

## הערכת שווי חברות – קווים מנחים כלליים

פרופ' אברהם טבח<sup>1</sup>

ברשימה קצרה זו אעסוק בהערכת שווי של חברות ועסקים על פי שיטת היוון תזרימי המזומנים (Discounted Cash Flow או בקיצור DCF) ובשגיאות נפוצות הכרוכות בשימוש בשיטה זו, תוך תקווה שהבנה טובה יותר תמנע עיוותים בעתיד.

הערכת שווי עסקים וחברות נעשית לצרכים שונים. מומחים שונים מגיעים לתוצאות שונות באשר לשווי עסקים וחברות. לעיתים הסיבה לכך נעוצה בשימוש בטכניקה שונה להערכת השווי, למשל, כאשר מעריך השווי עושה שימוש בשווי נכסי או שווי שוק. אולם לעיתים קרובות הסיבה לכך נעוצה בשימוש בפרמטרים מופרכים או כאלה שאין להם מספיק תימוכין. לעיתים נדמה כי חוסר המומחיות של בתי המשפט, מאפשר למומחים שונים לנהוג ללא גיבוי מספק.

ברשימה קצרה זו אסביר את העקרונות היסודיים העומדים בשיטת היוון תזרימי המזומנים, ואדגים כיצד שימוש בפרמטרים שגויים עלולים לעוות בצורה מהותית את שווייה של החברה.

### הערכת שווי חברות - כללי

הערכת שווי של חברה או עסק אמורה ככלל לשקף באופן סביר והוגן את שווייה של החברה או העסק בזמן מסוים. לרוב, על מנת שהערכת השווי תהיה אמינה יש לעשות כן, על בסיס נתונים ידועים ועל פי תחזיות מבוססות ככל שניתן.

כידוע, ישנן שיטות שונות להערכת שווי חברות בכלל, וחברות פרטיות בפרט. בצדק, בוחרים רבים להעריך שווי חברות בשיטה הידועה של "היוון תזרימי מזומנים צפויים" (Discounted Cash Flow). שיטה זו, יש לציין, אף אומצה על ידי בית המשפט העליון **בהלכת עצמון נ' בנק הפועלים** כשיטה הראויה להערכת שוויין של מניות במסגרת סעד ההערכה לפי סעיף 338 לחוק החברות, התש"ס – 2000. שיטה זו, כפי שנקבע בפסיקה, משקפת את המעבר משיטות הערכה שמרניות המבוססות על נתוני העבר (כגון שיטת "השווי הנכסי"), אל עבר שיטת הערכה שאינה נסמכת רק על נתונים קיימים ויש בה גם משום צפיית פני העתיד. כן הובעה הדעה בפסיקה, כי שיטה זו היא בבחינה ברירת המחל שבה מתקין התקנות כאשר מתעורר הצורך בהערכת חברה לקראת רכישתה (ראו גם רע"א 5385/10 **דני מגן נ' אופק א.א.חזקות** (2005) בע"מ).

אולם כפי שאפרט בהמשך לעיתים קרובות יותר מרחוקות מעריכים שוגים בצורה חמורה בבחירת הנתונים אותם הם מזינים לתוך הנוסחה של "היוון תזרימי המזומנים הצפויים". וכידוע, בהערכת

---

1 פרופסור מן המניין, הפקולטה למשפטים באוניברסיטת תל-אביב; מנהל אקדמי תכנית תל אביב-ברקלי לתואר שני במשפט מסחרי; חוקר ומרצה בתחום הניתוח הכלכלי של המשפט, מימון חברות, דיני מסים ודיני חברות.

שווי חברות בכלל ובהערכת שווי לפי שיטת הוון תזרימי המזומנים בפרט **“garbage in, garbage out”**, כלומר בחירת הנתונים והפרמטרים המוזנים לנוסחת ה-DCF הם הלב והעיקר!

בטרם אעבור להסביר את שיטת הוון תזרימי המזומנים ויישומה, מספר מלים על שיטות הערכת שווי אחרות ואי תחולתן במקרים רבים.

גישת **“השווי הנכסי”** – גישת השווי הנכסי גורסת כי ערכו של עסק במועד מסוים שווה לערכם של נכסי העסק באותו מועד, וליתר דיוק, לערך השוק של נכסי העסק. שווי זה נחשב על פי רוב לערך המינימלי של העסק, שכן בעל העסק יכול לעולם לממש את נכסי העסק ולקבל את שווי הנכסי.

