



מתודולוגיה למידול שווי פרמיות שליטה, מיעוט, Nuisance Value, וניכיון בגין היעדר סחירות (DLOM)

מאת: רועי פולניצר

פרמיית שליטה

בהתאם לפרקטיקה המקובלת, בהערכת שווי יש לקחת בחשבון מרכיב בגין פרמיית שליטה של מניות החברה. מחקרים אמפיריים מראים כי משקיעים במניות שליטה מוכנים לשלם פרמיה מעל לשווי המניה נוכח האפשרות לנווט את החברה, להתוות את דרכה העסקית ולכפיית ניהול יעיל ו/או לצרוך שכר וטובות ו/או בשל סינרגיזם לעסקים אחרים. מחקרים רבים נערכו לצורך בחינת הפרמיה בגין שווי שליטה. מחקרים אלו עסקו בעיקר בבחינת עסקאות מחוץ לבורסה בחבילת מניות המקנות שליטה בחברות ציבוריות והשוואתן למחירי המניות בבורסה, המשקף את שווי ההון "ללא שליטה". מחקרים אלו מצאו באופן מובהק כי לשליטה קיים ערך חיובי. כימות שווי השליטה כרוך בהערכות סובייקטיביות ובאי ודאות רבה, מאחר שהוא כרוך יחדיו נושאים רבים השלובים זה בזה, ביניהם שווי החברה עצמו, חלקם בעלי אופי דינמי, כך שגם עבור מקרה ספציפי שווי השליטה עשוי להשתנות על פני זמן. החשיבות והבעייתיות של נושא השליטה על היבטיו מוצא ביטוי ממוקד באותם מקרים של החלפת שליטה בחברה בקשיים. במקרים אלה ברור ששינוי השליטה מהווה מהלך אינטגרציה בו משולבים שינויים ניהוליים, שינויים אסטרטגיים ושינויים סינרגטיים המוכתבים על ידי בעל השליטה החדש. מובן שתוכן השינויים התפעוליים, האסטרטגיה והסינרגיה, כמו גם סיכויי הצלחתם הם סובייקטיביים וייחודיים לכל רוכש.

לצורך קביעת פרמיית שליטה ראוי להביא בחשבון גורמים כגון מעורבות בעל השליטה בניהול החברה, איכות ממשל תאגידי, זכויות הגנה שבידי המיעוט (זכויות וטו, החלטות פה אחד וכד'), שיעור החזקה של בעל השליטה בחברה וכד'. ניתן לגזור את פרמיית השליטה מתוך עסקה שבה נרכשה שליטה בחברה המוערכת או בחברה דומה לפי המודל הבא (מימין לשמאל):

$$\{ \text{שווי עסקה} - (\text{שווי שוק} \times \text{אחוז הרכישה}) \} / [(\text{שווי עסקה} - (\text{שווי שוק} \times \text{אחוז הרכישה})) + \text{שווי שוק}]$$

דרך נוספת לאמידת פרמיית השליטה (Control Premium) הינה באמצעות מודל Finnerty כאופציית Put סינטטית בעלת מחיר מימוש ממוצע.



ניכיון בגין אחזקת מיעוט

בהתאם לפרקטיקה המקובלת, בהערכת שווי יש לקחת בחשבון מרכיב בגין אחזקת מיעוט של מניות החברה. מחקרים אמפיריים מראים כי משקיעים במניות מיעוט דורשים דיסקאונט ביחס לשווי המניה נוכח מגבלת אפשרויות ניווט החברה, התווית את דרכה העסקית וכפיית ניהול יעיל ו/או צריכת שכר וטובות ו/או בשל סינרגיזם לעסקים אחרים.

שיעור הניכיון בגין אחזקת מיעוט (DLOM - Discount for Lack Of Control) נאמד באמצעות מודל Finnerty כאופציית Put סינטטית בעלת מחיר מימוש ממוצע.

ערך המטרד

בהתאם לפרקטיקה המקובלת, לעיתים בהערכת שווי יש לקחת בחשבון מרכיב בגין ערך המטרד. מחקרים אמפיריים מראים כי חברות מוכנות לעיתים לשלם סכום מסוים כדי לסלק דבר או פעולה, הגורמים הפרעה או אי נוחות, למרות שלדבר אין ערך אמיתי (קרי, תשלום עודף שמשלם בעל רכוש לאדם אחר משום שבידו דבר באותה סביבה, שיכול להשפיע על ערך רכושו וסיכויי מכירתו או לחילופין תשלום שמשלם מבטח לפני משורת הדין לתובע, לא משום שלתביעה יש יסוד אלא משום שהמבטח סבור שכדאי לו לשלם את הסכום הנדרש כדי להיפטר ממנה). לדוגמא, רכישה של אחוז גבוה מהחברה מהווה מטרד ומכשול להעברה של החלטות חשובות בחברה ומאפשר חסימה להחלטות בחברה. לפיכך, למטרד ישנו ערך כלכלי.

