



# מחקרים לגבי עסקאות טרום הנפקה (Pre IPO) לקביעת שיעור הניכיון בגין היעדר סחירות (DLOM)

האקטואר **רועי פולניצ'ר** מציג את שיטת המחקרים לגבי עסקאות טרום הנפקה (Pre IPO) לאמידת שיעור הדיסקאונט בגין אי הסחירות

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;

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

## לסיכום

מחקרים לגבי עסקאות טרום הנפקה (Pre IPO) מהווים שיטה אחת מתוך מספר שיטות שהוצעו לאמידת ה-DLOM אשר מפורטות הן במסמך שהוכן על ידי ה-IRS (רשות המיסים) בארה"ב (Discount for Lack of Marketability Job Aid for IRS Valuation Professionals, September 25, 2009) 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 הבוחנות את מחירי מניות בעסקאות פרטיות לפני הנפקה לציבור לבין מחירי אותן מניות בהנפקה. 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.

היועץ הפנסיוני דוד בכר המוסמך כמעריך שווי מימון תאגידי (CFV) על ידי לשכת מעריכי השווי והאקטוארים הפיננסיים בישראל (IAVFA) מכהן כאחראי תחום התכנון הפיננסי בלשכה. בכר מוסמך כמתכנן פיננסי הוליסטי (CFP) על ידי מועצת התקנים לתכנון פיננסי (FPSB) וכחכם ביטוח חיים מורשה (CLU) על ידי ה-American College.

- על 66% (בשנים 1981-1980) כמפורט בטבלה להלן:

| Study         | Number of IPO Prospectuses Reviewed | Number of Qualifying Transactions | Discounts Mean | Median |
|---------------|-------------------------------------|-----------------------------------|----------------|--------|
| 1997-2000*    | 92                                  | 53                                | 54%            | 54%    |
| 1995-1997     | 732                                 | 91                                | 43%            | 42%    |
| 1994-1995     | 318                                 | 46                                | 45%            | 45%    |
| 1991-1993     | 443                                 | 54                                | 45%            | 44%    |
| 1990-1992     | 266                                 | 35                                | 42%            | 40%    |
| 1989-1990     | 157                                 | 23                                | 45%            | 40%    |
| 1987-1989     | 98                                  | 27                                | 45%            | 45%    |
| 1985-1986     | 180                                 | 21                                | 43%            | 43%    |
| 1980-1981     | 97                                  | 13                                | 60%            | 66%    |
| All 9 Studies | 2,333                               | 363                               | 47%            | 44%    |

- \* 1997-2000 study was for dot.com companies and is not directly comparable to other studies  
© Emory Business Valuation, LLC

מאגר הנתונים Valuation Advisors Lack of Marketability Discount Study אשר משווה בין מחיר המניה בהנפקה ראשונית (IPO) למחירה לפני ההנפקה הראשונית כפי שהוא משתקף מעסקאות פרטיות שבוצעו לפני ההנפקה הראשונית. המאגר הינו כלי אינטרנטי (Web-based) המכיל למעלה מ-12,000 עסקאות פרטיות לפני הנפקה ראשונית (pre-IPO transactions).

מהשנים 1985 ועד היום. המאגר משמש לכימות הניכיון בגין אי סחירות (DLOM) ומאפשר להתאים את שיעור הניכיון לחברה הספציפית על ידי שימוש במאפיינים כמותיים ואיכותיים והתאמת תקופת ההחזקה (holding period). הטבלה להלן מציגה תמצית מהנתונים המצויים במאגר לשנים 1995 עד 2006:

Valuation Advisors Pre-IPO Study – 1995 to 2006

| IPO year | 0-3 months | 4-6 months | 7-9 months | 10-12 months | 1-2 years | Count |
|----------|------------|------------|------------|--------------|-----------|-------|
| 1995     | 37.82%     | 28.62%     | 60.40%     | 50.33%       | 60.64%    | 34    |
| 1996     | 30.83%     | 52.97%     | 56.37%     | 69.38%       | 71.81%    | 270   |
| 1997     | 34.18%     | 50.00%     | 67.12%     | 76.01%       | 80.00%    | 212   |
| 1998     | 23.35%     | 46.67%     | 68.93%     | 71.41%       | 71.91%    | 212   |
| 1999     | 30.77%     | 53.89%     | 75.00%     | 76.92%       | 82.00%    | 694   |
| 2000     | 28.70%     | 45.08%     | 61.51%     | 68.92%       | 76.64%    | 653   |
| 2001     | 14.74%     | 33.17%     | 33.38%     | 52.06%       | 51.61%    | 115   |
| 2002     | 6.15%      | 17.33%     | 21.88%     | 39.51%       | 55.00%    | 81    |
| 2003     | 28.77%     | 22.30%     | 38.36%     | 39.71%       | 61.37%    | 123   |
| 2004     | 16.67%     | 22.68%     | 40.00%     | 56.25%       | 57.86%    | 334   |
| 2005     | 14.75%     | 26.10%     | 41.68%     | 46.11%       | 46.45%    | 296   |
| 2006     | 23.47%     | 20.69%     | 40.23%     | 46.51%       | 56.27%    | 264   |
| average  | 24.18%     | 34.96%     | 50.41%     | 57.76%       | 64.21%    |       |

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 "ההזדמנוניים" הגלומים בהיותה סחירה גדלים, ולפיכך חסימתה או אי סחירותה גוררים ניכיון גבוה יותר

ייתם 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 העדר 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 העדר סחירות מהווה התאמה כלפי מטה של שווי השקעה, לשווי המשקף את רמת העדר הסחירות. קיימים מחקרים (מרביתם התמקדו במניות) המספקים עדות לגבי הקיום והגודל של ניכיון בגין העדר 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 עסקאות טרום הנפקה (Pre IPO)

מחקרים אלו השוו את מחירי המניות של חברות פרטיות (כפי שהשתקפו מעסקאות מחוץ לבורסה) עם מחירי אותן המניות בהנפקה הראשונית לציבור (IPO). חברת הערכות השווי אמורי פרסמו מספר מחקרים מסוג Pre IPO Discounts for Lack of Marketability Studies בשנת 2000.

- מעריכי השווי מפירמת אמורי בחנו את שיעור הניכיון בגין העדר סחירות בעסקאות טרום הנפקה שנערכו בין השנים 1980-2000 במסגרת 9 מחקרים.
- מתוצאות המחקרים עולה כי שיעור הניכיון החציוני עמד על 44% כאשר שיעור הניכיון הנמוך ביותר עמד על 40% (בשנים 1989-1992) והגבוה ביותר