

מחקרים לגבי מיזוגים ורכישות (M&A) לקביעת שיעור הניכיון בגין היעדר סחירות (DLOM)



מערב השוי דוד בכר מציג את שיטת המחקרים לגבי מיזוגים ורכישות לאמידת שיעור הדיסקאונט בגין אי הסחירות

תנודתיות המניה - ככל שהמניה תנודתית יותר, הסיכויים

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 מיזוגים ורכישות

מחקרים אלו השוו מכפילי רווח תפעולי מסוג EV/EBIT ומכפילי רווח תפעולי לפני פחת והפחתות מסוג EV/EBITDA שנגזרו מעסקאות מיזוגים ורכישות של חברות פרטיות למכפילי TEV/EBIT ו- TEV/EBITDA שנגזרו מעסקאות מיזוגים ורכישות שבוצעו בקרב חברות ציבוריות. ג'ון קופלין, אטוליה סרין ואלן שפירו בחנו במאמרם, שכתורתו "The Private Company Discount Journal of Applied Corporate Finance" בשנת 2000, לא פחות מ- 84 עסקאות ומצאו כי מכפילי ה- EV/EBIT הגלומים בעסקאות מיזוגים ורכישות של חברות פרטיות היו נמוכים בממוצע בכ- 31% ממכפילי ה- TEV/EBIT שנגזרו מעסקאות מיזוגים ורכישות של חברות ציבוריות דומות.

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;

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 מיזוגים ורכישות 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 מכפילי הרווח התפעולי ורווחי ה- EBITDA הנגזרים מעסקאות מיזוגים ורכישות של חברות פרטיות שמניותיהן אינן רשומות למסחר בבורסה לבין מכפילי הרווח התפעולי ורווחי ה- EBITDA של חברות ציבוריות דומות (באומרנו "דומות" הכוונה לחברות ציבוריות הדומות במאפייניהן לפעילות החברות הפרטיות) שמניותיהן רשומות למסחר בבורסה. הנחת העבודה של החוקרים השונים הוא שהפער בין מכפילי ה- EBIT של חברות פרטיות לבין מכפילי ה- EBIT של חברות ציבוריות (התואמות בקירוב לפעילות ולהיקף החברות הפרטיות) משקף אך ורק את הדיסקאונט בגין היעדר סחירות (DLOM), ללא כל התחשבות בהבדלי הגדלים שבין החברות הציבוריות לבין החברות הפרטיות.

- עוד מצאו קופלין, סרין ושפירו שבאותן 84 עסקאות מכפילי ה- EV/EBITDA הגלומים בעסקאות מיזוגים ורכישות של חברות פרטיות היו נמוכים בממוצע בכ- 18% ממכפילי ה- TEV/EBITDA שנגזרו מעסקאות מיזוגים ורכישות של חברות ציבוריות דומות. מחקר נוסף ששווה להכיר הוא מחקר של סטנלי בלוק משנת 2007. סטנלי בלוק בחן במאמרו, שכתורתו "The Liquidity Discount in Valuing Privately Owned Companies" אשר פורסם ב- Applied Finance בשנת 2007, לא פחות מ- 91 עסקאות ומצא כי מכפילי ה- EV/EBIT הגלומים בעסקאות מיזוגים ורכישות של חברות פרטיות היו נמוכים בממוצע בכ- 22% ממכפילי ה- TEV/EBIT שנגזרו מעסקאות מיזוגים ורכישות של חברות ציבוריות דומות. עוד מצא בלוק שבאותן 91 עסקאות מכפילי ה- EV/EBITDA הגלומים בעסקאות מיזוגים ורכישות של חברות פרטיות היו נמוכים בממוצע בכ- 24% ממכפילי ה- TEV/EBIT שנגזרו מעסקאות מיזוגים ורכישות של חברות ציבוריות דומות.

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 ה- 60 של המאה הקודמת (10%-15%): ראו פס"ד Karlin V. United States, 73-1 USTC ¶12,907 (DC WISC) 11-12 שבו התיר השופט לנכות 20% עבור אי-סחירות, וכן Tallichet, CCH DEC. 32,787 (M), 33-1 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;