



מתודולוגיה בהערכת שווי חברות

גישת תזרים המזומנים החופשי לפירמה (FCFF)

לעומת

גישת תזרים המזומנים החופשי לבעלי המניות (FCFE)

1. מבוא: שתי הגישות וההבדלים המרכזיים ביניהן

הערכת שווי חברות בגישת הון תזרימי המזומנים (Discounted Cash Flow - DCF) מהווה את אבן הראשה התיאורטית והמעשית במימון תאגידי מודרני. במסגרת מתודולוגיה זו, קיימים שני מסלולים מרכזיים ושונים ליישום המודל: גישת תזרים המזומנים החופשי לפירמה (Free Cash Flow to the Firm - FCFF) וגישת תזרים המזומנים החופשי לבעלי המניות (Free Cash Flow to Equity - FCFE).

ההבדל היסודי בין שתי הגישות נעוץ בהגדרת הזכאות לתזרים המזומנים המיוצר בעסק ובמבנה ספקי ההון המקבלים ביטוי:

- **גישת ה-FCFF** בוחנת את העסק כולו מנקודת מבט אובייקטיבית של הפעילות התפעולית, ומודדת את זרם המזומנים הזמין לכלל ספקי ההון – הן מחזיקי החוב הזר (בעלי החוב) והן בעלי ההון העצמי (בעלי המניות).
- **גישת ה-FCFE** לעומת זאת, מאמצת את נקודת המבט הספציפית של בעלי המניות בלבד, ומודדת את תזרים המזומנים הנותר בעסק לאחר שכל ההתחייבויות הפיננסיות למחזיקי החוב הזר שולמו במלואן (תשלומי ריבית, פירעון קרן וגיוס חוב חדש).

הבדל תפיסתי זה משפיע ישירות על כל רכיבי הגישה: אופן בניית תזרים המזומנים, קביעת שיעור ההיוון המתאים, התוצאה הישירה המתקבלת מתהליך ההיוון (שווי הפעילות לעומת שווי המניות ישירות).

2. הסבר פורמלי תמציתי לכל אחת מהגישות ודרך יישומה

גישת תזרים המזומנים החופשי לפירמה (FCFF)

גישה זו מודדת את התזרים המופק מנכסי החברה התפעוליים. הנוסחה הפורמלית מתחילה מהרווח התפעולי הנקי לאחר מס' $\text{NOPAT} = \text{Net Operating Profit Less Adjusted Taxes}$, או $\text{EBIT} \cdot (1-t)$ אליו מתווספים הוצאות שאינן במזומן כגון פחת והפחתות (Depreciation and Amortization - D&A) וממנו מופחתים השינויים בהון החוזר הנקי ($\Delta \text{NWC} = \text{Change in Net Working Capital}$) והשקעות הון לצורכי שמירה ופיתוח הפעילות (CapEx - Capital Expenditures).

דרך היישום: מהוונים את תזרימי ה-FCFF העתידיים באמצעות ממוצע משוקלל של עלות ההון WACC (Weighted Average Cost of Capital). תוצאת ההיוון מעניקה את שווי הפעילות הכולל של הפירמה (Enterprise Value - EV). כדי להגיע לשווי ההון העצמי (Equity Value) יש להפחית מהתוצאה את שווי החוב הפיננסי הנקי (Net Debt) ולהוסיף עודף נכסים לא תפעוליים.

גישת תזרים המזומנים החופשי לבעלי המניות (FCFE)

גישה זו מודדת את התזרים הנותר לחלוקה לבעלי המניות. בגישה זו תזרים המזומנים יוצא מתוך הרווח הנקי (Net Income) לאחר הוצאות מימון, אליו מתווספים הפחת וההפחתות (D&A) מנטרלים שינויים בהון החוזר (ΔNWC) והשקעות הון (CapEx) ומוסיפים או מחסירים את תזרים המימון הנקי, כלומר גיוס חוב חדש בניכוי פירעון קרן חוב (Net Borrowing).

דרך היישום: מהוונים את תזרימי ה-FCFE העתידיים באמצעות עלות ההון העצמי בלבד המסומנת ב- K_e (Cost of Equity). תוצאת ההיוון מעניקה באופן ישיר ומיידי את שווי ההון העצמי (Equity Value) של החברה, ללא צורך בהתאמות חוב נוספות.



