



מחקרים לגבי מניות חסומות לקביעת שיעור הניכיון בגין היעדר סחירות (DLOM)

האקטואר **רועי פולניצר** מציג את שיטת המחקרים לגבי מניות חסומות לאמידת שיעור הדיסקאונט בגין אי הסחירות

ככל שלמשקיע במניות החסומות יכולת שליטה והשפעה בחברה (לדוגמה – ייצוג במועצת המנהלים), כך שיעור הניכיון נמוך יותר. כמו כן קשרים מסחריים מיוחדים בין המשקיע לבין החברה (לדוגמה, יחסי לקוח-ספק) הקטינו גם הם את שיעור הניכיון.

בחינה סטטיסטית של הנתונים במחקרו של Silber העלתה, כי המשתנים בעלי ההשפעה הגדולה ביותר על היחס בין מחיר המניה החסומה למחיר המניה הסחירה הינם היחסים המיוחדים בין החברה למשקיע ומידת השליטה הניתנת לו במסגרת העסקה (שניהם מקטינים את שיעור הניכיון). המחקר של William L. Silber שכותרתו Discounts on Restricted Stock: The Impact of Illiquidity on Stock Prices Financial Analysts אשר פורסם ב-Journal באוגוסט 1991 הציג גם ממצאים אמפיריים. Silber ניסה למצוא מודל סטטיסטי פשוט שיסביר את ההבדל בין מחיר מניות סחירות למחיר מניות הניתנות למכירה לאחר שנתיים לכל הפחות (מניות שסחירותן הוגבלה על פי SEC's 144 Rule). Silber בחן מדגם בן 69 הנפקות פרטיות שנערכו בין 1981-1988 ומצא, כי שיעור הניכיון הממוצע ממחיר השוק בעת העסקה היה **33.75%**. שיעור זה נע בין 12.7% לבין 84%.

לסיכום

מחקרים לגבי מניות חסומות מהווים שיטה אחת מתוך מספר שיטות שהוצעו לאמידת ה-DLOM אשר מפורטות הן במסמך שהוכן על ידי ה-IRS (רשות המיסים) בארה"ב והן במאמר הסקירה של ריילי ורוטקובסקי (The Discount for Lack of Marketability: Update on Current Studies and Analysis of Current Controversies", Tax Lawyer, Vol 61, (No. 1). מחקרים אלה מבוססים על ניתוח אמפירי של נתוני השוק והם למעשה עבודות האומדות את ההבדל בין מחיר מניות חסומות או מוגבלות (restricted stock) לבין מניות מקבילות שאינן מוגבלות. חשוב לציין כי בדיקות אלה הן בעייתיות בגלל מגבלות הנתונים והקושי לנטרל אפקטים אחרים על התוצאות. כל הבדיקות בוצעו בארה"ב ומרביתם על חברות קטנות ומסוכנות עם סטיות תקן של שיעורי התשואה ברמות גבוהות.

- להלן טבלה עם מחקרים לגבי מניות חסומות:

Empirical Study	Years Covered in Study	Average Price Discount (%)
SEC overall average [a]	1966-1969	25.8
SEC nonreporting OTC companies [a]	1966-1969	32.6
Gelman [b]	1968-1970	33.0
Trost [c]	1968-1972	33.5
Moreoney [d]	[k]	35.6
Maher [e]	1969-1973	35.4
Standard Research Consultants [f]	1978-1982	45.0 [l]
Willanette Management Associates [g]	1981-1984	31.2 [l]
Silber [h]	1981-1988	33.8
FMV Opinions, Inc. [i]	April 1992	23.0
Management Planning, Inc. [j]	1980-1996	27.1
Johnson [m]	1991-1995	20.0
Columbia Financial Advisors	1996-April 1997 [n]	21.0
Columbia Financial Advisors	May 1997-1988 [n]	13.0

