



פרמיות המשמשות בהערכות שווי

בביצוע הערכות שווי של חברות, נכסים או פרויקטים, השימוש בפרמיות נועד לגשר על הפער שבין שווי שוק תיאורטי לבין השווי הספציפי של הנכס הנאמד תחת תנאים מסוימים.

להלן סקירת הפרמיות המרכזיות המשמשות בפרקטיקה היישומית, במימון תאגידי ובאקדמיה, עפ"י כרונולוגיית התפתחותן המחקרית והופעתן בספרות המקצועית.

1. פרמיית סיכון שוק (Equity Risk Premium - ERP)

1. **שם הפרמיה:** פרמיית סיכון שוק (ERP).
2. **תפקיד והיגיון כלכלי:** זהו התשואה העודפת שמשקיע דורש מעל לריבית חסרת סיכון כדי לפצות על התנדבותיות הגלומה בהשקעה בשוק המניית. ההיגיון הוא שמשקיעים הם שונאי סיכון.
3. **חשיבות:** היא מהווה את אבן היסוד בבניית שיעור ההיוון (WACC או Cost of Equity). ללא פרמיה זו, לא ניתן לתמחר נכסים פיננסיים.
4. **מקור ותאריך:** המושג התפתח עם מודל ה-CAPM שהוצג על ידי וויליאם שארפ (1964), אם כי מחקרים אמפיריים על הפרמיה החלו כבר בשנות ה-20 של המאה הקודמת.
5. **דרך מתן ביטוי:**
 - 5.1 **לוגית:** הוספת מרווח סיכון לריבית הבסיס.
 - 5.2 **פורמלית:** $E(R_i) = R_f + \beta(i) (E(R_m) - R_f)$. הפרמיה היא הביטוי $(E(R_m) - R_f)$.
 - 5.3 **הסבר:** הוספת ריבית אג"ח ממשלתית על הממוצע ההיסטורי (או הצפוי) של עודף התשואה בבורסה.
6. **מחקרי שוק:** מחקרי **Phelps & Duff (כיום Kroll)** ו-**Damodaran** הם הסטנדרט העולמי לעדכון שנתי של פרמיה זו.
7. **אלטרנטיבות:** מודלים מרובי גורמים (כמו Fama-French) או מודל צמיחת הדיבידנדים (DDM).
8. **ביקורת:** קושי בחיזוי לעתיד על בסיס נתוני עבר ותלות חזקה בתקופת המדידה.
9. **ביקורת חישוב:** מחלוקת לעניין שימוש בממוצע אריתמטי או גיאומטרי.
10. **חקיקה ופסיקה:** מוכרת בכל בתי המשפט בעולם ובארץ (פסק דין **קיטאל** ופסק דין **עצמון**) כבסיס לחישוב שיעור היוון.
11. **סיכום:** רכיב חובה בכל הערכת שווי מבוססת הכנסות¹.

2. פרמיית גודל (Size Premium)

1. **שם הפרמיה:** פרמיית גודל (Small Stock Premium).
2. **תפקיד והיגיון כלכלי:** פיצוי על סיכון נוסף הקיים בחברות קטנות (חוסר יציבות, נגישות נמוכה לאשראי).
3. **חשיבות:** חיונית להערכת שווי של חברות פרטיות או חברות ציבוריות קטנות שאינן נכללות במדדים המובילים.
4. **מקור ותאריך:** זוהתה לראשונה על ידי **Rolf Banz (1981)** שגילה כי חברות קטנות הניבו תשואות גבוהות מהצפוי לפי מודל ה-CAPM.
5. **דרך מתן ביטוי:**
 - 5.1 **לוגית:** התאמת שיעור ההיוון כלפי מעלה ככל שהחברה קטנה יותר.
 - 5.2 **פורמלית:** $Re = R_f + \beta(ERP) + SP$ (כאשר SP היא פרמיית הגודל).
 - 5.3 **הסבר:** הוספת רכיב (שיעור מסוים, למשל 2%-5%) למחיר ההון העצמי, עקב תוספת סיכון הנובעת מכך שהחברה "קטנה ומסוכנת".
6. **מחקרי שוק:** מחקר ה-**CRSP** המפורסם ומחקרי **Ibbotson Associates**.
7. **אלטרנטיבות:** שימוש ב-Build-up Method ללא בטא, או שימוש במדדי ייחוס סקטוריאליים.
8. **ביקורת:** טענה כי הפרמיה נעלמה בשני העשורים האחרונים ("Size Effect is Dead"). מנגד מטעמי שמרנות, מתן ביטוי לסיכון מול סיכוי והסתמכות על תקדימים משפטיים ואחרים, עדיין ניתן ביטוי לפרמיית הגודל.
9. **ביקורת חישוב:** הגדרת ה-Decile (עשירון) של הגודל היא לעיתים שרירותית.
10. **חקיקה ופסיקה:** בישראל, בתי המשפט (לענייני משפחה וכלכליים) מקבלים את השימוש בפרמיית גודל בהערכות של עסקים קטנים ובינוניים.
11. **סיכום:** כלי הכרחי להתאמת מודלים תיאורטיים למציאות של עסקים מקומיים².

