לשיעורי מס מופחתים בהשוואה לשיעורי המס הנהוגים בשוק, למשל בשל הטבות בגין מעמדה כ"מפעל מאושר", "מפעל מוטב" וכיצואנית מכוח חוק עידוד השקעות הון – התשי"ט, 1959 והכל בהתאם לכתב אישור ההטבות, הרי ששיעור המס האפקטיבי לטווח ארוך אשר יחול על החברה הינו 13.4%. כתוצאה מכך שיעור ה- WACC יעלה ל- 11.83%, הווה אומר שינוי של 58 נקודות בסיס :

$$WACC = W_D k_D (1 - t) + W_E k_E = [0.5 \times 0.1(1 - 0.134)] + (0.5 \times 0.15) = 11.83\%$$

ג. סוגיות עיקריות

1. מהו שיעור מס סטטוטורי?
2. מהו שיעור מס אפקטיבי?
3. באיזה שיעור מס לטווח ארוך על מעריך השווי לעשות שימוש בעת חישוב ה- WACC עבור הערכות שווי של פעילויות עסקיות שאינן מאוגדות כחברה?
4. לעניין שיעור המס לטווח ארוך לצורך חישוב ה- WACC, האם זה משנה האם הזכות המוערכת הינה מניות החברה או פעילותה העסקית של החברה?
5. באיזה שיעור מס לטווח ארוך על מעריך השווי לעשות שימוש בעת חישוב ה- WACC עבור הערכות שווי למטרת דיווח כספי?
6. באיזה שיעור מס לטווח ארוך על מעריך השווי לעשות שימוש בעת חישוב ה- WACC עבור הערכות שווי שאינן למטרות דיווח כספי?
7. האם קיים הבדל בתהליך חישוב שיעור המס התאגידי עבור חברה ציבורית, בעת הערכת שווי זכויות שאינן מקנות שליטה לעומת בעת הערכת שווי זכויות המקנות שליטה?
8. האם קיים הבדל בתהליך חישוב שיעור המס התאגידי עבור חברה פרטית, בעת הערכת שווי זכויות שאינן מקנות שליטה לעומת בעת הערכת שווי זכויות המקנות שליטה?

ד. סיכום (הפרקטיקה המומלצת)¹

נדגיש פעם נוספת כי גילוי דעת זה עוסק בשיעור המס לטווח ארוך לצורך חישוב ה-WACC ולא בשיעור המס לצורך קביעת הוצאות המס של החברה המוערכת בשנות התחזית ובטווח הארוך במסגרת אמידת תזרים התפעולי החופשי (Free Cash Flow).

1. מהו שיעור מס סטטוטורי?

שיעור המס התאגידי הסטטוטורי השולי הנורמטיבי לטווח ארוך החל על חברה הינו שיעור המס המוטל עליה על פי הדין במדינות שבהן היא פועלת.

לדוגמא, נניח כי מעריך שווי בלתי תלוי נדרש להעריך שווי פעילות של חברה מסוימת, בין היתר, לצורך בחינת ירידת ערך (Impairment) של המוניטין והנכסים הבלתי מוחשיים הכלולים בספרי החברה האם ליום 31 בדצמבר 2009 (בכוונה בחרנו במועד זה).

נזכיר כי ביום 13 ביולי 2009 פורסם בספר החוקים 2203 חוק ההתייעלות הכלכלית (תיקוני חקיקה ליישום התוכנית הכלכלית לשנים 2009 ו-2010, התשס"ט – 2009) (להלן "חוק ההסדרים"). חוק ההסדרים קבע, בין היתר, כי שיעורי המס של 26% ו-25% המושגים על חברות בשנים 2009 ו-2010 בהתאמה, יופחתו באופן הדרגתי החל משנת המס 2011 ועד לשנת המס 2016 עד לשיעור של 18% לפי הטבלה הבאה (נכון למועד פרסום גילוי דעת זה שיעורי המס הסטטוטורי השנתו, שיעור המס לשנת 2016 נקבע על 25%, כאשר לא נקבע כל מתווה להפחתה הדרגתית. לפיכך, שיעור המס התאגידי הסטטוטורי השולי הנורמטיבי לטווח ארוך החל על חברות שבו צריך להשתמש מעריך השווי כיום לצורך חישוב ה-WACC הינו 25%):

¹ גילוי דעת זה לא היה רואה אור לולא עזרתו של אחראי על תחום הערכות השווי בלשכה ומוסמך הלשכה מר יעקב אשד. כמו כן, ברצוננו להודות לרו"ח ירון רותם על הערותיו המועילות ועל כך שהסב את תשומת לבנו לטעויות שנפלו בטקסט.