3. השוואת מכלול הפרמטרים הרלוונטיים

להלן ריכוז השוואתי של הפרמטרים בשתי הגישות:

פרמטר השוואה	גישת תזרים המזומנים לפירמה (FCFF)	גישת תזרים המזומנים לבעלי המניות (FCFE)
נקודת מוצא תזרימית	רווח תפעולי לפני ריבית ומס (EBIT)	רווח נקי (Net Income) לאחר הוצאות מימון ומס
התייחסות להוצאות מימון	מנוטרלות לחלוטין (התזרים מחושב לפני עלויות חוב)	נכללות במלואן (התזרים מושפע מהריבית וממגן המס שלה)
התייחסות לשינויי חוב (קרן)	מנוטרלים (אין ביטוי לגיוס או פירעון חוב בתזרים)	נכללים באופן שוטף דרך סעיף גיוס/פירעון חוב נקי
שיעור ההיוון המתאים	ממוצע משוקלל של עלות ההון (WACC)	עלות ההון העצמי (Ke)
תוצאת ההיוון הישירה	שווי הפעילות הכולל / שווי הפירמה (Enterprise Value)	שווי ההון העצמי / שווי המניות (Equity Value)
התאמה נדרשת לשווי מניות	הפחתת חוב נטו והוספת נכסים פיננסיים עודפים	אין צורך בהתאמה (התוצאה היא שווי המניות ישירות)
רגישות למבנה ההון	נמוכה ברמת התזרים (מבנה ההון משפיע רק על ה-WACC)	גבוהה מאוד (תנודות בחוב משנות ישירות את התזרים)

4. יתרונות וחסרונות שתי הגישות

יתרונות גישת FCFF

- יציבות במבנה הון משתנה:** הגישה מתאימה במיוחד לחברות המציגות שינויים תכופים או מתוכננים ביחס המינוף שלהן (לדוגמה, חברות ברכישה ממונפת LBO - מכיוון שהתזרים עצמו אינו משתנה כתוצאה מהמינוף, הטיפול בשינויים מתבצע אך ורק בתוך שיעור ההיוון (WACC) לאורך השנים).
- השוואתיות ענפית:** מאפשרת להשוות בצורה נקייה בין חברות הפועלות באותו מגזר עסקי אך מחזיקות במדיניות מינוף פיננסי שונה, שכן המודל מבודד את הפעילות התפעולית הריאלית מהשפעות המימון.
- נוחות בחישוב ערך השייר:** קל יותר להניח הנחות יציבות לגבי שנת הטרמינל (Terminal Year) כאשר התזרים אינו תלוי בתנודות פירעון או גיוס חוב.

חסרונות גישת FCFF

- מורכבות בהערכת החוב הפיננסי הנקי:** דורשת הערכה מדויקת של שווי השוק של החוב (ולא ערכו המאזני בלבד) במועד הדיווח לצורך הפחתתו משווי הפירמה, משימה מורכבת כאשר החוב אינו סחיר.
- הנחת מבנה הון יציב בטווח הארוך:** מודל ה-WACC מניח לרוב יחס חוב-הון קבוע בטווח הארוך, הנחה שלא תמיד עונה למציאות התאגידית.

יתרונות גישת FCFE

- אינטואיטיביות ומדידת ערך ישיר:** מתמקדת בדיוק במה שמעניין את המשקיע הסופי (בעל המניות) – המזומנים הזמינים לחלוקה כדיבידנד או לביצוע רכישה עצמית (Buyback).
- אין צורך בהערכת שווי שוק של החוב:** מונעת את הצורך לבצע התאמות מורכבות של שווי שוק לחוב הקיים בחברה ביום הערכת השווי, שכן השפעת החוב כבר הוטמעה בתוך התזרים עצמו ובתוך עלות ההון העצמי.