¹ Sharpe (1964), Damodaran Online, Kroll Valuation Reports



3. פרמיית שליטה (Control Premium)

1. שם הפרמיה: פרמיית שליטה.
2. תפקיד והיגיון כלכלי: הפרמיה מייצגת את הערך הכלכלי של היכולת לקבל החלטות אסטרטגיות (מינוי הנהלה, חלוקת דיבידנד, מיזוגים).
3. חשיבות: קריטית במאבקי שליטה, הצעות רכש וזקקים שנגרמו לבעלי שליטה.
4. מקור ותאריך: מושג וותיק בעולם המיזוגים, קיבל תיקוף מחקרי משמעותי בשנות ה-80 עם עליית ה-LBOs (רכישות ממונפות). חוקרים כמו **Barclay and Holderness (1989)** תיעדו אותה אמפירית.
5. דרך מתן ביטוי:
 - 5.1 לוגית: הגדלת שווי המניה הבסיסי (המייצג מיעוט) לשווי המשקף בעלות מלאה.
 - 5.2 פורמלית: $Value_{Control} = Value_{Minority} \times (1 + CP)$.
 - 5.3 הסבר: מניה נסחרת ב-100%, רכישת כל החברה תעלה, 130%. כאשר ה-30% הם הפרמיה.
6. מחקרי שוק: **FactSet Mergerstat** הוא המקור המרכזי לנתונים על פרמיות ששולמו בעסקאות רכישה.
7. אלטרנטיבות: הערכת שווי ישירה של הסינרגיות והשינויים הצפויים בניהול (Direct Valuation of Control).
8. ביקורת: לעיתים הפרמיה משולמת על "אגו" של מנהלים ולא על ערך כלכלי ריאלי.
9. ביקורת חישוב: קושי להפריד בין "ערך השליטה" לבין "סינרגיות" שקיימות רק לקונה ספציפי.
10. חקיקה ופסיקה: בישראל, פס"ד **עצמון הרמטיק** הדן במידת הזיקה בין פרמיית שליטה ל"שווי הגוף".
11. סיכום: מבטאת את הכוח הניהולי.³

4. ניכיון בגין היעדר סחירות (Discount for Lack of Marketability - DLOM)

הערה: אמנם מדובר ב"ניכיון", אך הוא מתפקד כ"פרמיה הפוכה" ומהווה חלק בלתי נפרד מאותו עולם מושגים.

1. שם: ניכיון בגין היעדר סחירות (DLOM).
2. תפקיד והיגיון: משקיע ידרוש "פיצוי" (בדרך של מחיר נמוך יותר) על כך שאינו יכול להפוך את הנכס למזומן באופן מיידי.
3. חשיבות: חשיבות עליונה בהערכת חברות פרטיות מול ציבוריות.
4. מקור ותאריך: מחקרים על מניות חסומות (Restricted Stock Studies) החלו בשנות ה-60, עם מחקרי SEC ב-1971.
5. דרך מתן ביטוי:
 - 5.1 לוגית: הפחתה מהשווי המחושב לאחר יישום כל הפרמיות האחרות.
 - 5.2 פורמלית: $Value_{Private} = Value_{Marketable} \times (1 - DLOM)$.
 - 5.3 הסבר: נכס סחיר בשווי 100%, שווה פחות מ-100% לאותו נכס, בהבדל יחיד שאינו סחיר.
6. מחקרי שוק: מודל **Chaffe** (אופציות), מחקרי **Silber**, ומחקרי **Pre-IPO**.
7. אלטרנטיבות: מודלים כמותיים כמו מודל **Finnerty**.
8. ביקורת: שיעורי הניכיון (לרוב 20%-35%) נחשבים לעיתים כ"כללי אצבע" חסרי ביסוס מדויק.
9. ביקורת חישוב: הסתמכות יתרה על מניות חסומות שאינן משקפות תמיד חברות פרטיות טהורות.
10. חקיקה ופסיקה: מוכר ברשות המסים (הוראות ביצוע) ובפסיקה בענייני איזון משאבים בין בני זוג.
11. סיכום: הגורם המרכזי לפער שווי בין חברה פרטית לציבורית.⁴