שיעור מס בהתאם לחוק ההתייעלות 13 ביולי 2009	
26%	2009
25%	2010
24%	2011
23%	2012
22%	2013
21%	2014
20%	2015
18%	2016

בדוגמה הזו, שכאמור איננה רלוונטית להיום, מומלץ לנהוג בדרך הבאה: מאחר ושיעור הנכיון המשמש לצורך היוון תזרימי המזומנים הצפויים לנבוע מפעילות החברה הינו עלות ההון הממוצעת המשוקללת (WACC), הממוצע משוקלל של כלל מקורות המימון של הפעילות) הנורמטיבית לטווח ארוך של החברה, הנקבעת על בסיס פרמטרים נורמטיביים מייצגים לטווח ארוך (כגון: שיעור הריבית חסרת הסיכון הראויה ארוכת הטווח, עלות החוב המייצגת לטווח ארוך, יחס המנוף הפיננסי הנורמטיבי לטווח ארוך וכו'), הרי שגם שיעור המס הנורמטיבי לטווח ארוך לצורך חישוב ה-WACC צריך להיות שיעור המס התאגידי הסטטוטורי השולי הנורמטיבי לטווח ארוך החל על חברות באזורים הגיאוגרפיים שבהם פועלת החברה.

מאחר שהחברה בדוגמה שלפנינו דנן, פועלת בישראל הרי ששיעור המס התאגידי הסטטוטורי השולי הנורמטיבי החל עליה נכון למועד הערכת השווי (קרי, יום ה-31 בדצמבר 2009) הינו 26%. דא עקא, מאחר וכפי שצוין שיעור המס לטווח ארוך המשמש לצורך חישוב ה-WACC צריך להיות שיעור המס התאגידי הסטטוטורי השולי הנורמטיבי לטווח ארוך החל על חברות במקום בו פועלת החברה, ומאחר ומועד הערכת השווי של החברה הינו ה-31 בדצמבר 2009, ומאחר והחברה פועלת רק בישראל, הרי ששיעור המס התאגידי הסטטוטורי השולי הנורמטיבי לטווח ארוך שחל עליה הינו 18% והוא זה שישמש לצורך חישוב ה-WACC בהערכת השווי של החברה ליום 31 בדצמבר 2009.

2. מהו שיעור מס אפקטיבי?

שיעור המס האפקטיבי הוא השיעור הממוצע בו יחיד או תאגיד ממוסים. נסביר תחילה כי תאגיד הוא שם כולל להתאגדות של אדם אחד או יותר לכלל ישות משפטית בעלת מטרות, הפועלת בנפרד מבחינה משפטית מבעליה, מעובדיה או חבריה (תופעה המכונה



"תכונת האישיות המשפטית הנפרדת". ישנם ארבעה סוגי תאגידים, כאשר בישראל התאגיד הנפוץ ביותר הוא חברה. יתר סוגי התאגידים הינם: שותפות, עמותה ואגודה שיתופית.

