

חברות חוכרות נכס

השלכת מהפכת הדיווח על חכירות לפי תקן דיווח כספי בינלאומי 16 על ניתוח דוחות כספיים והערכות שווי < יורם עדן, שלומי שוב



תקן דיווח כספי בינלאומי 16 (IFRS 16), שתחולתו לגבי תקופות שנתיות המתחילות בחודש ינואר 2019, הביא לשינויים מהותיים בדוחות הכספיים של חברות שעשו שימוש נרחב בחכירות תפעוליות.

בקליפת האגוז, התקן ביטל את ההבחנה שהיתה קיימת בתקן הקודם (והיתה מקובלת בתקינה החשבונאית במשך עשרות בשנים) בין חכירה מימונית לחכירה תפעולית, וקבע, כי החוכר נדרש להכיר בנכסים ובהתחייבויות עבור הזכויות והמחויבויות שנוצרו כתוצאה מעסקות החכירה.¹ במילים אחרות: במאזן החברה החוכרת יש לרשום רכישה של נכס (שמכונה "זכות שימוש") לפי השווי המהווה של דמי החכירה החוזיים, וזאת כנגד רישום של חוב פיננסי. שיעור ההיוון של דמי החכירה יהיה לפי שיעור ההיוון הגלום בחכירה. אם לא ניתן לזהות שיעור היוון זה יש להציב את שיעור ההיוון התוספתי של החוכר.

ניתן לתמצת על השפעת התקן על הדוחות הכספיים באופן הבא:

השפעה על הדוח על המצב הכספי (מאזן):

פרופ' יורם עדן, רו"ח, ראש בית הספר הבינתחומי לחברה ולקהילה וראש החוג לכלכלה וחשבונאות, המכללה האקדמית הדסה, ירושלים. רו"ח שלומי שוב, ראש תוכנית חשבונאות וסגן דיקן בבית הספר למינהל עסקים ע"ש אריסון, המרכז הבינתחומי בהרצליה. המחברים מודים לפרופ' אמיר ברנע על תרומתו המהותית לכתיבת מאמר זה. המאמר מבוסס על פרק במהדורה השנייה של הספר "תורת המספרים של עולם העסקים", הצפוי להתפרסם בקרוב בהוצאת IFRS קונסולטינג.

ניתן להניח, כי חברת ב' וג' יתאימו (בדוחות ההתאמה לצורכי מס) את הוצאות המימון והפחתת זכות השימוש בנכס מחד, ויתבעו את מלוא תשלום דמי החכירה בסכום של 320 אלף שקל לשנה, כהפחתה מההכנסה החייבת מאידך. יש להדגיש, כי לצורך הערכת השווי בגישת DCF, עלינו להציב את הוצאות המס התזרימיות, ולהתעלם לחלוטין מסוגיית המיסים הנדחים

שהוצאות ריבית והוצאות פחת אינן נכללות ב-EBITDA, נמצא שיישום התקן יביא לגידול ב-EBITDA.

< הוצאות הריבית יחושבו מדי תקופה לפי יתרת ההתחייבות הפיננסית. כיוון שזו תקטן מדי תקופה לאורך תקופת החכירה, הרי שגם הוצאות הריבית יקטנו מדי תקופה לעומת הסכום שנרשם בתקופה קודמת. כתוצאה מכך, הרווח לאחר הוצאות המימון פוחת בתחילת תקופת החכירה בה שווי הנכס "זכות השימוש" גבוה, אך מתאזן במהלך תקופת החכירה. < הוצאות הפחת יירשמו בהתאם לתקופת

יהיה "ניפוח" של המאזן על ידי הוספת נכס (זכות שימוש) כנגד התחייבות פיננסית בגובה הערך המהווה של דמי החכירה החוזיים.² שינוי זה יביא לכך שיחסי המינוף הפיננסי שיתקבלו מני-תוח טכני של הדוחות הכספיים (המבוסס על נתוני הדוחות הכספיים בלבד) יהיו גבוהים יותר.

השפעה על דוח הרווח והפסד:

< בעוד שלפי התקן הקודם דמי החכירה נכללו כהוצאה ברווח התפעולי, כמו גם ב-EBITDA, הרי שמעתה כיוון

החכירה, ולא לפי אורך החיים הכלכלי של הנכס.³

< לא ברור מה תהיה השפעת התקן על חבות המס השוטפת של החברה. ניתן להניח, כי החברות יתאימו (בדוחות ההתאמה לצרכי מס) את הוצאות המימון והפחתת זכות השימוש בנכס, ויתבעו את מלוא הוצאות החכירה כהפחתה מההכנסה החייבת במס (בתנאי שזו סווגה בעבר כתפעולית).