חסרונות גישת FCFE

- רגישות ותנודתיות קיצונית:** במידה והחברה מבצעת פירעונות חוב גדולים או גיוסי חוב משמעותיים בשנים ספציפיות, תזרים ה-FCFE עשוי להפוך לתנודתי ביותר (ואף לשלילי), דבר המקשה על בניית תחזית מייצגת.
- מורכבות התחזית הפיננסית:** דורשת מהמערך לבנות תחזית מפורטת לא רק לפעילות התפעולית, אלא גם למדיניות המימון ולוחות הסילוקין של החוב לכל אורך תקופת התחזית המפורטת.



5. אופן מתודולוגי ופורמלי של בניית התזרים

בניית התזרימים נעשית על פי כללים חשבונאיים-מימוניים קשיחים. ההבדלים המבניים משתקפים באופן מובהק בלוח הבא, המציג את המעבר מרווחיות לתזרים מזומנים חופשי:

שלב בחישוב	בניית תזרים פירמה (FCFF)	בניית תזרים בעלי מניות (FCFE)	הסבר והבדל מתודולוגי
נקודת מוצא	EBIT	רווח נקי	מתחיל בשורה FCFE; מתחיל ברמת הפעילות FCFF. התחתונה לאחר מימון.
התאמת מס	פחות מס חברות תיאורטי על EBIT	אין (כבר נוכח ברווח הנקי)	ב-FCFF מנכים מס כאילו החברה אינה ממונפת; ב-FCFE המס כולל את מגן המס על הריבית.
הוצאות שאינן מזומן	פלוס פחת והפחתות	פלוס פחת והפחתות	זהה בשתי הגישות – החזרת סעיפים חשבונאיים לא תזרימים.
השקעות הון	מינוס CapEx	מינוס CapEx	זהה בשתי הגישות – מזומן שיצא לצורך רכישת רכוש קבוע.
שינוי בהון חוזר	מינוס גידול בהון חוזר נקי	מינוס גידול בהון חוזר נקי	זהה בשתי הגישות – ביטוי לצורכי הנדל"ל השוטפים של העסק.
תזרימי מימון	ללא התאמה	פלוס גיוס חוב / מינוס פירעון	ב-FCFE מוסיפים את תזרים המזומנים הפיננסי הנקי המיוחס למחזיקי החוב הזר.
תוצאה סופית	FCFF	FCFE	זרם המזומנים הכולל לעומת זרם המזומנים השיורי.

6. הטיפול בעודף נכסים פיננסיים והסברי הניטרול

אחד ההבדלים המהותיים והעמוקים ביותר בין שתי הגישות נוגע לאופן הטיפול בנכסים פיננסיים עודפים (כגון מזומנים ושווי מזומנים שאינם נדרשים לפעילות התפעולית שוטפת, פיקדונות לטווח קצר, השקעות בניירות ערך סחירים וכדומה).

בגישת ה-FCFF

זרם תזרים המזומנים לפירמה מבוסס אך ורק על ה-EBIT התפעולי, ולכן הוא מתעלם לחלוטין מהכנסות מימון או מתשואות המופקות מאותם נכסים פיננסיים עודפים. כיוון שהנכסים הללו אינם מייצרים זרם תזרים תפעולי הנכלל בתוך מודל ה-FCFF שווים אינו בא לידי ביטוי בתוצאת ההיוון הישירה (Enterprise Value). על כן, על פי כללי המתודולוגיה, על המערך לבצע התאמה מאזנית אקסוגנית: לאחר מציאת שווי הפעילות, יש להוסיף באופן ידני את שווי השוק של כל עודף הנכסים הפיננסיים (הנכסים הלא תפעוליים) ולהפחית את החוב הפיננסי, כדי להגיע לשווי ההון העצמי.

בגישת ה-FCFE

אופן הצגת התזרים מנטרל לחלוטין את הצורך בהתאמה חיצונית זו. נקודת המוצא של ה-FCFE היא הרווח הנקי של החברה. השורה התחתונה החשבונאית הזו כבר כוללת בתוכה באופן מובנה ומלא את כל הכנסות המימון, הריביות והתשואות שהופקו בפועל מאותם נכסים פיננסיים עודפים לאורך תקופת התחזית. יתרה מכך, המאזן התזרימי של החברה לוקח בחשבון את השינויים ביתרות המזומנים הללו. מאחר והתשואה והתזרים הנובעים מהנכסים הפיננסיים מוטמעים אינהרנטית בתוך תזרים המזומנים המהוון, תוצאת ההיוון של ה-FCFE (באמצעות עלות ההון העצמי) מייצרת באופן ישיר את שווי ההון העצמי הכולל – המגלם כבר בתוכו את שוויים וערכם של הנכסים הפיננסיים העודפים, ללא כל צורך בתוספות חיצוניות ביום הערכת השווי.