שיעור המס האפקטיבי של יחיד הינו השיעור הממוצע שבו ממוסה הכנסתו מיגיעה אישית, כאשר שיעור מס זה מחושב על בסיס מדרגות מס ובניכוי נקודות זיכוי למס, ככל שאלו קיימות. שיעור המס האפקטיבי של חברה הוא השיעור הממוצע שבו ממוסים רווחי החברה לפני מס, כאשר שיעור מס זה מחושב *ex-ante* (קרי, מראש) כממוצע המשוקלל של שיעורי המס השוליים שהחברה משלמת במדינות בהן היא פועלת, אלא אם כן לאותה חברה ישנם מגני מס ו/או הטבות מס כאלו ואחרות שהוענקו לה, אשר לפיהם החברה זכאית לשיעורי מס חברות מופחתים בהשוואה לשיעורי מס החברות הנהוגים בשוק והכל בהתאם לכתב אישור ההטבות. שיעור מס זה ניתן לחישוב *ex-post* (קרי, בדיעבד) על ידי חלוקת יתרת הוצאות המס ב- 12 החודשים האחרונים מתוך דו"ח הרווח וההפסד של החברה (יש לשים לב שהוצאות אלו בהתאם למגני מס ו/או הטבות מס, ככל שאלו קיימים, כמו גם בהתחשב בהפסדיה הצבורים של החברה, ככל שקיימים) ביתרת הרווח לפני מסים על הכנסה ב- 12 החודשים האחרונים מתוך דו"ח הרווח וההפסד של החברה.

לפיכך, שיעור המס האפקטיבי של חברה נקבע כפונקציה של האזורים הגיאוגרפיים שבהם החברה נשוא הערכת השווי פועלת על בסיס הרווחים לצורכי מס שהחברה צפויה להפיק באותם אזורים גיאוגרפיים. כמו כן יש לקבוע שיעורי מס מופחתים על חלק מהרווחים שעליהם חלים שיעורי מס מופחתים ולהתחשב גם בפרקי הזמן שנשארו לניצול הטבות המס שהוענקו לחברה.

לשם המחשה, נניח כי מעריך שווי בלתי תלוי נדרש להעריך את שווי השוק ההוגן של חברת נסטלה, בין היתר, לצורך הערכת שוויים הכלכלי של כתבי אופציות לא סחירים (ESOPs) למניות אשר הוענקו למנכ"ל החברה, במסגרת תוכנית להענקת אופציות למניות אשר אושרה על ידי דירקטוריון החברה ביום ה- 27 ביולי 2014 (בכוונה בחרנו במועד זה).

להלן פילוח הכנסותיה לצורך מס של חברת נסטלה לפי מדינות, מתוך דו"חותיה הכספיים לשנת 2014.

מדינה	משקל	שיעור המס התאגידי הסטטוטורי הנורמטיבי לטווח ארוך במדינות	שיעור המס התאגידי הסטטוטורי הנורמטיבי לטווח ארוך
ארה"ב	25.64%	40.00%	10.26%
סין	7.25%	25.00%	1.81%
צרפת	6.01%	33.33%	2.00%
ברזיל	5.59%	34.00%	1.90%
גרמניה	3.65%	29.65%	1.08%
בריטניה	3.26%	20.00%	0.65%
מקסיקו	3.23%	30.00%	0.97%
פיליפינים	2.72%	30.00%	0.82%
איטליה	2.30%	31.40%	0.72%
קנדה	2.14%	26.50%	0.57%
שוויץ	1.71%	17.92%	0.31%
יתר העולם	36.51%	21.30%	7.78%
סה"כ	100.00%		28.86%

להלן שיעור המס האפקטיבי של נסטלה הינו ממוצע המשוקלל של שיעורי המס התאגידיים הסטטוטוריים השוליים הנורמטיביים לטווח ארוך שמשלמת החברה במדינות בהן היא פועלת, אשר חושב על בסיס מחקר בדבר שיעורי המס התאגידיים הסטטוטוריים השוליים הנורמטיביים לטווח ארוך במדינות שונות שערך המלומד Aswath Damodaran (להלן "AD"), נכון ליולי 2014. לפיכך שיעור המס האפקטיבי לטווח ארוך שחל על נסטלה הינו 28.86% והוא זה שישמש לצורך חישוב ה-WACC בהערכת השווי של החברה ליום 31 בדצמבר 2009.

ניקח דוגמא נוספת, נניח כי מעריך שווי בלתי תלוי נדרש להעריך את שווי השוק ההוגן של אופציה המשובצת בהסכם רכישת מניות של חברה פרטית אחת על ידי חברת פרטית אחרת, נכון ליום ה- 31 בדצמבר 2010 (בכוונה בחרנו במועד זה), לצורך בחינת הכדאיות של אותה עסקת רכישת מניות.