גישת **“המכפיל”** – בגישה זו שווי העסק מוערך על ידי שימוש במכפילים נבחרים על נתוני ביצוע עיקריים של עסקים דומים על נתוני הערך של העסק המוערך. זוהי גישה השוואתית. לשם ההמחשה מתחום הנדל“ן, המכפיל יכול להיות שווי של מטר רבוע של דירה באזור מסוים, והכפלתו בשטחה של הדירה שאת ערכה אנו רוצים למדוד (למשל, אם שווי של מטר (רבוע) במקום מסוים הוא 30,000 ש”ח למטר, אזי דירה בגודל של 100 מטר אמורה להיות שווה 3 מיליון ש”ח). בדומה, **מכפיל הרווח** בעסקים, הוא היחס שבין שוויים של עסקים לרווחים שלהם, ושווי של עסק נתון יהיה אם כן הרווח של העסק כפול המכפיל האמור. למשל, חברת Apple נסחרה בשנה האחרונה במכפיל רווח של בערך 15. אם לחברה הדומה לחברת Apple יש רווחים של מיליון דולר, אז לפי שיטת המכפיל שוויה צריך להיות 15 מיליון ש”ח.

גישת **“שווי שוק”** – לפי גישה זו שוויה עסק או חברה של חברה היא השווי בו היא נסחרת בשוק מסוים. ברי כי שיטה זו אפשרית בחברות ציבוריות שמניותיהן נסחרות בבורסה, ואינה ישימה לחברות פרטיות.

בשיטת **“הוון תזרימי המזומנים הצפויים”** נדרש מעריך השווי לקבוע א’ מהם תזרימי המזומנים הצפויים לעסק בעתיד, וב’ מהו שיעור ההוון הרלוונטי, דהיינו השיעור שבו מביאים את תזרימי המזומנים העתידיים לערכם הנוכחי. באופן עקרוני, יש בשיטה זו לנסות לחזות את תזרימי המזומנים העתידיים. אולם, לעיתים, מחשבים בשיטה זו תזרימי מזומנים עתידי צפוי מייצג, משך הפעילות הצפוי (אופק הפעילות), כלומר כמה שנים סבורים כי העסק ימשיך לפעול, שיעור צמיחה של תזרימי המזומנים הצפוי המייצג, וכאמור את שיעור ההוון הרלוונטי.

הנוסחה הכללית בשיטה זו היא כדלקמן :

$$DCF = \frac{CF_1}{(1+r)^1} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \frac{CF_3}{(1+r)^3} + \dots + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{CF_t}{(1+r)^t}$$

כאשר,

DCF – הערך של העסק (הוון תזרימי המזומנים).

$CF_t$  – תזרים המזומנים בזמן  $t$ .

$r$  – שיעור ההיוון הנדרש.

על פי רוב, מקובל ליתן תחזית טובה, ככל האפשר, של תזרימי המזומנים הצפויים לזמן הנראה לעין, בדרך כלל, חמש או שבע שנים, ומשם והלאה, להניח כי תזרים המזומנים הצפוי יצמח בשיעור כלשהו. לרוב שיעור הצמיחה בתקופה השניה – הנקראת גם שווי הטרמינלי – היא נמוכה משיעור הצמיחה בשוק, בדרך כלל בסדר גודל של 1%-2%.

הנוסחה של ה-DCF, נראית כך :

$$DCF = \frac{CF_1}{(1+r)^1} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \frac{CF_3}{(1+r)^3} + \frac{CF_4}{(1+r)^4} + \frac{CF_5}{(1+r)^5} + \frac{CF}{(r-g)(1+r)^5}$$

כאשר הביטוי האחרון משקף את השווי הטרמינלי (זוהי נוסחה של "אג"ח צמיתה צומחת" שתזרים המזומנים הראשון שלה הוא בשנה השישית).