השפעה על הדוח על תזרימי המזומנים:

בעוד שלפי התקן הקודם, דמי החכירה הוכרו כהוצאה במלואם ונגרעו מיתרת התזרים מפעילות שוטפת, הרי שלפי התקן החדש: תשלומים במזומן בגין חלק הקרן של התחייבות החכירה, יסווגו במסגרת פעילות מימון. ואילו תשלומים במזומן בגין חלק הריבית על התחייבות בגין חכירה יסווגו בהתאם למדיניות החשבונאית של החברה, כפעילות שוטפת או כפעילות מימון. נראה שלתקן עשויות להיות השל-

כות מרחיקות לכת על אמות מידה פיננסיות המתייחסות למינוף הפיננסי ול-EBITDA,⁴ ואף לאופן שבו אנו בוחנים את יכולת הפירעון של החברה לצורך יישום מבחן יכולת הפירעון כתנאי לחלוקת דיבידנדים.

בהמשך הדיון נתמקד בהשפעת התקן על מתודולוגיות הערכות שווי, בעיקר על הערכות שווי המבוססות על שימוש במכפיל EBITDA ועל המתודולוגיה המקובלת ביותר של היוון תזרימי המזומנים החופשיים - DCF.

טבלה 1: נתוני דוגמה

חברה ג' לאחר יישום IFRS 16	חברה ב' לאחר יישום IFRS 16	חברות ב' ו-ג' לפני יישום IFRS 16	חברה א'	הערות
(4)	(3)	(2)	(1)	
1,000,000	1,000,000	1,000,000	1,000,000	תמצית מאזנים ליום 31.12.2018
3,141,807	2,147,226	-	-	הון חוזר תפעולי
-	-	-	4,000,000	זכות שימוש
4,141,807	3,147,226	1,000,000	5,000,000	נדל"ן
-	-	-	3,000,000	הלוואה
3,141,807	2,147,226	-	-	התחייבות בגין חכירה
1,000,000	1,000,000	1,000,000	2,000,000	הון עצמי
4,141,807	3,147,226	1,000,000	5,000,000	
				תמצית מדוחות רווח או הפסד חזויים
				לשנת 2019
1,000,000	1,000,000	1,000,000	1,000,000	רווח תפעולי, לפני הוצאות
-	320,000	320,000	-	שכירות, פחת ומימון
-	-	-	120,000	תשלום דמי שכירות/חכירה
157,090	214,723	-	-	הוצאות פחת
251,345	171,778	-	180,000	הפחתת זכות שימוש
591,565	613,499	680,000	700,000	הוצאות ריבית
				רווח לפני מיסים
24%	32%	100%	40%	יחס מינוף חשבונאי
1,000,000	1,000,000	680,000	1,000,000	EBITDA

הערות

- א. ההתחייבות חושבה באופן הבא: בחברה ב' - $PV(8\% * 10, 320,000) = 2,147,226$; בחברה ג' - $PV(8\% * 20, 320,000) = 3,141,807$.
- ב. הצבנו שיעור פחת של 3%.
- ג. שיעור הריבית על הלוואה של חברה א' הוא 6%.
- ד. מצאנו לנכון לא להידרש לנושא הוצאות המס שיירשמו בדוחות הכספיים. ממילא הדבר אינו רלוונטי לצורך חישוב ה-EBITDA והערכות שווי המבוססות על שימוש במכפיל EBITDA. לגבי הערכות שווי מבוססות DCF, הנחנו בהמשך, כי הוצאת המס התזרימית בכל אחת משלוש החברות לא תשתנה בעקבות יישום התקן החדש. חברות ב' ו-ג' יתאימו (בדוחות ההתאמה לצרכי מס) את הוצאות המימון והפחתת זכות השימוש בנכס, ויתבעו את מלוא הוצאות החכירה כניכוי מההכנסה החייבת במס.
- ה. יחס ההון העצמי לסך הנכסים.

ויצביע על כך שחברות ב' רג' ממונפות למעשה יותר מאשר חברה א'. במאמר מוסגר נציין, כי מרבית האנליסטים וחברות הדי-רוג היו מודעים לקושי שהיה קיים עד ליישום התקן החדש, והביאו בחשבון את ההתקשרות בגין עסקות חכירה כהתחייבות פיננסית, בעת חישוב יחסי המינוף הפיננסי ובחינת החוסן הפיננסי של החברה.