בהנחה שלחברה נשוא הערכת השווי הוענקו הטבות מס בגין מעמדה כ"מפעל מאושר", "מפעל מוטב" וכיצואנית מכוח חוק עידוד השקעות הון, הרי ששיעור המס האפקטיבי לטווח ארוך אשר חל על החברה נכון ליום ה- 31 בדצמבר 2010 הינו 13.4%.



3. באיזה שיעור מס לטווח ארוך על מעריך השווי לעשות שימוש בעת חישוב ה-WACC עבור הערכות שווי של פעילויות עסקיות שאינן מאוגדות כחברה?

עבור הערכות שווי של פעילויות עסקיות שאינן מאוגדות כחברה (כגון: שותפות, אגודה שיתופית, עמותה או עסק בבעלות יחיד/עצמאי), על מעריך השווי לעשות שימוש בעת חישוב ה-WACC בשיעור המס החל על חברות. הבה ונסביר את הרציונאל. כאשר ניגשים להעריך את שווי השוק ההוגן של פעילות עסקית בבעלות יחיד/עצמאי (קרי, עוסק מורשה), הרי ששיעור המס החל על אותו עצמאי בגין פעילותו העסקית נגזר מטבלאות המס החלות על עצמאיים. אילו היה מאגד אותו יחיד את פעילותו העסקית כחברה, הרי ששיעור המס שהיה עליו לשלם היה מורכב משיעור מס חברות ובמידה ואותו יחיד היה מעוניין "להיפגש עם הכסף" היה עליו גם לשלם שיעור מס דיבידנד בגין הרווחים שאותם ימשוך מהחברה, ככל שימשוך. לפיכך, שיעור המס השולי שישלם אותו יחיד כבעל עסק שאינו מאוגד כחברה יהיה דומה לשיעור המס שאותו היה משלם אילו היה בעל עסק המאוגד כחברה.

נשאלת השאלה, במקרה שלאותו יחיד ישנם פטורים כאלו ואחרים ממס הכנסה (למשל, בשל מחלה או נכות) האם פטורים אלו אמורים להשפיע על שווייה הכלכלי של הפעילות העסקית? התשובה לכך הינה שלילית, זכויות היחיד הן שלו ושלו בלבד ולפיכך הן אינן חלק אינטגרלי מהפעילות העסקית. לפיכך, שווי השוק ההוגן של הפעילות העסקית אינו יכול להיגזר מאופן האחזקה בה (יחיד, שותפות, חברה) בדיוק כמו ששווי השוק ההוגן שלה אינו יכול להיגזר מזכויותיו המיוחדות של הרוכש או המוכר (השווי עבור מי מהם אולי גבוה יותר אולם זהו שווי השקעה ולא שווי שוק הוגן). למעשה, יש להתייחס לכל פעילות עסקית משל הייתה 'מונחת' על מדף המכירות, ללא שום קשר לזכויות המס של המוכר או הקונה הפוטנציאלי. לאמור, תמיד יש להעריך את שווי השוק ההוגן של הפעילות העסקית כאשר שיעור המס בגינה הינו שיעור המס הקשור לפעילות העסקית עצמה ולא לזכויות המס של המוכר או הקונה הפוטנציאלי.

במקרה של "מפעל מאושר" על פי חוק עידוד השקעות הון, שיעור המס המופחת הוא חלק מהפעילות העסקית ללא כל קשר למי שמחזיק בפעילות עסקית זו. בנוסף, אם לחברה נשוא הערכת השווי ישנם הפסדים צבורים לצורכי מס, הרי ששיעור המס לטווח ארוך שיקבע לצורך חישוב ה-WACC לא יושפע מכך, מאחר והפסדיה הצבורים של החברה יבואו לידי ביטוי בחישוב התזרים התפעולי החופשי (Free Cash Flow) החזוי או לחילופין כנכס מס עודף.