### הערכת שווי של חברות - פירוט

#### **1. תזרים המזומנים הצפוי הנקי מייצג**

בהערכת שווי של חברה על מעריך השווי להעריך את תזרימי המזומנים החופשיים הצפויים לחברה בעתיד. על פי רוב, יש לערוך מחקר של העסק על מנת להסיק ולחזות את תזרימי המזומנים בעתיד. לעיתים, אבל, משתמשים בנתוני העסק בעבר (שלוש שנים למשל) על מנת להעריך מה יהיו תזרימי מתוך התפיסה כי העבר יכול להוות אינדיקציה טובה ביחס לעתיד, ופרקטיקה מקובלת היא להשתמש בנתוני העבר כדי לחזות את נתוני העתיד, כך שממוצע של השנים האחרונות הוא אינדיקציה סבירה לכך. בקביעת ממוצע של שנים אחרונות חשוב כי המעריך השווי ישתמש בנתוני שנים שלמות או שוות וזאת כדי לבנות בסיס נאות לנקודת תחילת תזרים העתיד.

#### **2. שיעור הצמיחה**

כאמור, לעיתים, משתמשים לשם הערכת שווי חברות בתזרים המזומנים הנקי בעבר על מנת לחזות את תזרים המזומנים הצפוי המייצג בעתיד. כאשר משתמשים בטכניקה זו מקובל לבדוק האם צפוי **גידול** בתזרים המזומנים הנקי בעתיד הנובע מצמיחה צפויה של העסק. את שיעור הצמיחה אפשר להעריך הן מתוך אופיו של העסק לרבות מאופיו של השוק הרלוונטי והן מתוך המגמות העולות מתזרימי המזומנים של העסק בעבר, לרבות בחינה של ההשקעה בעסק.

כזכור, המטרה של הערכת שווי של חברה היא ליתן הערכה סבירה, עד כמה שאפשר, של שוויה של החברה. לפיכך, אין לפעול, כפי שהיה מקובל בעבר במקצוע החשבונאות על פי גישה שמרנית, גישה המעוותת את שוויה של החברה. גישה כלכלית להערכת שווי של חברות לעולם אינה נוקטת בגישה

שמרנות כזו, וגם הגישה החשבונאית להצגת דו"חות כספיים של החברה השתנתה בעשור האחרון ואינה פועלת עוד במקרים רבים על פי עקרון השמרנות. כאמור, גם בית המשפט העליון בעניין **עצמון** מורה על שיטה שאינה מתבססת על שמרנות.

במלים אחרות, גם מקום שאין יכולת ליתן הערכה מדויקת של הצמיחה, אך ברור מהעסק שהוא צפוי לצמוח על מעריך השווי לנסות ולהעריך צמיחה זו ולא לבחור בגישה שמרנית דווקא. בעסקים המצויים בצמיחה אפשר בהחלט להגיע ולבחור בשיעורי צמיחה גבוהים, כגון 5% או 10% ואפילו יותר, כל עוד מדובר על התקופה הקצרה, למשל, לחמש השנים הראשונות, וכל זאת תחת הנחה כי החברה תמשיך ותפעל ותחום פעילותה אינו צפוי לשינויים מהותיים. מאידך, אם עסקינן בחברה שמתזרימי מזומניה בעבר או מהעסק שבו היא פועלת ניכר שהיא במגמת ירידה, אז אפשר אפילו לבחור, בתזרימי מזומנים שיפחתו. במקרים בהם ניתנת לחברה הערת "עסק החי" על המעריך השווי לבחור בשיעור צמיחה נמוך יותר (אפס ואפילו שליליים). כן יש לקבוע האם מדובר בחברה בוגרת או צעירה, שכן בחברות בוגרות שיעורי הצמיחה יכולים להיות יותר נמוכים לעומת חברות צעירות בהם שיעור הצמיחה גבוהה יותר. בכל אופן, כאשר עוסקים בטווח הארוך יותר, כלומר בחישוב השווי הטרמינלי, שיעור הצמיחה המקובל הוא נמוך בהרבה וצריך להימצא מתחת לשיעור הצמיחה במשק (לרוב שיעורי צמיחה של 1% עד 2%).

### 3. אופק הפעילות של העסק (מספר השנים שבהן יתקבלו ויחושבו תזרימי המזומנים)

שיטת הערכת שווי מניחה כי העסק צפוי להמשיך ולפעול בעתיד למשך זמן רב, ואפילו שיהיו לו חיי נצח, אלא אם יש סיבות טובות להניח כי העסק צפוי להסתיים במועד מוגדר (למשל, כאשר יש לעסק רישיון המוגבל בזמן). הקושי, בדרך כלל, הוא לקבוע בצורה מהימנה או סבירה את תזרימי המזומנים העתידיים כאשר העתיד הוא רחוק. כאמור, בהקשר הזה מקובל כי לעתיד הרחוק שיעור הצמיחה צפוי להיות נמוך או שווה לשיעור הצמיחה השוררת במשק ושיעורים של בין 1% ל-2% הם מקובלים. לעיתים, נתקלים בהערכות שווי המתאייסות למשך זמן קצר, כגון חמש או שבע שנים, מבלי לספק הסבר מניח את הדעת מדוע חיי העסק צפויים להיות קצרים כל כך. גישה זו היא שגויה מבחינה תיאורטית ומביאה להערכת חסר של החברה.