ערך מטרד (Nuisance Value) נאמד על בסיס שיטת "תוחלת הנזק" (With and Without Method). במסגרת שיטה זו נאמד שווי המטרד כהפרש בין שווי החברה, תחת הנחת קיומו והיעדרו של המטרד.

ניכיון בגין אי סחירות ו/או חסימה

בהתאם לפרקטיקה המקובלת, בהערכת שווי יש לקחת בחשבון מרכיב בגין אי סחירות ו/או חסימה של מניות החברה. מחקרים אמפיריים מראים כי משקיעים במניות לא סחירות או חסומות דורשים דיסקאונט בשווי המניה נוכח מגבלת אפשרויות הנזלת ההשקעה במניות החברה. מחקרים רבים נערכו לצורך בחינת הדיסקאונט בגין אי סחירות המניות. מחקרים אלו עסקו בעיקר בבחינת מניות חסומות (Restricted Stocks) לעומת מניות מקבילות שאינן חסומות וכן בהתייחס להנפקות פרטיות אשר בוצעו בסמוך לפני הנפקה ציבורית. בארה"ב חסימת מניות משמעותה המשפטית היא שיש איסור על מכירה באופן עקיף דרך מכירה בחסר או באמצעות אופציות.

שיעור הניכיון בגין היעדר סחירות (DLOC - Discount for Lack Of Marketability) נאמד באמצעות מודל Finnerty כאופציית Put סינטטית בעלת מחיר מימוש ממוצע.



ניכיון בגין היעדר זכויות הצבעה

אחת הדרכים המקובלות למדוד את הפרמיה בגין זכויות הצבעה הינה שימוש בנתונים על הבדלי מחירים בין מניות רגילות למניות נחותות בהצבעה. בעבר, חברות רבות בשוק ההון הישראלי הנפיקו מספר סוגים של מניות בעלות ערך נקוב הגבוה מהערך הנקוב של מניות רגילות (לדוגמה - מניה בעלת ערך נקוב 5 ש"ח, במקום ערך נקוב 1 ש"ח). הדבר ביטא נחיתות בהצבעה (בעלים של 5 מניות 1 ש"ח ערך נקוב מחזיק ב- 5 זכויות הצבעה, לעומת בעל מניה של 5 ש"ח ערך נקוב המחזיק בזכות הצבעה בודדת). בדרך זו בעלי השליטה יכלו למכור חלקים גדולים מהון המניות מבלי לוותר על גרעין השליטה בחברה.

מסקירת ספרות אקדמאית המבוססת על בחינת הבדלי המחירים בין מניות בעלות זכויות הצבעה שונות, עולה כי טווח שיעור ההפחתה בגין היעדר זכויות הצבעה רחב מאוד, ונע בין 5.44% במחקרם של Lease, McConnell and Mikkelson על השוק האמריקאי¹, לבין במחקרו של חיים לוי על השוק הישראלי², יש לציין שהמחקרים לעיל בוצעו בשנות השמונים של המאה הקודמת, ומאז שוק ההון הישראלי עבר תמורות רבות והליכי גלובליזציה, בעטיים איבדו המחקרים מהרלוונטיות שלהם.

בשנת 1990 חוקק תיקון לחוק החברות אשר אסר הנפקת מניות נחותות הצבעה, ומאז כמעט כל החברות בעלות שני סוגי מניות איחדו את סוגי המניות. במחקרם של שמואל האוזר ובני לאוטרבך³, נבחנו תהליכי איחוד הון של שתי מניות שונות לסוג אחד של מניות שוות זכויות הצבעה. שווי זכויות הצבעה נאמד על בסיס הפיצוי אשר ניתן לבעלי מניות עדיפות. החוקרים בחנו 67 חברות בשוק הישראלי אשר ביצעו איחוד הון לאחר שנת 1990, ומצאו כי 10% עד 20% משווי חברה נובע מזכויות ההצבעה.