² Banz (1981), Morningstar/Ibbotson SBBI Yearbooks

³ Mergerstat Review, Pratt's Stats

⁴ Shannon Pratt, Valuing a Business



5. פרמיית סיכון ספציפית (Company Specific Risk Premium - CSRP)

1. שם: פרמיית סיכון ספציפית.
2. תפקיד והיגיון כלכלי: פיצוי על סיכונים שאינם מתומחרים בבטא, כגון תלות במפתח מרכזי, לקוח מהותי יחיד, או סיכונים משפטיים.
3. חשיבות: מאפשרת למעריך השווי לתת ביטוי ל"תחושת הבטן" המקצועית המבוססת על ניתוח איכותני.
4. מקור ותאריך: התפתחה מתוך ה-Build-up Method שהפכה פופולרית בשנות ה-90 להערכת עסקים קטנים.
5. דרך מתן ביטוי:
 - 5.2 פורמלית: הוספת רכיב alpha (אלפא) למחיר ההון.
 - 5.3 הסבר פשוט: הוספת רכיב למחיר ההון העצמי עקב בעיות ספציפיות של העסק (למשל: "הבעלים הוא היחיד שיודע את הנוסחה" למוצר המיוצר בחברה).
6. מחקרי שוק: בעיקר ספרות מקצועית של איגוד מעריכי השווי בארה"ב (NACVA).
7. אלטרנטיבות: ניתוח תרחישים (Scenario Analysis) או סימולציות מונטה-קרלו.
8. ביקורת: נחשבת לסובייקטיבית ביותר ("החור השחור" של הערכות השווי).
9. חקיקה ופסיקה: בתי המשפט דורשים הנמקה כבדת משקל כדי לקבל פרמיה זו⁵.

פרמיות נוספות

עולם הערכות השווי כולל פרמיות וניכיונות נוספים, פחות נפוצים, המשמשים למצבים ספציפיים, בפרט כאשר מדובר בנכסים מורכבים, פרויקטים של תשתיות או נזקים כלכליים.

להלן הרחבה על פרמיות נוספות.

6. פרמיית סיכון מדינה (Country Risk Premium - CRP)

1. שם הפרמיה: פרמיית סיכון מדינה (CRP).
2. תפקיד והיגיון כלכלי: פיצוי למשקיע על סיכונים פוליטיים, כלכליים ומשפטיים הנלווים להשקעה במדינה ספציפית, מעבר לסיכון של הנכס עצמו. ההיגיון הוא שחברה הפועלת בשוק מתעורר חשופה לסיכונים הלאומה, אינפלציה דוהרת או חוסר יציבות שלטונית.
3. חשיבות: קריטית בהערכות שווי של חברות רב-לאומיות, פרויקטי אנרגיה ותשתיות במדינות מתפתחות.
4. מקור ותאריך: המודלים הראשונים הופיעו בשנות ה-90. Aswath Damodaran נחשב לאבי המתודולוגיה המודרנית לחישוב CRP על בסיס מרווחי הדירוג של אג"ח ממשלתיות.
5. דרך מתן ביטוי:
 - 5.1 לוגית: הוספת מרווח (Spread) למחיר ההון המשקף את ה"קנס" על השקעה במדינה מסוימת.
 - 5.2 פורמלית: $R_e = R_f + \beta(ERP) + CRP$.
 - 5.3 הסבר: אם משקיע דורש 8% על חברה בארה"ב, הוא ידרוש 12% על אותה חברה אם היא פועלת בברזיל, בגלל סיכון המדינה.
6. מחקרי שוק: נתוני ה-ERP של Damodaran, דירוגי האשראי של P&S ומודיסי, ומדדי International Country Risk Guide (ICRG).
7. אלטרנטיבות: התאמת תזרימי המזומנים (שימוש בתרחישים פסימיים) במקום העלאת שיעור ההיוון.
8. ביקורת: קיימת טענה של "כפל סיכון", כיוון שאפשר כי סיכון המדינה נכלל בביטא.