### 4. שיעור ההיוון.

כאמור שיעור ההיוון הוא שיעור הריבית בה יש להשתמש כדי להוון (להביא לזמן ההווה) את תזרימי המזומנים העתידיים הצפויים של החברה. שיעור ההיוון מגלם שתי עובדות יסודיות במימון, האחת, ש"שקל היום שווה יותר משקל מחר" דהיינו את ערך הזמן של הכסף, והשנייה, שבני אדם שונאי סיכון, ולכן "שקל בטוח שווה יותר משקל צפוי מסוכן". לפיכך, כאשר מדובר בתזרימי מזומנים עתידיים צפויים, כלומר שאינם וודאיים, צריך להשתמש בשיעור היוון המביא בחשבון הן את ערך הזמן של הכסף, כלומר הריבית חסרת הסיכון השוררת בשוק, והן את הסיכון הגלום בהם.

בחברות ציבוריות שמניותיהן נסחרות בבורסה מקובל להשתמש לבחירת שיעור ההיוון (שיעור התשואה הנדרשת) במודל המפורסם CAPM (Capital Asset Pricing Model), לפיו שיעור ההיוון הדרוש, הוא:

$$r = r_f + \beta(r_m - r_f)$$

כאשר,

$r_f$  זו הריבית חסרת הסיכון השוררת בשוק,

$r_m$ , זו התשואה הנדרשת על השוק בכללותו,

כך ש- $r_m - r_f$ , היא פרמיית הסיכון על השוק,

ו- $\beta$  מייצגת את הרגישות של המניה לשינויים בשוק.<sup>2</sup>

בחברות ציבוריות שמניותיהן נסחרות בבורסה מקובל, על פי רוב, להוסיף לשיעור ההיוון (או התשואה הנדרשת על המניות) ממודל CAPM משתנים נוספים המגלמים סיכונים שאינם באים לידי ביטוי במשוואת CAPM, כך שהנוסחה מקבלת את הצורה:

$$r = r_f + \beta(r_m - r_f) + \alpha$$

כאשר  $\alpha$  משקף את מאפייני הסיכון של "נכסי" או "פעילות" החברה.

מאז מאמרם של Fama and French ב-1993, ומאמרו של Carhart ב-1997, מקובל להניח שיש ארבעה פקטורים חשובים בקביעת שיעור ההיוון, פרמטרים הקשורים לתשואת השוק (מדד המניות הכללי, הנקבע לפי הביטא), לגודל החברה, למכפיל ההון שלה ולמומנטום של המניה. מודל ארבעת הפקטורים של Fama-French-Carhart אומץ על ידי חוקרים במדינות רבות בעולם והוא נחשב למודל המוביל לסיכון ותשואה של מניות בעולם.<sup>3</sup>

כאמור, במודל ארבעת הפקטורים (או גם שלושת הפקטורים) מוסיפים על משוואת CAPM גם פרמיית סיכון לגודל של חברה, כך שלגבי חברות קטנות פרמיית הסיכון הנדרשת **גבוהה יותר**!

<sup>2</sup> מבחינה סטטיסטית ביטא משקפת את היחס שבין השונות המשותפת של מניה נתונה עם השוק בכללותו לשונות של השוק.

<sup>3</sup> Fama E.F. and French K.R. (1993), "Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds", Journal of Financial Economics 33(1), 3-56; Carhart M.M. (1997), "On Persistence in Mutual Fund Performance", Journal of Finance 52(1), 57-82.