7. הגדרת מחיר ההון בשתי הגישות

התאמת שיעור ההיוון לסוג תזרים המזומנים היא תנאי בלעדי לקבלת תוצאה כלכלית תקפה. להלן אופן הגדרת מחיר ההון בשתי הגישות:

מחיר ההון בגישת ה-FCFF ממוצע משוקלל של עלות ההון (WACC)

ה-WACC משקלל את עלות ההון העצמי ואת עלות החוב הזר (לאחר מגן מס) בהתאם למשקלם היחסי במבנה ההון של החברה. הנוסחה הפורמלית:



$$WACC = [K_e / (E / V)] + [K_d * (1 - t) \cdot (D / V)]$$

- כאשר K_e הוא עלות ההון העצמי.
- K_d הוא עלות החוב הזר (שיעור הריבית של החברה).
- t הוא שיעור מס החברות הסטטוטורי.
- E הוא שווי השוק של ההון העצמי.
- D הוא שווי השוק של החוב הפיננסי.
- V הוא שווי השוק הכולל של הפירמה. ($E + D$)

מחיר ההון בגישת ה-FCFE: עלות ההון העצמי (K_e)

עלות ההון העצמי מחושבת לרוב באמצעות מודל תמחור נכסי הון (Capital Asset Pricing Model - CAPM), המשקף את שיעור התשואה הנדרש על ידי משקיעי המניות בגין הסיכון השיורי שהם נוטלים. הנוסחה הפורמלית:

$$K_e = R_f + [\text{beta} * (R_m - R_f)]$$

- כאשר R_f הוא שיעור התשואה ללא סיכון (לרוב תשואת איגרות חוב ממשלתיות ארוכות טווח).
- Beta היא מדד לסיכון השיטתי של המניה ביחס לשוק, המושפעת הן מהסיכון העסקי והן מהסיכון הפיננסי (המינוף).
- $R_m - R_f$ הוא פרמיית הסיכון של שוק המניות. (Equity Risk Premium - ERP)

השוואת רכיבי מחיר ההון:

מאפיין	מחיר הון לפירמה (WACC)	מחיר הון לבעלי מניות (K_e)
בסיס רעיוני	סיכון ממוצע של כלל נכסי ופעילות החברה	סיכון שיורי של בעלי המניות בלבד
השפעת מגן מס	מיוצגת ישירות בנוסחה דרך הפחתת המס מעלות החוב	מיוצגת בעקיפין דרך הגדלת הסיכון (הבטא)
רכיבים נדרשים	עלות הון עצמי, עלות חוב, יחסי מינוף, שיעור מס	ריבית ללא סיכון, בטא ממוצעת, פרמיית סיכון שוק
התנהגות עם הגדלת חוב	עשוי לרדת (עקב מגן המס) או לעלות (אם סיכון החוב מתעצם)	עולה תמיד באופן מונוטוני (עקב הגדלת הסיכון הפיננסי)

8. שוויון בתוצאות השווי ותנאי ההתכנסות

במישור התיאורטי והמתמטי הטהור, שתי הגישות אמורות להביא בדיוק לאותה תוצאת שווי עבור ההון העצמי של החברה (Equity Value). כלומר, שווי החברה המתקבל ישירות מהשוויון FCFE חייב להיות זהה לחלוטין לשווי החברה המתקבל מהשוויון FCFE לאחר הפחתת החוב הנטו.