לפיכך, שיעור המס לטווח ארוך שיקבע לצורך חישוב ה-WACC עבור פעילות עסקית שאינה מאוגדת כחברה הינו שיעור המס שהיה נקבע חל עליה אילו הייתה מאוגדת



כחברה. הוא הדין לגבי יחיד, שותפות, עסק בבעלות יחיד/עצמאי, אגודה שיתופית, עמותה שלהם פעילות עסקית (למשל עמותה להצלת בעלי חיים שבבעלותה חניון בתל אביב).

4. לעניין שיעור המס לטווח ארוך לצורך חישוב ה-WACC, האם זה משנה האם הזכות המוערכת הינה מניות החברה או פעילותה העסקית של החברה?

התשובה היא לא מוחלט. שיעור המס לטווח ארוך לצורך קביעת ה-WACC צריך להיות זהה בין אם מדובר בהערכת שווי מניות חברה ובין אם מדובר בהערכת שווי פעילותה העסקית של החברה (כמובן תחת הנחת מכירת תיאורטית או בפועל של כל הנכסים וההתחייבויות התפעוליים של החברה). דא עקא, עשויים להיות הבדלים כלשהם בתזרים המזומנים החוזי, למשל אם לחברה המוערכת ישנם הפסדים צבורים למס ובמסגרת המכירה (גם אם תיאורטית) אותו נכס מס נשאר בחברה, כיוון שהיא מוכרת אך ורק את נכסיה והתחייבויותיה התפעוליים (ולא הפיננסיים או העודפים), הרי שבמקרה של הערכת שווי מניות החברה אותו נכס מס יקבל ביטוי בחישוב התזרים התפעולי החופשי (Free Cash Flow) החוזי (ולא בשיעור המס לטווח ארוך לצורך חישוב ה-WACC) בעוד שבמקרה של הערכת שווי פעילותה העסקית של החברה (קרי, מכירת תיאורטית או בפועל של כל הנכסים וההתחייבויות התפעוליים של החברה) אותו נכס המס לא נמכר ועל כן גם לא יקבל כל ביטוי.

במקרה שבו חברה מוכרת את פעילותה העסקית הממוקמת במדינה אחת אך משאירה את בדידה פעילויות עסקיות במדינות שונות, הלו ברור כי שיעור המס הרלוונטי לחברה יהיה שונה מזה של הפעילות העסקית הנמכרת ולו בגלל ששיעור המס של החברה הינו הממוצע המשוקלל של שיעורי המס במדינות השונות שבהן היא פועלת, בעוד ששיעור המס הרלוונטי לפעילות העסקית הינו שיעור המס במדינה בה אותה פעילות מפיקה את רווחיה.

5. באיזה שיעור מס לטווח ארוך על מעריך השווי לעשות שימוש בעת חישוב ה-WACC עבור הערכות שווי למטרות דיווח כספי?

עבור הערכות שווי למטרות דיווח חשבונאי, לרבות, ומבלי להגביל:

- קביעת שווי הוגן במסגרת ייחוס עלויות רכישה (PPA- Purchase Price Allocation), על פי תקן דיווח כספי בינלאומי IFRS 3 (R), תקן חשבונאות אמריקאי ASC 805 [לשעבר SFAS 141 (R)] ותקן חשבונאות ישראלי מספר 20 (מתוקן);