ראו גם שרון גרעין ובני לאוטרבך, מבחנים אמפיריים של מודל ארבעת הפקטורים של Fama-French-Carhart בשוק המניות הישראלי (הרבעון לכלכלה, 2017, עמ' 43-68). יצוין, עם זאת, שהם לא מצאו אפקט לגבי גודל החברה. " גם לגודל החברה (שווי שוק של מניותיה) אין יכולת הסבר של תשואת המניות הבודדות. המקדם הממוצע של שווי השוק ברגרסיות העיתיות שלנו הוא שלילי ובלתי מובהק מבחינה סטטיסטית. סימן המקדם עקבי אומנם עם Fama and French (1992) ומרמז שלמניות של חברות קטנות תשואה גבוהה מזו של חברות גדולות. ברם, בניגוד לממצאי Fama and French (1992) בארה"ב, אפקט הגודל במדגמנו איננו מובהק סטטיסטית. " מאז מודל ארבעת הפקטורים התווספו מודלים נוספים. מודל חמשת הפקטורים של Fama E.F. and French K.R. (2015), "Five Factor Asset Pricing Model", Journal of Financial Economics 116, 1-22, ולאחרונה גם מודל ששת הפקטורים. A Six-Factor Asset Pricing Model (Istanbul Bursa Review, 2017, pp. 205-217).

בחברות ציבוריות שמניותיהן נסחרות בבורסה התשואה הנדרשת עבור סיכון לוקחת בחשבון כי המשקיעים הם **מבוזרים**, דהיינו מחזיקים תיק השקעות המורכב ממניות רבות, כך שהסיכון אליו הם חשופים משקף סיכון נמוך יותר, מאשר הסיכון אליו הם היו חשופים אילו השקיעו בחברה אחת. מנגד, בחברות פרטיות פשיטא שהתשואה הנדרשת גבוהה יותר, שכן המשקיעים, דהיינו, בעלי המניות בחברה פרטית, אינם מבוזרים. במקרים כאלה, מקובל לפיכך להשתמש בשיעורי הון גבוהים אף יותר.

בישראל מקובל כי הריבית חסרת הסיכון, כפי שבאה לידי ביטוי על אגרות חוב ממשלתיות, עמדה בשנים האחרונות על שיעור של כ-3%. כמו כן, מקובל כי פרמיית הסיכון על השוק בכללותו בישראל עמדה בשנים האחרונות בממוצע על כ-6%. (6% אגב זה גם המספר שהוערך לשנת 2013 בסקר שערכו חוקרים באשר לפרמיית הסיכון בשוק הישראלי). ראה, למשל, הסקירה המוצגת ב-Fernandez, Ortiz etc' (Journal of International Business Research and Marketing, 2017, 23-31) (6) יוצא מן האמור כי על השקעה בשוק בישראל בכללותו נדרשה בשנים האחרונות תשואה של כ-9%.

בעסק פרטי, בגודל קטן, יש לקחת ללא ספק רמת סיכון נוספת, למשל, של 3%, כך ששיעור ההיוון הדרוש, אם מניחים כי העסק הנדון אינו פחות מסוכן מהשוק בכללותו, הוא בסביבות ה-12%. וזו כאמור הינה רק ההערכה זהירה ביותר.<sup>4</sup>

האמור לעיל נכון כאשר מדובר בחברה הממומנת כולה בהון עצמי, כלומר במניות. כאשר פעילות החברה ממומנת בחלקה בהון עצמי ובחלקה בהון זר (חוב או הלוואות מהבנקים) שיעור ההיוון של החברה הוא הממוצע המשוקלל של התשואות הנדרשות על ידי משקיעי ההון השונים, כלומר Weighted Average Costs of Capital, או בקיצור ה-WACC. במצב דברים זה – כלומר בחברה שממומנת בחלקה באמצעות הלוואות – שיעור התשואה הנדרש על ההון של החברה (ה-equity) מקיים את המשוואה:<sup>5 6</sup>

$$r_{equity} = r_{asset} + \frac{Debt}{Equity} (r_{asset} - r_{debt})$$

כאשר,  $r_{asset}$  זה שיעור ההיוון על נכסי העסק או על הפעילות, כלומר שיעור ההיוון בהתעלם מהמינוף.

<sup>4</sup> לעיתים אפשר למצוא מערכי שווי המשתמשים בשיעור הון של 3%-5% להיוון תזרימי מזומנים מעסקים. למותר לציין כי מדובר בגישה גסה ביותר! שגיאה זו מביאה להגדלת השווי של העסק המוערך.

<sup>5</sup> כאמור שיטה זו שקולה למעשה לשיטה לפיה ההיוון של תזרימי המזומנים של הפעילות של החברה שווה לממוצע המשוקלל של עלות ההון של החברה (ההון העצמי וההון הזר). ה-Weighted Average Cost of Capital (WACC).