עם זאת, כדי ששני המודלים יתכנסו לתוצאה זהה לחלוטין, על מספר תנאים מתודולוגיים קשיחים להתקיים במקביל לאורך כל תקופת התחזית:

1. **עקביות במבנה ההון (יחס המינוף):** שתי הגישות חייבות להתבסס על אותן הנחות בדיוק לגבי יחס החוב וההון העצמי בכל שנה ושנה. אם מבנה ההון משתנה על ציר הזמן, יש להתאים את עלות ההון העצמי (K_e) בכל תקופה באמצעות נטרול מינוף הביטא ויצירתו מחדש (Unlevering and Relevering Beta) בהתאם ליחס המינוף המשתנה על ציר הזמן.
2. **עקביות בעלות החוב והמס:** שיעור הריבית על החוב (K_d) ושיעור המס (t) המשמשים לחישוב מגן המס ב-WACC חייבים להיות זהים לאלו המשמשים לבניית דוח רווח והפסד החזוי עבור ה-FCFE.
3. **התאמת תזרים המימון לגידול בפעילות:** גיוס החוב השנתי הכלול בתוך מודל ה-FCFE (Net Borrowing) חייב לשקף בדיוק את שמירת יחס המינוף המוצהר מסך הנכסים או משווי החברה בכל תקופה.
4. **דיוק מתמטי בערך השייר (Terminal Value):** מודל הצמיחה של גורדון (Gordon Growth Model) המיושם בשנת הטרמינל חייב להשתמש בשיעורי ההיוון המותאמים במדויק WACC לעומת K_e תחת אותה הנחת צמיחה ארוכת טווח. (g)

כאשר תנאים אלו מתקיימים, מדובר בזהות מתמטית מלאה, והפרש השווי בין הגישות יהיה אפס.



9. מתי נהוג ומקובל ליישם כל גישה?

הבחירה המעשית בין המודלים מוכתבת על ידי מאפייני הפעילות העסקית ומבנה המימון של החברה המוערכת:

מתי עדיף ומקובל ליישם את גישת ה-FCFF?

- **חברות תעשייתיות וקמעונאיות קלאסיות:** חברות בהן קיימת הפרדה ברורה ומובהקת בין הפעילות התפעולית (ייצור, שיווק, מכירות) לבין הפעילות הפיננסית (ניהול המימון והחוב).
- **חברות בתהליכי שינוי מבני או מינוף משתנה (LBO):** כאשר חברה נרכשת באמצעות מינוף גבוה ומתוכננת תוכנית אגרסיבית לפירעון החוב בשנים הראשונות, ה-FCFF נותר יציב ואינו מושפע מהתרחשויות, מה שמאפשר לבצע את כל התאמות הסיכון באופן מבוקר דרך שינוי ה-WACC בכל שנה.
- **חברות עם מבנה הון מורכב או חוב תנודתי:** מונע עיוותים תזרימיים ומאפשר לקבוע תחילה את שווי "האנליזה התפעולית" של החברה.

מתי עדיף ומקובל ליישם את גישת ה-FCFE?

- **מוסדות פיננסיים (בנקים וחברות ביטוח):** עבור גופים אלו, חוב, פיקדונות, ריבית והון חוזר אינם מהווים החלטת מימון חיצונית אלא הם-הם ליבת הפעילות התפעולית של העסק. לא ניתן להגדיר EBIT או WACC משמעותי עבור בנק. לכן, גישת ה-FCFE או מודל הדיבידנדים המהווים DDM - היא הדרך המעשית היחידה להערכת שווי של מוסדות פיננסיים.
- **חברות בעלות מבנה הון יציב וקבוע (Target Leverage Ratio):** חברות תשתית או נדל"ן מניב המנהלות מדיניות מינוף קשיחה (לדוגמה, שמירה קבועה על 60% חוב מסך הנכסים). במצב זה, גיוס החוב השנתי מספק תזרים יציב ונוח לחיזוי המתווסף לבעלי המניות באופן עקבי.

10. מידת השימוש המעשית והנהוגה בשתי הגישות

בפרקטיקה המקצועית של עולם האנליזה הפיננסית, הערכות השווי והייעוץ הכלכלי, קיימת דומיננטיות מובהקת לשימוש בגישת ה-FCFF לעומת גישת ה-FCFE. הערכות מעלות כי למעלה מ-80% מהערכות השווי המבוצעות עבור חברות תעשייתיות, חברות טכנולוגיה, קמעונאות וחברות שירותים עושות שימוש במודל ה-FCFF.