5

- Damodaran Online: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar> - המקור המקיף בעולם לנתוני ERP ופרמיות.
- Cost of Capital Navigator (Phelps & Kroll (Formerly Duff) - מחקרי שוק על פרמיות גודל וסיכון.
- Shannon Pratt: "Valuing a Business" (ספר יסוד בתחום).
- Journal of Business Valuation and Economic Loss Analysis.
- פסקי דין ישראליים: אתר "נבו" או "תקדין" - חיפוש תחת מונחי "הערכת שווי", "WACC", "פסק דין קיטאלי".



9. **ביקורת חישוב:** מחלוקת לגבי השימוש במרווח ה-Default של האג"ח לעומת שימוש במרווח התנוודתיות של שוק המניות המקומי.
10. **חקיקה ופסיקה:** רלוונטי מאוד בבוררות בינלאומיות (כגון ICSID) במקרים של הפרת חוזים על ידי מדינות.
11. **סיכום:** פרמיה זו מהווה את המרכיב המבדיל בין הערכת שווי מקומית לגלובלית.⁶

7. פרמיית נזילות (Liquidity Premium / Illiquidity Premium)

הערה: בשונה מ-DLOM שעוסק בזכות למכור, פרמיה זו עוסקת בעלות וביכולת לבצע את העסקה מהר מבלי להשפיע על המחיר.

1. **שם הפרמיה:** פרמיית נזילות.
2. **תפקיד והיגיון כלכלי:** פיצוי על הקושי למצוא קונה בזמן קצר ועל עלויות העסקה הגבוהות (Transaction Costs) בנכסים שאינם נסחרים בבורסה.
3. **חשיבות:** משמשת בעיקר בהערכת שווי של נכסי נדל"ן מורכבים, אמנות, וקרנות השקעה פרטיות (Private Equity).
4. **מקור ותאריך:** חוקרים כמו Amihud and Mendelson (1986) הראו קשר ישיר בין מרווח ה-Bid-Ask לבין התשואה המצופה.
5. **דרך מתן ביטוי:**
 - 5.1 **לוגית:** העלאת שיעור ההיוון כדי לשקף את ה"עלות" של החזקת נכס "תקוע".
 - 5.2 **פורמלית:** הוספת רכיב LP ל-WACC.
 - 5.3 **הסבר:** הקושי במכירת נכס מהירה, מגדירה דרישה לתשואה גבוהה יותר.
6. **מחקרי שוק:** מחקרים על מרווחי מסחר בבורסה ועל פערים בין מחירי נדל"ן ריאליים למחירי שמאות.
7. **אלטרנטיבות:** מודל עלויות עסקה ישירות.
8. **ביקורת:** קשה להפריד בינה לבין פרמיית סיכון ספציפית או ניכיון היעדר סחירות.
9. **ביקורת חישוב:** התלות בנפחי מסחר הופכת את החישוב לתנוודתי מאוד.
10. **חקיקה ופסיקה:** נפוצה בשומות מקרקעין ובתיקי ירושה הכוללים נכסים שאינם פיננסיים.
11. **סיכום:** משקפת את ה"קנס" על זמן המכירה.⁷

8. פרמיית איש מפתח (Key Person Premium / Discount)