- קביעת שווי הוגן בעת בדיקות פגימה (Impairment) לנכסים לרבות מוניטין, על פי תקן חשבונאות בינלאומי IAS 36, תקני חשבונאות אמריקאיים ASC 350 [לשעבר SFAS 142] ו-ASC 360 [לשעבר SFAS 144] ותקן חשבונאות ישראלי מספר 15;
 - קביעת שווי הוגן למכשירי הון, כגון מניות בכורה, במסגרת פיצול רכיבי הון של חברה (כלל ה-409A של ה-IRS), על פי תקן IFRS 13 ותקן חשבונאות אמריקאי ASC 820 [לשעבר SFAS 157];
 - קביעת שווי הוגן להקצאות אופציות לעובדים (ESOP's), על פי תקן דיווח כספי בינלאומי IFRS 2, תקן חשבונאות אמריקאי ASC 718 [לשעבר SFAS 123 (R)] ותקן חשבונאות ישראלי מספר 24;
 - קביעת שווי הוגן למכשירים (נכסים והתחייבויות) פיננסיים (כגון: מניות, ניירות ערך, איגרות חוב, אופציות, עסקאות אקדמה ועסקאות החלפה) ונגזרים משובצים [הכוונה למכשיר, כגון חוזה, הכולל מספר חוזים נפרדים המשולבים יחדיו, (Embedded)] על פי תקני חשבונאות בינלאומיים IAS 39 ו- IAS 32, תקן דיווח כספי בינלאומי IFRS 7 ותקן חשבונאות ישראלי מספר 22;
 - קביעת שווי הוגן לנכסים בלתי מוחשיים (פטנטים, סימני מסחר, קשרי לקוחות, הון אנושי וכו') על פי תקן חשבונאות בינלאומי IAS 38, בפרשנות לתקן SIC 32 ותקן חשבונאות ישראלי מספר 30.
- בעת חישוב ה- WACC על מעריך השווי לעשות שימוש בשיעור המס התאגידי הסטטוטורי השולי הנורמטיבי לטווח ארוך החל על חברות במדינות בהן פועלת החברה המוערכת. לצורך כך, עליו להתעלם מיתרת נכס המס שבספרי החברה, ככל שזו קיימת, ממגני מס (למשל בגין הפחתת הפרשים מקוריים או בגין הפחתת מוניטין) והטבות מס (למשל, "מפעל מאושר", "מפעל מוטב" או כיצואנית מכוח חוק עידוד השקעות הון – התשי"ט, 1959) חרף קיומם של כתבי אישור להטבות הללו, ככל ואלו קיימים.**

6. באיזה שיעור מס לטווח ארוך על מעריך השווי לעשות שימוש בעת חישוב ה- WACC עבור הערכות שווי שאינן למטרות דיווח כספי?

עבור הערכות שווי שאינן לצרכים חשבונאיים, לרבות, ומבלי להגביל:

- מיזוגים ורכישות (Mergers and acquisitions);
- מכירות ופיצולים (Sales and divestitures);
- הסכמי קניה/מכירה (Buy/sell agreements);
- חוות דעת הוגנות (Fairness opinions);



- עסקאות עם בעלי מניות (Shareholder transactions);
- עירווי הון (Capital infusions);
- תוכניות הטבות לעובדים (Employee benefit plans);
- עדות מומחה/ מתן סיוע בהליכים משפטיים (Expert testimony/litigation)
- ;(support
- תכנון ומיסוי עזבון (Estate planning and taxation);
- מסי מתנות (Gift taxes);
- חוות דעת סולבנטיות (Solvency opinions);
- חוות דעת לבחינת חדלות פירעון (Insolvency opinions);
- הערכת שווי בטוחות (Collateral valuations);
- תרומות נדיבות (Charitable contributions),
- קביעת ההפסד התפעולי הנקי בעת פשיטת רגל (Determination of net operating
- ;(loss in bankruptcy
- קביעת השווי להנזלה בעת פשיטת רגל (Determination of liquidation value in)
- ;(bankruptcy
- בחירת תאגיד מסוג S Corporation – חישוב רווח מובנה לכל נכס (S Corporation
- ;(Elections – calculation of built-in gain per asset
- בנקים - בקשה להלוואה (Banks – loan applications),
- הליכי הפקעה (Eminent domain proceedings);
- גירושין (Marital dissolution).
- בעת חישוב ה- WACC על מעריך השווי לעשות שימוש בשיעור המס האפקטיבי לטווח ארוך שיחול על החברה המוערכת.

7. האם קיים הבדל בתהליך חישוב שיעור המס התאגידי עבור חברה ציבורית, בעת הערכת שווי זכויות שאינן מקנות שליטה לעומת בעת הערכת שווי זכויות המקנות שליטה?