השפעת אי הסחירות

מבחינה כלכלית, יש להביא בחשבון את השפעת אי הסחירות והנזילות של מניית החברה. מחקרים רבים, בעיקר בארה"ב, דנו במהלך השנים על השפעת חסימת המניות על שוויין הכלכלי. מומחים מטעם שלטונות המס בארה"ב היו בין הראשונים לציין כי שיעור הניכיון צריך להיות גבוה מהשיעור שהיה מקובל בשנות השישים (10%-15%): ראה פס"ד Karslin V. United States, 73-1 USTC 11-12,907 (DC WISC) שבו התיר השופט לנכות 20% עבור אי-סחירות, וכן Tallichet, CCH DEC. 32,787 (M), 33-TCM 1133 (1974) שבו המליצו מומחי שלטונות המס לנכות 20% עבור אי סחירות.

מהמחקרים עולה כי הגורמים המשפיעים על שיעור הניכיון הנדרש כוללים:

- תקופת החסימה - ככל שהתקופה ארוכה יותר הניכיון צריך להיות גדול יותר;
- ככל שסחירות המניה גדולה יותר, הסיכון בהחזקתה נמוך יותר, ולפיכך, שיעור הניכיון נמוך יותר;
- תנודתיות המניה - ככל שהמניה תנודתית יותר, הסיכויים ה"הזדמנותיים" הגלומים בהיותה סחירה גדלים, ולפיכך חסימתה או אי סחירותה גוררים ניכיון גבוה יותר;
- רווחיות ושווי שוק - ככל שפירמות בעלות היקף מכירות, רווחיות ושווי שוק גבוהים יותר (קרי, איתנות פיננסית גבוהה יחסית), היקף הניכיון נמוך יחסית;
- ככל שגודל ההנפקה הפרטית יחסית למניות הקיימות בשוק גדול יותר, כן נמצא שיעור ניכיון גבוה יותר;

קיימת ספרות מימונית נרחבת (הנתמכת בממצאים אמפיריים) בה מתועד כי שוויים של נכסים בכלל ושווי ניירות ערך בפרט, מושפע באופן משמעותי ממידת הסחירות שלהם. ניכיון בגין היעדר סחירות (DLOM - Discount Lack of Marketability) הינו הנפוץ ביותר מבין אלה המצוטטים בהערכות שווי חברות ונכסים.

ניכיון זה עשוי להיות בעל ההשפעה המוניטארית החזקה ביותר על תוצאות הערכת השווי הסופית. סחירות מוגדרת כיכולת להפוך במהירות השקעה לנזילה, במחיר ידוע ובמינימום עלויות עסקה.

ניכיון בגין היעדר סחירות מהווה התאמה כלפי מטה של שווי השקעה, לשווי המשקף את רמת היעדר הסחירות. קיימים מחקרים (מרביתם התמקדו במניות) המספקים עדות לגבי הקיום והגודל של ניכיון בגין היעדר סחירות.

מחקרים אמפיריים אשר בוחנים את ההבדל בשווי המניה בין שני מצבי עולם: כאשר היא לא סחירה וכאשר היא סחירה. את המחקרים הללו ניתן לחלק לשלושה סוגים כלליים:

- מחקרים לגבי מניות חסומות.
- מחקרים לגבי עסקאות טרום הנפקה (Pre IPO)
- מחקרים לגבי מיזוגים ורכישות

מחקרים לגבי מניות חסומות

- מחקרים אלו השוו את מחירי מניות של חברות ציבוריות נסחרות עם מחירי מניות חסומות של אותן חברות אשר הועברו בהקצאות פרטיות. האקטואר רועי פולניצר מעיר לי כי בארה"ב חסימת מניות משמעותה המשפטית היא שיש איסור על מכירת המניות באופן עקיף דרך מכירתן בחסר או באמצעות אופציות.
- המלומד ה"ה פרופ' שאנון פראט ז"ל מונה בספרו Business Valuation Discounts and Premiums Wiley בפרק 6 לא פחות מ-14 מחקרים שונים לגבי מניות חסומות אשר סקרו נתונים ביחס לשנים 1966-1997. טווח הניכיון בגין היעדר סחירות כפי שנמצא במחקרים אלו נע בין 13% ל-45%, כמפורט בטבלה להלן.