< עם זאת, כאשר תקופת החכירה קצרה מאורך החיים השימושיים של הנכס החכור, הרי שיש לבחון את השאלה מה מהותם של דמי החכירה ועד כמה הם אינצידינטליים לפעילות השוטפת של העסק. נתוני טבלה 1 מראים לכאורה, כי דרגת המנוף הפיננסי של חברה ב' (32%) נמוכה יותר מזו של חברה ג' (24%). אבל פער זה נובע אך ורק מכך שתקופת החכירה של חברה ב' היא עשר שנים, וזו של חברה ג' היא 20 שנה. אם נניח שבתום תקופת החכירה של עשר השנים הראשונות יהיה על החברה להמשיך ולשכור את החנות, או נכס תחליפי אחר, נמצא שאין כל הצדקה עניינית להניח שדרגת המנוף של חברה ב' נמוכה מזו של חברה ג'. בסוגיה זו נרחיב בהמשך.

שימוש במכפיל EBITDA

נניח עתה, כי אנו רוצים לאמוד את שווי כל אחת משלוש החברות ל-31.12.18 בשיטת מכפיל ה-EBITDA, תחת ההנחה שהמכפיל הענפי הוא תשע. תוצאות ההערכה מוצגות בטבלה 2. בטור (1) אנו אומ-

שקל, ודמי החכירה השנתיים שישלמו חברות ב' רג' יהיו 320 אלף שקל לשנה. כל אחת משלוש החברות צופה, כי הרווח החוזי בשנת 2019, לפני תשלום דמי חכירה, הוצאות פחת והוצאות מימון, יהיה מיליון שקל. הנחנו בנוסף, כי כל אחת משלוש החברות זקוקה להון חוזר תפעולי של מיליון שקל.

יש לתת את הדעת לכך, שעסקות חכירה של נדל"ן סווגו עד כה ברובן בעסקות חכירה תפעולית, בשל אורך החיים השימושיים הארוך יחסית של נדל"ן. לכן, עסקות החכירה של חברות ב' רג' סווגו עד 31.1.18 כעסקות חכירה תפעוליות.

בטבלה 1 מוצגת תמצית הנתונים הכספיים הרלוונטיים. בטור (1) מוצגים נתוני חברה א'. בטור (2) מוצגים נתוני החברות ב' רג', כפי שהם היו מוצגים לפני יישום התקן החדש. בטור (3) מוצגים נתוני חברה ב' לאחר יישום התקן החדש. בטור (4) מוצגים נתוני חברה ג' לאחר יישום התקן החדש. כבר מעיון ראשוני בנתוני טבלה 1 עולות המסקנות הבאות:

< במצב הקיים, עסקות חכירה תפעוליות היו מעין מכשיר מימון חוץ-מאזני. אם נשווה את נתוני טור (1) לטור (2) נמצא, כי בחינה "טכנית" של יחס המינוף החשבור נאי תוביל למסקנה חד-משמעית שחברה א' ממונפת, בעוד שחברות ב' רג' אינן ממונפות כלל. זאת למרות שלחברה א' הון עצמי בסכום כפול מזה של כל אחת מהחברות האחרות.

< יישום הוראות התקן ישנה את התמונה

השפעה על הערכות שווי

לכאורה, שינוי בתקן דיווח חשבונאי גרידא, ללא שינוי בפרמטרים התפעוליים של החברה, אינו אמור להשפיע על שווי החברה. שווי זה נגזר מתזרימי המזומנים העתידיים שלה, וככל שאלו אינם אמורים להשתנות, גם שווי החברה אינו אמור לכאורה להשתנות.

אולם, במקרה שלפנינו, התקן החדש מחייב אותנו לבחון מחדש את שאלת מהותם הכלכלית של תשלום דמי החכירה: האם הם מהווים הוצאה תפעולית, או הוצאה מימונית. כפי שנראה בהמשך הדיון, התשובה לשאלה זו עשויה להניב תוצאות הערכה שונות לשווי החברה. כמו כן, יש בה כדי להציב סימני שאלה לגבי נאותות המתודולוגיות ששימשו אותנו עד כה בביצוע הערכות שווי.

לצורך הדיון בראש פרק זה, נבחן נתוני דוגמה פשטנית. הדיון בדוגמה זו יסייע לנו למקד את הדיון בשאלת אפיונם הכלכלי של דמי החכירה: האם הם מהווים הוצאה תפעולית, או הוצאה מימונית.