הגדרות שווי

<p>פרשנות על פי ה- <i>International Glossary of Business Valuation Terms</i></p>	<p>הגדרת השווי (Standard of Value), הזיהוי של סוג השווי שבו עושים שימוש (בהתקשרות מסוימת)</p>
<p>המחיר, המובע במונחים של שווי מזומנים, שבו רכוש יחליף ידיים בין קונה מרצון היפותטי לבין מוכר מרצון היפותטי, הפועלים במסגרת עסקה שאינה מושפעת מיחסים מיוחדים בין הצדדים בשוק פתוח ובלתי מוגבל, כאשר אף אחד מהם אינו מוכרח לקנות או למכור וכאשר לשניהם יש ידע סביר לגבי העובדות הרלוונטיות. שווי שוק (Market Value) של נכס סחיר, נקבע בבורסה לניירות ערך בה הוא נסחר. שווי שוק ייחשב לשווי שוק הוגן רק אם מדובר בעסקה המבוצעת בין מוכר מרצון לקונה מרצון, הפועלים בצורה מושכלת.</p>	<p>שווי שוק הוגן (Fair Market Value)</p>
<p>השווי למשקיע מסוים על פי דרישות וציפיות השקעה אינדיבידואליות. זוהי מדידת שווי מנקודת מבט של משקיע ספציפי, בהתאם לציפיות ולדרישות הייחודיות של אותו משקיע. מדרג זה של שווי כלכלי מביא בחשבון סינרגיה עם נכסי פורטפוליו אחרים, פיזור השקעה ושיקולי אחזקה בטווח הארוך.</p>	<p>שווי השקעה (Investment Value), שווי למשקיע ספציפי</p>
<p>השווי שמשקיע מחשיב את כשוויו 'הנכון' או 'האמיתי' של פריט מסוים, בהתבסס על הערכת עובדות זמינות. מדידת שווי פנימי מבוססת על ניתוח יסודי של נתונים ומאפיינים רלוונטיים הקשורים לנכס מוערך, תוך שימוש בטכניקות הערכה מקובלות (כגון היוון תזרימי מזומנים – DCF, שיטת מכפיל הרווח המייצג ועוד). זהו השווי הכלכלי האמיתי של הנכס ("True or Real") כעומד בפני עצמו (קרי, ללא סינרגיה עם נכסים אחרים), על בסיס שיקולי הטווח הארוך. בעניין זה יש לציין, כי למשקיעים שונים עשויים להיות שיקולים שונים בבואם להחליט על שווי הרלבנטי של מניות. שיקולים אלו כוללים, בין היתר, את מידת הסינרגיה לעסקים הקיימים, את יכולת ביזור הסיכונים התפעוליים הכרוכים בפעילות החברה. כמו-כן למשקיעים שונים יש שיקולי מס שונים. מדידת שווי פנימי מתעלמת למעשה משיקולים ספציפיים אלו ומנסה להגיע לשווי כלכלי של הנכס כ- stand-alone.</p>	<p>שווי פנימי (Investment Value), שווי כלכלי אמיתי</p>
<p>למדינות מסוימות יש חוקים העושים שימוש במונח שווי הוגן בעניינים של בעלי מניות ושותפים. לפיכך, לצורכי ענייני משפטיים בלבד, המונח עשוי להיות מוגדר על ידי חוק או פסיקה באיזור שיפוט מסוים</p>	<p>שווי הוגן לצורכי עניינים משפטיים (Fair Value for Litigation)</p>
<p>המונח מוגדר על ידי מסגרת הדיווח הכספי הרלוונטית. למשל, בתקני דיווח כספי בינלאומיים (IFRS) המונח מוגדר באופן הבא: המחיר שהיה מתקבל במכירת נכס או מחיר שהיה משולם בגין העברת התחייבות בעיסקה רגילה בין משתתפים בשוק במועד המדידה. מקור: תקן דיווח כספי בינלאומי 13 "מדידת שווי הוגן" (IFRS 13) של הוועדה לתקני חשבונאות בינלאומיים (IASB).</p>	<p>שווי הוגן למטרות דיווח כספי משפטיים (Fair Value for Financial Reporting)</p>