1. **שם הפרמיה:** פרמיית (או לרוב ניכיון) איש מפתח.
2. **תפקיד והיגיון כלכלי:** הערך הכלכלי שמיוחס לנוכחותו של אדם ספציפי שכישרו, קשריו או המוניטין שלו הם המנוע המרכזי של העסק.
3. **חשיבות:** קריטית בחברות הזנק (Startup), משרדי עורכי דין, או חברות טכנולוגיה עילית.
4. **מקור ותאריך:** מושג שהתפתח מתוך עולם הביטוח ("ביטוח אנשי מפתח") ועבר לאקדמיה של הערכות השווי בשנות ה-80 וה-90.
5. **דרך מתן ביטוי:**
 - 5.1 **לוגית:** בדרך כלל מיושם כניכיון מהערך הסופי במידה ואיש המפתח עוזב, או כפרמיה על תזרים המזומנים כל עוד הוא שם.
 - 5.3 **הסבר:** ללא "איש מפתח" החברה שווה 40% פחות, המהווים את הביטוי לערכו.
6. **מחקרי שוק:** מחקרי פגיעה בערך מניות לאחר מוות פתאומי של מנכ"לים (Event Studies).
7. **אלטרנטיבות:** שיטת ה"תמלוגים" (מה היינו משלמים לו כיועץ חיצוני?).
8. **ביקורת:** קשה מאוד לכימות אובייקטיבי – כמה מהצלחת החברה היא בזכותו וכמה בזכות המוצר?
9. **חקיקה ופסיקה:** בישראל, עולה רבות בתיקי נזיקין ("אובדן כושר השתכרות" של בעל עסק) ובחלוקת רכוש בגירושין (נכסי קריירה).
10. **סיכום:** המעבר מהון פיננסי להון אנושי.
11. **מקורות:** Pratt's Stats, Business Valuation Review.⁸

⁶ Damodaran (2024), "Country Risk: Determinants, Measures and Implications"

⁷ Amihud, Y., & Mendelson, H. (1986), "Asset pricing and the bid-ask spread"

⁸ Pratt's Stats, Business Valuation Review.



9. פרמיית סינרגיה (Synergy Premium)

1. **שם הפרמיה:** פרמיית סינרגיה.
2. **תפקיד והיגיון כלכלי:** הערך המוסף שנוצר מחיבור בין שתי ישויות, הגדול מסכום חלקיהן ($3 <= 1+1$). נובע מחיסכון בעלויות (Cost Synergy) או גידול בהכנסות (Revenue Synergy).
3. **חשיבות:** לב הפעילות של מיזוגים ורכישות (A&M).
4. **מקור ותאריך:** מושג יסוד באסטרטגיה עסקית, קיבל תוקף נוסחתי במודלים של **Michael Porter** ובהמשך בכתבי דמוודן על השקעות.
5. **דרך מתן ביטוי:**
 - o **5.1 לוגית:** תחשיב תזרים מזומנים חזוי לישות הממוזגת פחות סך התזרימים של החברות בנפרד.
 - o **5.2 פורמלית:**
 $Value(A+B) => Value(A) + Value(B) + Value(Synergies) - Cost_of_Combination$
 - o **5.3 הסבר פשוט:** אם חברת תוכנה קונה חברת שיווק, היא יכולה למכור ליותר לקוחות. הערך של המכירות הנוספות הוא הסינרגיה.
6. **מחקרי שוק:** ניתוח עסקאות A&M בבורסות העולם.
7. **אלטרנטיבות:** הערכת שווי על בסיס "אופציות ריאליות".
8. **ביקורת:** רוב הסינרגיות המובטחות במיזוגים לעולם אינן מתממשות ("סינרגיית יתר").
9. **חקיקה, פסיקה ורגולציה:** בחינת עסקאות מיזוג על ידי רשויות התחרות.
10. **סיכום:** הפוטנציאל הגלום בחיבור עסקי⁹.

טבלת ריכוז הדרכים הפורמליות למתן ביטוי לפרמיות ייחודיות¹⁰

שם הפרמיה	מיקום במודל (DCF)	השפעה על השווי
סיכון מדינה (CRP)	שיעור ההיוון	הפחתת שווי
חילות (LP)	שיעור ההיוון	הפחתת שווי
מפתח (Key Person)	התאמה לשווי הסופי או לתזרים	הפחתה/הגדלה
סינרגיה	תזרים מזומנים	הגדלת שווי

⁹ McKinsey & Company - "Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies"

- AICPA: תקני הערכת שווי (VS Section 100).
- IVSC: תקני הערכת שווי בינלאומיים (International Valuation Standards).
- אפרים צדקה ואריה באב"ד: "יסודות תורת המימון" (מקור בעברית).