נניח שלפנינו שלוש חברות: א' ב' רג'. כל שלוש החברות פועלות בתחום הקמעון נאי ומפעילות חנויות מכירה. חברה א' רכשה את נכס החנות, ולצורך כך נטלה מימון חלקי מבנק. חברה ב' התקשרה בהסכם חכירה לחכירת החנות לעשר שנים, וחברה ג' התקשרה בהסכם חכירה לחכירת החנות לתקופה של 20 שנה. שיעור הריבית הגלום בעסקות החכירה הוא 8%, כאשר השווי ההוגן של כל אחת מהחנויות נכון ל-31.12.18 הוא 4 מיליון

טבלה 2: אומדן שווי החברות לפי שיטת מכפיל ה-EBITDA

חברות ב' ו-ג' מתוקנן	חברה ג' לאחר יישום IFRS 16	חברה ב' לאחר יישום IFRS 16 (בש"ח)	חברות ב' ו-ג' לפני יישום IFRS 16	חברה א' (1)	
(5)	(4)	(3)	(2)	(1)	EBITDA
1,000,000	1,000,000	1,000,000	680,000	1,000,000	מכפיל
9.00	9.00	9.00	9.00	9.00	שווי תפעולי
9,000,000	9,000,000	9,000,000	6,120,000	9,000,000	בניכוי - חוב פיננסי
4,000,000	3,141,807	2,147,226	-	3,000,000	שווי החברה
5,000,000	5,858,193	6,852,774	6,120,000	6,000,000	

מהשווי של חברה א'. השינוי בשווי משקף במלואו את הפער שבין ההון העצמי של חברה א' למועד ההערכה לבין ההון העצמי של כל אחת מהחברות ב' ו-ג'. כמו כן, לסיווג הוצאת החכירה כתפעולית כמוצג בטור (2), או כמימונית כמוצג בטור (5), אין כל השפעה על תוצאת הערכת השווי. עם זאת, יש להדגיש, כי תוצאות אלו נכונות אך ורק במקרה הפרטי והלא-שכיח, שבו מחיר ההון המשוך קלל של החברה זהה לשיעור ההיוון הגלום העסקת החכירה.

הנה כי כן, השאלה הקריטית אותה אנו צריכים לבחון היא כיצד ל"צבוע" את תשלום דמי החכירה. אם נצבע אותם כהוצאה תפעולית, הם יהוונו לפי שיעור היוון של 11.1%. אם נתייחס אליהם כהוצאה מימורנית, הם יהוונו לפי שיעור ההיוון הגלום בע"ס. סקת החכירה (8%) ויקבלו למעשה ערך גבוה יותר. ככל שהוצאה מהוונת לפי שיעור היוון גבוה יותר, כך גדל סכום השווי של החברה. לפיכך נמצא, כי התייחסות לתשלום דמי החכירה כאל הוצאה תפעולית, כפי שנעשה עד כה בעבר, תוביל בהכרח לתוצאות הערכה גבוהות יותר.

נראה, כי ההחלטה בדבר אופן הטייפול בדמי החכירה תחייב את מעריך השווי לבחון, באופן ספציפי לגבי כל חברה מוערכת, מהו האפיון הכלכלי של הסדר החכירה, ובפרט לתת דעתו לפרמטרים הבאים של הסדר החכירה: תקופת החכירה, תנאי היציאה, התאמת הנכס לצורכי החוכר וקיום שוק משני. ככל שהנכס נחרך לתקופה ארוכה

את הפער של מיליון שקל בהון העצמי של שתי החברות למועד ההערכה (31.12.18): 2 מיליון שקל בחברה א' לעומת מיליון שקל בלבד בכל אחת מהחברות ב' ו-ג', כמוצג בטבלה 1 לעיל.

עדיין עלינו לבחון את משמעות הפער בין תוצאות הערכת שווי חברות ב' ו-ג' לפי החישוב ה"ישן" שבו דמי החכירה מופח"תים מהרווח התפעולי וה-EBITDA, כמוצג בטור (2), והמצביע על שווי של 6.12 מיליון שקל, לבין תוצאת ההערכה של 5 מיליון שקל המתקבלת לאחר יישום הוראות התקן החדש, וכמוצג בטור (5).

לצורך זאת עלינו לחזור ולבחון את משמעותו של מכפיל ה-EBITDA. יש לתת את הדעת לכך שמכפיל ה-EBITDA המייצג במכפיל מסוים, שקולה כנגד היוון לאינסוף של ה-EBITDA המייצג בשיעור היוון (לפני מס) של אחד לחלק למכפיל ה-EBITDA. לפיכך, הצבת מכפיל ה-EBITDA של תשע, שקולה להיוון לפי שיעור היוון לפני מס של 11.1% (= 1/9).