הסיבה המרכזית להעדפה הגורפת הזו היא הפרדת המשתנים: ה-FCFF מאפשר לאנליסטים להתמקד בליבת הפעילות העסקית של החברה ולנתח את כושר ייצור המזומנים שלה מבלי להיות מושפעים מהחלטות המימון של ההנהלה, שיכולות להשתנות במהירות (למשל, החלפת חוב יקר בחוב זול, או פדיון מוקדם).

לעומת זאת, השימוש במודל ה-FCFE נפוץ בעיקר בסקטורים ייעודיים. הוא מהווה את הסטנדרט המוחלט להערכת שווי של מוסדות פיננסיים (בנקים וביטוח) וכן זוכה לפופולריות רבה בקרב קרנות הון פרטיות (Private Equity) הממוקדות בתשואה על ההון העצמי המושקע (Return on Equity - ROE) תחת מבני רכישה ממונפים היטב, וכן בחברות פרויקטאליות בתחום התשתיות (חברות יזמיות הפועלות בשיטת BOT - Build-Operate-Transfer).

11. רקע היסטורי והנסיבות בהן התפתחה המתודולוגיה

הצורך בהבחנה מתודולוגית בין שווי הפעילות לבין שווי ההון העצמי צמח מתוך השינויים הדרמטיים שעבר שוק ההון העולמי במחצית השנייה של המאה ה-20. עד שנות ה-50 של המאה ה-20, מרבית הערכות השווי התבססו על מודלים חשבונאיים פשוטים (מכפילי רווח) או על מודל היוון הדיבידנדים המסורתי.

הנסיבות הכלכליות שהובילו לתפנית כללו את פיתוחם של שווקי החוב המורכבים, הגלובליזציה, וגל הרכישות הממונפות (LBO) של שנות ה-70 וה-80. תופעות אלו יצרו מצב שבו חברות רבות החזיקו במבני הון מורכבים ותנודתיים ביותר. אנליסטים גילו כי מודלים המבוססים על רווח נקי או דיבידנדים בלבד קורסים או מייצרים תוצאות מעוותות כאשר החברה משנה את רמת המינוף שלה או צוברת הפסדים חשבונאיים כתוצאה מהוצאות מימון כבדות, למרות שפעילותה התפעולית מצוינת. מכאן נולדה ההבנה שיש לפתח שני מסלולים נפרדים: מודל אחד שמבודד את הסיכון העסקי (FCFF) ומודל שני שמשלב את הסיכון המימוני (FCFE).



12. ציר הזמן של התפתחות המתודולוגיה והמפתחים המרכזיים

- **1958 - פריצת הדרך של מודליאני ומילר:** הפרופסורים פרנקו מודליאני (Franco Modigliani) מאוניברסיטת MIT (מסצ'וסטס, ארצות הברית) ומרטון מילר (Merton Miller) מאוניברסיטת שיקגו (שיקגו, ארצות הברית) מפרסמים את מאמרם המונומנטלי על פיו מבנה ההון אינו משפיע על שווי החברה בשוק מושלם ללא מיסים. פרנקו מודליאני קיבל על כך פרס נובל לכלכלה בשנת 1985, ומרטון מילר קיבל פרס נובל לכלכלה בשנת 1990. עבודה זו הניחה את היסודות להפרדה בין זרם התזרים התפעולי לזרם המימוני.
- **1961-1965 - פיתוח מודל ה-CAPM:** ג'ון לינטנר (John Lintner) מאוניברסיטת הרווארד, ג'ק טריינור (Jack Treynor) ויאן מוסיין (Jan Mossin) ובמיוחד ויליאם שארפ (William F. Sharpe) מאוניברסיטת סטנפורד (קליפורניה, ארצות הברית) מפתחים את מודל תמחור נכסי ההון (CAPM). מודל זה איפשר לראשונה לקבוע באופן מתודולוגי ופורמלי את עלות ההון העצמי (Ke) תוך התחשבות בסיכון (בטא). ויליאם שארפ זכה בפרס נובל לכלכלה בשנת 1990.
- **1973 - פורמליזציה של ה-WACC:** הכלכלנים מייסד ואזיל (Miles and Ezzell) לצד עבודות של רוברט המאדה (Robert Hamada) מאוניברסיטת שיקגו, פיתחו את הנוסחאות המאפשרות לתקן ולהתאים את עלות ההון העצמי והבטא לרמות מינוף משתנות, ועיצבו את נוסחת ה-WACC המודרנית כפי שהיא מיושמת כיום בגישת ה-FCFF.
- **שנות ה-80 וה-90 – הנגשה וספרי יסוד:** פרופסור אסוואת' דאמודראן (Aswath Damodaran) מאוניברסיטת ניו יורק - New York University) סטרן בית הספר למנהל עסקים, ניו יורק, ארצות הברית (ביצע קודיפיקציה מלאה ושילב את מודלי ה-FCFF ו-FCFE בספריו המובילים בתחום הערכות השווי, (Corporate Valuation), והפך אותם לסטנדרט המקובל בוול סטריט ובאקדמיה העולמית.