Office: +972.77.507.0590 ■ Cell: +972.52.598.1668 ■ www.intrinsicvalue.co.il ■ roip@intrinsicvalue.co.il

¹ ראו: R.C. Lease Et Al., "The Market Value of Control", *Working Paper* (1981)

² ראו Levi, H. "Economic Evaluation of Voting Power of Common Stock", *Journal of Finance* (1983)

³ ראו: בני לאוטרבך, שמואל האוזר, "הערך של זכויות הצבעה: עדויות אמפיריות מאיחוד הון של מניות בעלות זכויות הצבעה שונות" (1999)



להלן פרטי המשרד:

משרד הייעוץ הכלכלי שווי פנימי מתמחה בביצוע הערכות שווי בלתי תלויות לתאגידים, פרויקטים, מגזרים, נכסים בלתי מוחשיים, מחירי העברה בין חברתיים, נכסים והתחייבויות המועברים בעסקאות עם בעלי עניין/שליטה ומבצע עבודות ייחוס עלויות רכישה (PPA) ותמחור מכשירי הון מורכבים, נגזרים משובצים, איגרות חוב להמרה ואופציות, ESOP ו-409A, יעוץ לחשבונאות גידור ובדיקות אפקטיביות (Effectiveness Tests), זכויות והתחייבויות מותנות, ערבויות, נזיקין ובטוחות. הערכות השווי ניתנות לצרכי אמידת השווי ההוגן, בין היתר בהתאמה לתקני חשבונאות ישראליים, בין לאומיים (IFRS) ואמריקאים (US GAAP) לצרכי הערכות לקראת מיזוגים, רכישות ותהליכי מכירה, לצרכי רשויות המס השונות, כחות דעת לצרכים משפטיים ומטרות חשבונאיות ועסקיות אחרות. בין לקוחות המשרד נמנים, בין היתר, חברות ציבוריות ופרטיות בישראל, משרדי רואי חשבון, משרדי ייעוץ כלכלי וגופים פיננסיים.



להלן פרטי השכלת מעריך השווי מטעם שווי פנימי: מר רועי פולניצר:

בעל תואר MBA (בהצטיינות) במנהל עסקים, תואר BA (בהצטיינות) מאוניברסיטת בן גוריון בכלכלה עם התמחות במימון, מחזיק בהסמכה כמעריך שווי מימון תאגידי (CFV), בהסמכה כמעריך שווי מימון כמותי (QFV), הסמכה כמודליסט פיננסי וכלכלי (FEM), הסמכה כאקטואר סיכוני שוק (MRA), הסמכה כאקטואר סיכוני אשראי (CRA), הסמכה כאקטואר סיכונים תפעוליים (ORA), הסמכה כאקטואר סיכוני השקעות (IRA), הסמכה כאקטואר סיכוני חיים (LRA) והסמכה כאקטואר סיכונים פנסיוניים (PRA) כולם מטעם לשכת מעריכי השווי והאקטוארים הפיננסיים בישראל (IAVFA), ובעל הסמכה בינלאומית כמנהל סיכונים פיננסיים (FRM) מטעם האיגוד העולמי למומחי סיכונים (GARP) והסמכה כמנהל סיכונים מוסמך (CRM) מטעם האיגוד הישראלי למנהלי סיכונים (IARM).



להלן פרטי ניסיונו המקצועי של מעריך השווי כאמור

בעלים של משרד הייעוץ הכלכלי שווי פנימי – מעריכי שווי בלתי תלויים. לשעבר מרצה בהערכת שווי תאגידיים ומגזרים **במט"י חיפה**, מרצה בסטטיסטיקה ותהליכים סטוכסטיים **ביחידה ללימודי חוץ של אוניברסיטת אריאל**, מרצה בנגזרות וניהול סיכונים בפקולטה לניהול **במכללה האקדמית אחוה**, מרצה בניתוח דוחות כספיים והערכות שווי בבית הספר לכלכלה **במכללה האקדמית אשקלון**, עוזר מחקר בתחום ניהול הסיכונים בבנקאות הישראלית של **ד"ר שילה ליפשיץ**, ראש תחום הערכות השווי במשרד רואי החשבון **רוה-רביד** (כיום **Russell Bedford** ישראל), מנהל סיכונים וראש תחום שווי הוגן של חברת **עגן יעוץ אקטוארי פיננסי ועסקי בע"מ**, מנהל סיכונים ומודליסט ראשי של ועדת השקעות **באוניברסיטת בן גוריון** ומרצה בקורסים בתחום ניתוח ניירות ערך ומכשירים פיננסיים ובניהול תיקים בקורס הכנה פרטי לבחינות הרשות לניירות ערך לרישיון מנהל תיקים בישראל.