דמי החכירה חושבו לפי שיעור של 8% מהשווי ההוגן של הנדל"ן. שיעור היוון של 8% (לפני מס) שקול למכפיל ה-EBITDA של 12.5 (1/8%). לצורך ההמחשה בלבד נניח, כי היינו מציבים מכפיל ה-EBITDA של 12.5. אומדני השווי לפי מכפיל ה-EBITDA של 12.5 מוצגים בטבלה 3.

נתוני טבלה 3 נראים לכאורה סבירים, שכן לאחר התקנון בטור (5), השווי של כל אחת מהחברות ב' ו-ג' אכן נמוך במיליון שקל

דים את שווי חברה א'. בטור (2) אנו אומדים את שווי החברות ב' ו-ג' (כפי שהיה מתקבל תחת חישוב "טכני" לפי הנתונים החשבו"נאיים ל-31.12.18 וכפי שנערכו לפי התקן הישן). בטורים (3) ו-(4) מוצג יישום טכני של שיטת מכפיל ה-EBITDA לנתונים החשבו"נאיים המוצגים לפי התקן החדש (וכמפורט בטבלה 1). בטור (5) מוצג אומדן השווי לאחר "תקנון" תקופת החכירה, ופי שיוסבר בהמשך הדיון.

נתוני טבלה 2 מצביעים על כך שיישום טכני פשטני של גישת מכפיל ה-EBITDA, מתוך הצבת הנתונים מהדוחות החשבונאיים של חברות ב' ו-ג', עלול להביא לתוצאות הערכה מוטות. כך למשל נראה, לכאורה, שחברה ב' שווה כמיליון שקל יותר מחברה ג'. אולם פער זה בתוצאות ההערכה, נובע, כפי שהוסבר לעיל, אך ורק מהנחת תקופת החכירה (עשר שנים בחברה א' ו-20 שנה בחברה ב'). הנחה שונה לגבי תקופת החכירה תביא לערך שונה של החוב הפיננסי, כאשר כל יתר המשתנים האחרים נותרים שווים, אם נניח שיהיה על החברה להמשיך ולשכור את הנכס עד אין סוף, נמצא שהערך המתוקנן של ההתחייבות הפיננסית הוא 4 מיליון שקל (320,000/8%). נציב נתון זה בטור (5) ונמצא ששווי החברה לאחר תקנון סכום החוב הפיננסי יהיה 5 מיליון שקל. הפער בין שווי חברה א' - 6 מיליון שקל, כמוצג בטור (1) בטבלה 2, לבין השווי המתוקנן של כל אחת מהחברות ב' ו-ג' (5 מיליון שקל) כמוצג בטור (5) בטבלה 2, משקף

טבלה 3: אומדן השווי לפי מכפיל ה-EBITDA השקול לשיעור ההיוון של דמי החכירה

חברות ב' ו-ג' מתוקנן	חברה ג' לאחר יישום IFRS 16	חברה ב' לאחר יישום IFRS 16	חברות ב' ו-ג' לפני יישום IFRS 16	חברה א'	
					(בש"ח)
(5)	(4)	(3)	(2)	(1)	
1,000,000	1,000,000	1,000,000	680,000	1,000,000	EBITDA
12.50	12.50	12.50	12.50	12.50	מכפיל
12,500,000	12,500,000	12,500,000	8,500,000	12,500,000	שווי תפעולי
4,000,000	3,141,807	2,147,226	-	3,000,000	בניכוי - חוב פיננסי
8,500,000	9,358,193	10,352,774	8,500,000	9,500,000	שווי החברה



ככל שהוצאה מהוונת לפי שיעור הוון גבוה יותר, כך גדל סכום השווי של החברה. לפיכך נמצא, כי התייחסות לתשלום דמי החכירה כאל הוצאה תפעולית, כפי שנעשה עד כה בעבר, תוביל בהכרח לתוצאות הערכה גבוהות יותר

לות המשוקללת תהיה 9%. עלות החוב הפיננסי ננסי תהיה 6% לפני מס ו-4.5% אחרי מס, משקלו היחסי יהיה 40% ועלותו המשוקללת - 1.8%. לשם פישוט הדיון נניח, כי מחיר ההון המשוקלל של כל אחת מהחברות ב' ו' ג' יהיה דומה (10.8%) למרות רמת המינוף השונה.