13. סקירת חקיקה, פסיקה, תקדימים ותקינה בעולם ובישראל

השימוש בגישות ה-FCFF ו-FCFE חרג מזמן מגבולות האקדמיה והאנליזה הפיננסית, והפך לחלק בלתי נפרד מהמשפט המסחרי, דיני החברות והליכי גירושין (איזון משאבים בין בני זוג).

בעולם:

בארצות הברית, פסק הדין המכונן בתחום הערכת שווי חברות הוא **Weinberger v. UOP, Inc. (1983)** שניתן בבית המשפט העליון של מדינת דלאוור (Delaware Court of Chancery). השופט המוביל בפסק הדין הדגיש כי בתי המשפט חייבים לנטוש את השיטות החשבונאיות המיושנות ("שיטת דלאוור הישנה") ולאמץ מתודולוגיות מודרניות המקובלות בקהילה הפיננסית, ובראשן מודל ה-DCF פסק דין זה פתח את הדלת להגשת חוות דעת מומחה מפורטות המבוססות על מודלי ה-FCFF ו-FCFE בכל מקרה של קיפוח קיצוני של בעלי מניות מיעוט או מיזוגים כפויים.

בישראל:

מערכת בתי המשפט בישראל אימצה באופן מלא את הגישות הללו, והן מהוות את התשתית המרכזית להכרעות משפטיות כלכליות:

1. **התחום החברתי והמסחרי:** בפסק הדין התקדימי ע"א 10406/06 ובקר חברה לביטוח בע"מ ואח' נ' קיפוח מיעוט וכן בפסקי דין של המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב (לדוגמה על ידי השופטת פרופסור רוטשפילד או השופט חאלד כבוב), נקבע כי שיטת ה-DCF ובפרט מסלול ה-FCFF היא הכלי המועדף והאמין ביותר לקביעת "שווי הוגן" (Fair Value) "של מניות לצורך בחינת טענות לקיפוח מיעוט או אישור עסקאות מיזוג לפי חוק החברות, התשנ"ט-1999.
2. **ענף איזון משאבים ודיני משפחה:** בבתי המשפט לענייני משפחה ובבתי הדין הרבניים, אקטוארים וכלכלנים הממונים כמומחים מטעם בית המשפט (Court-Appointed Experts) עושים שימוש קבוע במודל ה-FCFE כאשר הם נדרשים להעריך את שוויים של נכסי קריירה, מוניטין עסקי, או שווי חברות משפחתיות סגורות השייכות לאחד מבני הזוג לצורך עריכת תשלומי איזון. בתי המשפט בישראל קבעו במספר רב של פסקי דין כי יש להעריך את שווי זכויות הבעלות בחברות אלו על בסיס התזרים החופשי הריאלי הזמין לבעלים ולא על פי הרווח החשבונאי המוצג בדוחות לצורכי מס.
3. **תקינה חשבונאית (IFRS):** תקן דיווח כספי בינלאומי 13 (International Financial Reporting Standard 13 - IFRS) ותקן חשבונאות בינלאומי 36 (International Accounting Standard 36 - IAS 36) שעניינו ירידת ערך נכסים (Impairment) מגדירים את השימוש בטכניקות היוון תזרימי מזומנים (הן מנקודת מבט של הפירמה והן מנקודת מבט של נכס ספציפי) כחלק מרכזי מהערכות שווי לצורכי דיווח כספי.