הפרמטרים האמפיריים הדרושים לאמידת שיעור המס הנורמטיבי ארוך הטווח לצורך חישוב עלות ההון הממוצעת המשוקללת (WACC) בחברה ציבורית ואופן אמידתם

זכות עסקית המקנה שליטה		זכות עסקית שאיננה מקנה שליטה	נשוא הערכת השווי
שווי השקעה (שווי למשקיע ספציפי), Investment Value	שווי הוגן למטרות דיווח כספי (Fair Value for Financial Reporting), שווי הוגן לצורכי עניינים משפטיים (Fair Value for Litigation), שווי שוק הוגן (Fair Market Value) או שווי פנימי (Investment Value), שווי כלכלי אמיתי (Value)	לא משנה מהי הגדרת השווי, זכות שאיננה מקנה שליטה אינה מאפשרת למעשה שנות את יחס המנוף הפיננסי $D/(D+E)$ של היישות. נזכיר כי כל זכות מיעוט הינה זכות שאיננה מקנה שליטה אולם ההיפך אינו נכון.	הגדרת השווי (Standard of Value), הזיהוי של סוג השווי שבו עושים שימוש (בהתקשרות מסוימת)
אם מדובר בהערכת שווי לצורכי דיווח חשבונאי/כספי, הרי שיש להשתמש בשיעור המס התאגידי הסטטוטורי השולי הנורמטיבי לטווח ארוך אשר חל על החברה. מאידך, אם מדובר בהערכת שווי שלא לצורכי דיווח חשבונאי/כספי (למשל לצרכי עסקאות, מס או כחווות דעת לצרכים משפטיים), הרי שיש להשתמש בשיעור המס האפקטיבי של החברה ב- 4 הרבעונים האחרונים שקדמו למועד החישוב			שיעור מס תאגידי ראוי (T)

8. האם קיים הבדל בתהליך חישוב שיעור המס התאגידי עבור חברה פרטית, בעת הערכת שווי זכויות שאינן מקנות שליטה לעומת בעת הערכת שווי זכויות המקנות שליטה

הפרמטרים האמפיריים הדרושים לאמידת שיעור המס הנורמטיבי ארוך הטווח לצורך חישוב עלות ההון הממוצעת המשוקללת (WACC) בחברה פרטית ואופן אמידתם

זכות עסקית המקנה שליטה		זכות עסקית שאיננה מקנה שליטה	נשוא הערכת השווי
שווי השקעה (Investment Value), שווי למשקיע ספציפי)	שווי הוגן למטרות דיווח כספי (Fair Value for Financial Reporting), שווי הוגן לצורכי עניינים משפטיים (Fair Value for Litigation), שווי שוק הוגן (Fair Market Value) או שווי פנימי (Investment Value), שווי כלכלי אמיתי (Value)	לא משנה מהי הגדרת השווי, זכות שאיננה מקנה שליטה אינה מאפשרת למעשה שנות את יחס המנוף הפיננסי $D/(D+E)$ של היישות. נזכיר כי כל זכות מיעוט הינה זכות שאיננה מקנה שליטה אולם ההיפך אינו נכון.	הגדרת השווי (Standard of Value), הזיהוי של סוג השווי שבו עושים שימוש (בהתקשרות מסוימת)
<p>אם מדובר בהערכת שווי לצורכי דיווח חשבונאי/כספי, הרי שיש להשתמש בשיעור המס התאגידי הסטטוטורי השולי הנורמטיבי לטווח ארוך אשר חל על החברה. מאידך, אם מדובר בהערכת שווי שלא לצורכי דיווח חשבונאי/כספי (למשל לצרכי עסקאות, מס או כחווה דעת לצרכים משפטיים), הרי שיש להשתמש בשיעור המס האפקטיבי של החברה ב- 4 הרבעונים האחרונים שקדמו למועד החישוב</p>			שיעור מס תאגידי ראוי (T)

בכבוד רב,

רועי פולניצר

Roi Polanitzer

יו"ר ומנכ"ל הלשכה

 WWW.IAVFA.ORG



רחוב נתן ברניצקי 5, ראשון לציון 7524205, ישראל



077-5070590



153-77-5070590



IAVFA1020@GMAIL.COM