חברה א' מפעילה את חנות המכירה שלה בנכס בבעלות. הנכס הוא בר-פחת והוצאות הפחת מקנות לחברה יתרון מס. השאלה המהותית בדוגמה שלפנינו היא האם אכן קיים פחת כלכלי של נכס החנות, המחייב את החברה להוציא הוצאות הוניות כדי לשמור על היקף הפעילות הקיים שלה. ההנחה המקובלת בהערכות שווי היא, כי בתזרים השיורי המייצג יש להציב הוצאות הוניות בגובה הוצאות הפחת הצפויות.

לאחרונה אף הועלתה הטענה, לפיה ראוי יותר להניח שההוצאות ההוניות (CAPEX) יהיו גבוהות יותר מהוצאות הפחת, וכי הפר-קטיקה המקובלת - המניחה שההוצאות ההוניות תהינה בגובה הוצאות הפחת הצפויות - אינה ראויה, ומביאה להטיה כלפי

לרוב, מחיר ההון המשוקלל של החברה יהיה גבוה יותר משיעור הריבית הגלום בעסקת החכירה. כפי שכבר הסברנו, הרי שכלל הוצאה מהוונת לפי שיעור הוון גבוה יותר, כך גדל סכום השווי של החברה. לפיכך נמצא, כי התייחסות לתשלום דמי החכירה כאל הוצאה תפעולית, כפי שנעשה עד כה, תוביל בהכרח לתוצאות הערכה גבוהות יותר. נחזור לנתוני הדוגמה שהוצגה בטב-לאות 1 ו-2. יישום שיטת DCF לנתוני הדור-גמה, יחייב אותנו להזיקק להנחות אקסוגניות נוספות (בנוסף לשאלת הסיווג של דמי החכירה) ובהן: אומדן מחיר ההון המשר-קל (WACC) של כל אחת משלוש החברות; אופן הטיפול בהוצאות ההוניות (CAPEX) בהערכת השווי של חברה א'; המס שיחול כל הכנסת כל אחת מהחברות. לצורך המשך הדיון נניח, כי שיעור המס החל על כל אחת מהחברות הוא 25%.

הנחנו בנוסף, כי מחיר ההון המשוקלל של חברה א' יהיה 10.8%. עלות ההון העצמי לפני מס ולאחר מס תהיה 15%, משקלו היחסי בכלל המימון יהיה 60% ומכאן שהער-

יותר ללא זכות החזרה למחכיר וללא קיום שוק משני פעיל שמאפשר העברה של זכות החכירה לצד שלישי, כך יהיה נאות יותר לטפל בדמי החכירה כהוצאה מימונית. לעומת זאת, ככל שהנכס נחכר לתקופה קצרה יותר ו/או עם זכות החזרה למחכיר במהלך תקופת החכירה, וקיים שוק משני פעיל בו ניתן להער-ביר את זכות החכירה לצד שלישי, הרי שיהיה נאות יותר להניח שלפנינו הוצאה תפעולית. בנושא זה נחזור ונדון בסעיף הבא.

הערכות שווי בשיטת DCF

במתודולוגיה המקובלת ליישום גישת DCF (היוון תזרימי המזומנים החופשיים) אנו מהוונים את תזרימי המזומנים הלא-ממונפים של החברה. תוצאת ההיוון מייצגת את השווי התפעולי של החברה. השווי התפעולי מייצג את השווי השייך הן לבעלי מניות החברה והן לבעלי החוב שלה. כדי למצוא את שווי הון החברה, עלינו לנכות מן השווי התפעולי את סכום החוב הכספי. ככל שיש לחברה נכסים עודפים (שאינם מייצרים תזרימי מזר-מנים ולכן לא נכללו בשווי התפעולי שלה), עלינו להוסיף אותם לשווי הון החברה.

הנה כי כן, שאלת סיווג דמי החכירה, כהוצאה תפעולית או כהוצאה מימונית תשפיע על אופן הטיפול בהם במתודול-גית היישום של ה-DCF: אם נסווג אותם כהוצאה תפעולית, הם ייגרעו מתזרימי המזומנים אותם אנו מהוונים ומהשווי התפעולי של החברה. אם נסווג אותם כהוצאה מימונית, הם לא ייגרעו מתזרימי המזומ-נים (ומהשווי התפעולי), אך ההתחייבות בגין עסק החכירה (בערכה הנוכחי) תתוסף לסכום החוב הפיננסי. שווי ההון שיחושב יבטא את סכום השווי התפעולי בניכוי סכום החוב הפיננסי שיוגדל בסכום ההתחייבות הפיננסית בגין עסקת החכירה.

