

יישומי עלות ההון לעסקים, זכויות בעסקים, פרויקטים ומגזרים

מאת: יוסי דקל

המבנה שהוצג על ידי במאמרים הקודמים יכול לשמש להערכת שווי זכות הונית בחברה או ההון המלא שהושקע בחברה. למעשה ניתן לחזות את תזרימי המזומנים הזמינים עבור הזכות המוערכת ולהוון אותם בשיעור ניכיון (המחושב כעלות ההון) המשקף את הסיכון הכרוך בקבלת תזרימי המזומנים האמורים. פרטים נוספים אודות הליך הערכת שווי חברות שלמות או זכויות בחברות אציג במאמרים הבאים.

באופן דומה, אותו מבנה יכול להיות מיושם לבדיקת החלטת תקצוב הון, כמו למשל בניית מפעל או רכישת ציוד. במקרה דנן, תזרימי המזומנים שאותם יש להוון הינם תזרימי המזומנים *התוספתיים*, רוצה לומר, תזרימי המזומנים הנובעים מההחלטה ושלא היו יכולים להתקבל בהיעדרה. החלקים הראשונים של זרם תזרימי המזומנים עשויים להיות שליליים, מאחר ובשלבים הראשונים אך טבעי שיושקעו כספים בפרויקט.

הקשר העיקרי שרצוי לזכור שעלות ההון הינה פונקציה של השקעה, ולא של המשקיע. על כן, שומה על מעריך השווי להעריך את הסיכון של כל פרויקט, כאשר והיה והסיכון של הפרויקט גבוה יותר או נמוך יותר מהסיכון הכולל של החברה הרי שעלות ההון שלפיה מוערך הפרויקט חייב בהתאמה להיות גבוה יותר או נמוך יותר מעלות ההון הכוללת של החברה.

למרות שישנן חברות המיישמות "שיעור משוכה" אחיד לכלל הפרויקטים וההשקעות הניצבים בפניהן, הרי שהקונצנזוס בספרות המימון התאגידי הוא כי שיעור הניכיון הראוי לכל השקעה – חייב להיגזר מהסיכון של ההשקעה, ולא מהסיכון הכולל של החברה שממנו נגזרת כמובן עלות ההון של החברה. אני בהחלט מסכים עם הקונצנזוס האמור. אם החברה משקיעה במשהו המסוכן יותר מפעילותה בשוטף, הרי שרק טבעי שהסיכון של החברה יגדל כתוצאה מאותה השקעה. כאשר הסיכון המוגדל הזה מזוהה ומשתקף בשוק, הוא יביא בהכרח לעליית עלות ההון של החברה, כאשר במידה והתקבולים מההשקעה המסוכנת החדשה אינם גדולות דיים על מנת להשיג תשואות גבוהות יותר מעלות ההון הגבוהה החדשה, הרי שהתוצאה תהא ירידה במחיר המניה וכתוצאה מכך הפסד לבעלי המניות.

איפהשהו בין אמידת עלות ההון הכוללת של החברה לבין עלות ההון עבור פרויקט ספציפי, נמצאת עלות ההון של מגזר כלשהו בחברה. במובנים רבים, הערכת עלות ההון של מגזר משולה להערכת עלות ההון הכוללת של חברה פרטית.

לסיכום, היישומים הנפוצים ביותר של עלות ההון הם הערכת שווי של השקעה או של השקעה פוטנציאלית וקבלת החלטה לביצוע פרויקט (קרי, המרכיב המרכזי של תקצוב הון). בשני היישומים הללו, ההחזרים הצפויים מההשקעה מהווים לערכם הנוכחי באמצעות שיעור ניכיון, שאמור להיות עלות ההון הראוי להשקעה או פרויקט פוטנציאלי. המדד המועדף כיום להחזרים הינו תזרים המזומנים, שבו נדון במאמרים הבאים.



אודות מר יוסי דקל:

מר דקל הינו בעליו של משרד הייעוץ הכלכלי K.O. Dekel & Co. מר דקל הינו בעל ניסיון רב בתחום הערכות השווי והייעוץ הכלכלי, כעיתונאי כלכלי ופרסם טור קבוע במגזין הכלכלי Forbes (Isr.) בתחום הניהול ושוק ההון, סמנכ"ל ומנהל מחוז בחברת ביטוח ציבורית, סמנכ"ל בתאגיד בנקאי מוביל, מנכ"ל של מספר חברות בתחומי הטכנולוגיה והשירותים הרפואיים וכיו"ר דירקטוריון וחבר במספר דירקטוריונים.

מר דקל מוסמך כמערך שווי מימון תאגידי (CFV), אקטואר סיכוני חיים (LRA) וכאקטואר סיכונים פנסיוניים (PRA) מטעם לשכת מערכי השווי והאקטוארים הפיננסיים בישראל (IAVFA), מוסמך כחתם מורשה בביטוח חיים (CLU) מטעם איגוד חברות הביטוח בישראל, מחזיק בתעודה גמר בלימודי ביטוח במגמה למפקחי רכישה בביטוח חיים מטעם המכללה לביטוח וברישיון סוכן ביטוח מטעם משרד האוצר. בנוסף, מר דקל הינו בעל תואר B.A במדעי החברה והמתמטיקה עם התמחות בסטטיסטיקה, משלים כיום תואר M.B.A במנהל עסקים עם התמחות במימון מאוניברסיטת חיפה ומשמש מרצה בתחומים כלכליים שונים.

אודות משרד הייעוץ הכלכלי K.O. Dekel & Co:

משרד הייעוץ הכלכלי K.O. Dekel & Co הינו חברה מוביל, בלתי תלוי, המתמחה במתן שירותי ייעוץ כלכלי, עסקי ומימוני לחברות ישראליות ובינלאומיות, פרטיות וציבוריות, בוגרות וחברות הזנק ומשרדי ממשלה. המקצועיות הרבה של המשרד בתחומי הייעוץ (Start-up) הכלכלי מסייעת ללקוחותינו בתהליכי גיוס כספים, הנפקה לציבור, השקעה, מיזוגים ורכישות וכן בדיווחים הכספיים שלהם.