14. סיכום

הבחירה בין גישת ה FCFF לגישת ה FCFE אינה שאלה של "איזו גישה נכונה יותר", אלא של התאמה מתודולוגית למאפייני החברה המוערכת ולמטרת האנליזה הפיננסית. בעוד שגישת ה FCFF מבודדת את הפעילות התפעולית ומעניקה פתרון יציב ואובייקטיבי לחברות בעלות מבני הון משתנים או מורכבים (תוך גזירת שווי הפירמה וניכוי החוב לאחר מכן), גישת ה FCFE מספקת מבט ישיר, ממוקד ושיורי על המזומנים השייכים באופן בלעדי לבעלי המניות, והיא הכרחית להערכת גופים פיננסיים וחברות בעלות מינוף מטרר קבוע.

מומחה פיננסי או אקטואר הפועל בשירות בתי המשפט נדרש לשלוט באופן מוחלט במכניקה המתמטית של שתי הגישות, להבין את אופן הטיפול הייחודי בכל אחת מהן) כמו הטיפול המובנה בנכסים פיננסיים עודפים ב-FCFE לעומת הטיפול החיצוני ב-FCFF ולהבטיח כי תנאי העקביות וההתכנסות מתקיימים במלואם לקבלת חוות דעת מקצועית, אמינה ונטולת הטיות.

מקורות

1. Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. John Wiley & Sons.
 - מראה מקום מדויק: פרק 14, "Free Cash Flow to the Firm Valuation Models" ("עמ' 381–412; ופרק 15 "Free Cash Flow to Equity Valuation Models" ("עמ' 415–440. פירוט מקיף על ההבדלים התיאורטיים, נוסחאות הקישור, והתכנסות המודלים תחת הנחת מינוף קבוע.
 - קישור אקדמי/אתר רשמי NYU Stern - Damodaran Online.
2. Berk, J., & DeMarzo, P. (2020). *Corporate Finance* (5th ed.). Pearson.
 - מראה מקום מדויק: פרק 18, "Capital Structure and Valuation with Debt" ("סעיף 18.2 The Weighted Average Cost of Capital Method" ("עמ' 675–710. הסבר מתמטי פורמלי על הקשר בין מנ המס, עלות ההון העצמי הממונפת וההתכנסות לשוויון.
3. Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (McKinsey & Company). (2020). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies* (7th ed.). John Wiley & Sons.
 - מראה מקום מדויק: חלק שלישי, "Core Valuation Techniques" ("פרק 6 Enterprise Value versus Equity Value Models" ("עמ' 135–158. ניתוח יתרונות וחסרונות של גישת ה Enterprise Value-המבוססת על FCFF בהשוואה למודלים שיוריים.
4. Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*. The American Economic Review, 48(3), 261–297.
 - מראה מקום מדויק: עמ' 265–273, הוכחת משפט אי-התלות של שווי הפעילות במבנה המימון בהיעדר מיסים (הבסיס ההיסטורי להפרדת תזרימי הפירמה).
5. הוועדה לתקינה חשבונאית בינלאומית (IASB). תקן דיווח כספי בינלאומי – IFRS 13 מדידת שווי הוגן.
 - מראה מקום מדויק: נספח ב' (הנחיות יישום), סעיפים 10ב–17ב ("טכניקות הערכה – גישת ההכנסה והיוון תזרימי מזומנים"), הגדרת הכללים החשבונאיים לקביעת שיעורי היוון מותאמי סיכון.
6. בית המשפט העליון של דלאוור, פסק דין. Weinberger v. UOP, Inc., 457 A.2d 701 (Del. 1983).
 - מראה מקום מדויק: חוות דעת השופט בעמ' 712–715, ביטול "שיטת דלאוור המאזנית" הישנה וקביעת מודל ה DCF-המודרני כסטנדרט הראייתי הבלעדי בבתי המשפט המסחריים.