נקל להיווכח, כי שתי חלופות אלו לא יביאו, בדרך כלל, לתוצאות הערכה שקר-לות. זאת מאחר ותזרימי המזומנים מהוונים לפי מחיר ההון המשוקלל של החברה, בעוד שסכום ההתחייבות בגין עסקת החכירה מהוון לפי שיעור ההיוון הגלום בעסקת החכירה (ובמקרים בהם לא ניתן לזהות את שיעור ההיוון, לפי שיעור הריבית התוספתית של החוכר).

< לגבי חברות ב' ו-ג' (לאחר תקנון תקופת החכירה): תחשיב ג' – המתייחס להוצאות החכירה כאל הוצאה תפעולית; תחשיב ד' – המתייחס להוצאות החכירה כאל הוצאות מימונית.

הפער בסכום של 1,037,037 שקל בין תוצאות תחשיב ג' בו מטופלת הוצאת החכירה כהוצאה תפעולית, לבין תוצאות תחשיב ד' בו מטופלת הוצאת החכירה כהוצאה מימונית, נובע משוני בשיעור ההיוון בו מהוונים דמי החכירה בכל תחשיב, כמו־סבר בטבלה 5.

עינינו הרואות: בדרך כלל, טיפול בהוצאת החכירה כהוצאה תפעולית, יביא לתוצאות הערכה גבוהות יותר מאשר טיפול בהוצאת החכירה כהוצאה מימונית. הפער בתוצאות

תשלום דמי החכירה בסכום של 320 אלף שקל לשנה, כהפחתה מההכנסה החייבת מאידך. יש להדגיש, כי לצורך הערכת השווי בגישת DCF, עלינו להציב את הוצאות המס התזרימיות, ולהתעלם לחלוטין מסוגיית המיסים הנדחים.

בטבלה 4 מוצג יישום פשוטי של גישת DCF תחת ההנחה שהתזרים החזוי לשנת 2019 יהיה התזרים המייצג של כל אחת משלוש החברות. הלוח כולל ארבעה תחשיבים:

< לגבי חברה א': תחשיב א' – המת-עלם משאלת ההוצאות ההונית; תחשיב ב' – שנערך תחת ההנחה המקובלת לפיה על החברה יהיה להשקיע הוצאות הוניות בגובה הוצאות הפחת.

מעלה בתוצאות הערכה.⁵ עם זאת, בדוגמה שלפנינו העוסקת בנכס שהוא מבנה חנות, נראה, כי ההנחה לפיה הוצאות ההוניות יהיו בגובה הוצאות הפחת החשבונאי, היא סבירה וזהירה די הצורך.

מכל מקום, יש לתת את הדעת לכך שבמ־סלול חכירה, גם אם נניח שהמדובר בחכירה שתימשך תקופה ארוכה, דמי החכירה מגל־מים בתוכם גם פיצוי בגין ירידת הערך, והחוכר אינו צריך לתקצב הוצאות הוניות כלשהן.

רשות המיסים טרם התייחסה באופן מפורש להוראות התקן החדש. ניתן להניח, כי חברת ב' ו-ג' יתאימו (בדוחות ההתאמה לצורכי מס) את הוצאות המימון והפחתת זכות השימוש בנכס מחד, ויתבעו את מלוא

טבלה 4: הערכת שווי החברות בגישת היוון תזרימי המזומנים החופשיים - DCF

חברות ב' ו-ג' - לאחר תקנון	חברה א'		
	תחשיב ג'	תחשיב ב'	
(בש"ח)			
			רווח תפעולי, לפני הוצאות שכירות, פחת ומימון
1,000,000	1,000,000	1,000,000	1,000,000
-	(320,000)	-	תשלום דמי שכירות/חכירה
-	-	(120,000)	(120,000)
1,000,000	680,000	880,000	880,000
(170,000)	(170,000)	(220,000)	(220,000)
830,000	510,000	660,000	660,000
-	-	120,000	120,000
-	-	(120,000)	-
830,000	510,000	660,000	780,000
10.8%	10.8%	10.8%	10.8%
7,685,185	4,722,222	6,111,111	7,222,222
(4,000,000)	-	(3,000,000)	(3,000,000)
3,685,185	4,722,222	3,111,111	4,222,222



ההערכה הנובע מסיווג הוצאת החכירה כתפעולית או מימונית ילך ויגדל, ככל שהפער בין מחיר ההון המשוקלל של החברה (לפיו מהווים תזרימי המזומנים התפעוליים) לבין שיעור ההיוון הגלום בעסקת החכירה, יהיה גבוה יותר.