<sup>6</sup> למען הדיוק שיעור התשואה הנדרשת על ההון גבוהה יותר, שכן יש לקחת בחשבון את העובדה שהריבית מותרת בניכוי מס לחברה. לפיכך, הנוסחה המדויקת יותר היא:

$$r_{equity} = r_{asset} + \frac{Debt}{Equity} (r_{asset} - r_{debt} (1 - t))$$

$r_{debt}$  - שיעור הריבית על החוב או ההלוואות.

$r_{equity}$  - שיעור ההיוון על ההון.

$\frac{Debt}{Equity}$  - יחס חוב להון.

כך, למשל, אם ניקח בחשבון שיעור היוון של 10%, כשיעור ההיוון על הפעילות עצמה, ושיעור ריבית של 6% על החוב, הריבית שחברה משלמת לבנקים למשל, ויחס חוב להון מינימלי של 1 נקבל כי שיעור ההיוון הנדרש על ההון

$$r_{equity} = 10\% + \frac{1}{1}(10\% - 6\%) = 14\%$$

ביחסי חוב להון של 2 ל-1, שיעור ההיוון הנדרש על ההון יהיה כבר 18%.

## 5. דוגמא להמחשה

במקום סיכום, נמחיש את האמור ברשימה זו בדוגמא פשוטה. נניח שאנו מעוניינים להעריך שווי של חברה. בחינה מדוקדקת של החמש השנים הקרובות מלמדת שלחברה צפוי תזרים מזומנים של 50, 55, 60, 65, 70. (צמיחה של כ-10%) לאחר מכן, מהשנה השישית ואילך, החברה צפויה להתמתן בצמיחתה ופעילותה, תזרים המזומנים הצפוי לחברה הוא 75 והוא צפוי לצמוח בשיעור של 2%. החברה היא חברה קטנה ושיעור ההיוון הנדרש עליה (ראו לעיל) הוא 15%. השווי שלה הוא 253.5 ש"ח.

$$DCF = \frac{50}{(1.15)^1} + \frac{55}{(1.15)^2} + \frac{60}{(1.15)^3} + \frac{65}{(1.15)^4} + \frac{70}{(1.15)^5} + \frac{75}{(0.15 - 0.02)(1.15)^5}$$
$$= 196.5 + 57 = 253.$$

מן הרצוי בבחינת הערכות שווי גם לערוך **בדיקת רגישות**, דהיינו לבדוק כיצד הערכת השווי תשתנה כאשר פרמטרים שונים משתנים. למשל, אם נניח כי החברה תפעל רק 5 שנים, ונתעלם מהעתיד הרחוק יותר. שווי החברה יהיה 196.5 ש"ח בלבד (כלומר הערכת חסר של למעלה מ-20%). אם נניח למשל כי שיעור ההיוון הוא 10% בלבד אז השווי הוא כ-317 ש"ח (הערכת יתר של כ-25%)

## מיסוי הדיבידנדים

והערה אחרונה באשר למיסוי הדיבידנדים. בהערכת השווי של חברה מקובל לקחת בחשבון את העובדה שהחברה משלמת מס על הכנסותיה החייבות, תוך התעלמות מהעובדה שבעלי המניות משלמים מס על הדיבידנדים (ורווחי הון) שהם צפויים לקבל מן החברה. אחת הסיבות לכך, לפחות בעבר, היא שבמקומות שונים בעולם המס המוטל על בעלי המניות אינו אחיד, אלא הוא תלוי בבעל המניות עצמו ובשיעור המס השולי המוטל עליו. בישראל המצב שונה קמעא בעיקר כאשר מדובר בחברות פרטיות, שאז המס המוטל על הדיבידנדים כמו גם על רווח ההון של מי שנחשב **לבעל מניות מהותי** בחברה הוא מס של 30% (ראה סעיפים 125(ב) ו-91(ב)(2) לפקודת מס הכנסה באשר לדיבידנד ורווח הון בהתאמה). לפיכך, ככל שרוצים לבחון את שוויה של החברה מנקודת המבט של

בעליה (בעלי המניות) יש מקום להפחית משווי החברה 30%, דבר שמשקף הפחתה של 30% בתזרימי המזומנים לאחר מס עבור בעלי המניות המהותיים של החברה.