עד לפרסום התקן החדש, מעריכי השווי אימצו בדרך כלל את הסיווג החשבוני נאי הקודם כקו מנחה לעניין סיווג הוצאת החכירה. אין זה מן הנמנע, שטיפול זה הביא, בלי משים, להערכות שווי מוטות כלפי מעלה לחברות, שביצעו עסקות חכירה מהותיות, שלפי התקן הקודם סווגו כעסקות חכירה תפעוליות.

מעל הצורך ובמאמר מוסגר נציין, כי בעיית הוצאת החכירה שבמהותה היא מימור נית, אנלוגית במובנים רבים, לשאלת הטיי פול בהשקעות הפיננסיות של ההון הפנוי של מוסדות כספיים (בעיקר בנקים וחברות ביטוח). מוסדות כספיים אלו נאלצים, בשל מגבלות רגולטוריות, להשקיע את עודפי ההון הפנוי שלהם בנכסים פיננסיים בעלי סיכון נמוך יחסית, המניבים תשואה הנמוכה באופן משמעותי ממחיר ההון של אותו מוסד כספי. הטיפול המקובל בהערכות שווי של מוסדות כספיים היא לכלול הכנסות הפיננסיות אלו

טבלה 5: ניתוח הפער (בשקל) הנובע מהשלכות שוני בסיווג הוצאת החכירה (כמימונית או תפעולית)

שווי כאשר דמי החכירה מטופלים	ש"ח
הוצאה תפעולית (תחשיב ג')	4,722,222
שווי כאשר דמי החכירה מטופלים כהוצאה מימונית (תחשיב ג')	3,685,185
פער	1,037,037
הסבר הפער:	
היוון דמי החכירה לפי שיעור של 10.8% (320,000/10.8%)	(2,962,963)
היוון דמי החכירה לפי שיעור של 8.0% (320,000/8.0%)	(4,000,000)
פער	1,037,037

בתזרים התפעוליים החופשי המהוון לפי מחיר ההון המלא של הבנק.

לעומת זאת, לו היינו מתייחסים להשקעות פיננסיות של עודפי ההון ה"מרוקנים" בשל דרישות רגולטוריות כאל נכסים כספיים "עודפים" (דהיינו: מעקרים את רווחי ההשקעות מהם מהתזרים השוטף של המוסד הכספי) ומוסיפים את סכומם לשווי התפעולי של המוסד הכספי, היינו מקבלים תוצאת הערכה גבוהה יותר באופן משמעותי.

הרציונל של הטיפול המקובל בהערכת שווי של מוסדות כספיים (שגם הוא שנוי במחלוקת), הוא שהמוסד הכספי מסכן למעשה, אגב פעילותו, את כל הונו (לרבות ההון החופשי המרוקן להשקעות פיננסיות), ולכן יש לתת לכך ביטוי על ידי היוון רווחי ההשקעה במחיר ההון המלא של הבנק.

תוצר לוואי של ניתוח נתוני טבלה 4, הוא החשיבות הגדולה שיש במתודולוגיה של DCF לשאלת ההשקעות ההוניות (CAPEX). במקרה שלפנינו, הכללת הוצאות הוניות בגובה הוצאות הפחת בתזרים המייצג השיורי הביאה לקיטון של 26% בשווי החברה (הפער בין תחשיב א' לתחשיב ב').

הערות

1. וזאת למעט מספר הקלות פרקטיות לבחירת החוכר, ובהן: חכירות שלהן תקופת חכירה

שאינה עולה על 12 חודשים וחכירות שבהן נכס הבסיס הוא בעל ערך נמוך בתחילת חייו.

2. יושם אל לב שלגבי עסקות חכירה חדשות, הסכום שיוכר כנכס "דמי שימוש" יהיה זהה להתחייבות הפיננסית שנוצרה בגינו. אולם לגבי עסקות חכירה שבוצעו לפני שנת 2019 וטופלו כעסקות חכירה תפעוליות, יישום התקן עלול להביא למצב שסכום הנכס שיוכר יהיה שונה ואף נמוך מסכום ההתחייבות הפיננסית שתוכר.

3. במקרה בו החכירה מעבירה את הבעלות בנכס זכות השימוש לחוכר בתום תקופת החכירה או שוודאי באופן סביר שהחוכר יממש אופציית רכש, החוכר יפחית את נכס זכות השימוש עד תום אורך החיים השימושיים של נכס הבסיס.

4. למשל יחס החוב הכספי ל-EBITDA – יחס המהווה אמת מידה מקובלת לבחינת יכולת החברה לשרת את החוב הכספי שלה.

5. ראו: Gilbert E. Matthews and Arthur H. Rosenbloom, "Delaware's Unwarranted Assumption that Capex Should Equal Depreciation in DCF Model", *Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation*, May 15, 2018