

19 ביוני 2017

טיפ ממעריך שווי: המודל הכמותי עבור דיסקאונט בגין היעדר סחירות (QMDM)

בשנת 1997 פרסם ז. כריסטופר מרסר ספר שכותרתו Quantifying Marketability Discounts. הספר הרחיב את הרעיונות שהוצגו במאמרם של הארפר ולינדקוויסט. ספרו של מרסר מציג מודל לניתוח דיסקאונטים בגין היעדר סחירות וכולל סקירות מעולות של מחקרים בדבר מניות חסומות, מחקרי בדבר IPO ופסקי דין של בית המשפט האמריקאי למיסים.

המודל הכמותי עבור דיסקאונט בגין היעדר סחירות (QMDM- Quantitative Marketability Discount Model) דורש חמש תשומות עיקריות:

- שווי המיעוט הסחיר של המניה (כלומר, מחיר השוק של המניה בבורסה)
- שיעור הצמיחה הצפוי של זכות מיעוט סחירה
- תקופת החזקה צפויה
- שיעור התשואה הנדרש על זכות מיעוט בלתי סחירה
- תשלומי הדיבידנד הצפויים




ישנם מעריכי שווי הטוענים כי הדיסקאונט המתקבל בגישה זו כולל הן את דיסקאונט בגין היעדר סחירות והן דיסקאונט בגין היעדר שליטה. מרסר, לעומת זאת, לא מסכים. מרסר קובע בספרו של שאנון פראט שכותרתו Business Valuation Discounts and Premiums בהוצאת Wiley בעמוד 184 כי:

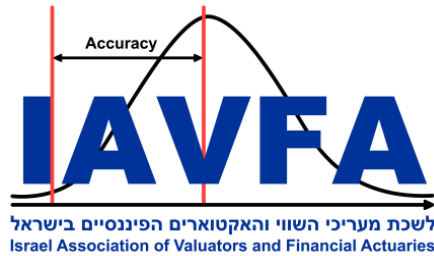
"מספר מעריכי שווי מציעים כי ה-QMDM עשוי לתפוס אלמנטים של דיסקאונט בגין אחזקת מיעוט כמו גם דיסקאונט בגין היעדר סחירות. חלו כמה תמורות לאחרונה בסוגיה זו בעידכון של ד"ר פראט Pratt's Business Valuation Update in vol. 7, no. 3 (March 2001) pp. 7-10 and vol. 7, no. 5 (May 2001) pp. 9-10. בהנחה, כמו שאני מניח, שמעריכי שווי צריכים לבצע התאמות נרמול בעת גיבוש אינדיקציות שווי של זכויות מיעוט סחירות, הרי שה-QMDM תופס את הדיסקאונט הראוי בגין היעדר סחירות. הרציונל לעמדתני בנוגע להתאמות נרמול מתואר

 WWW.IAVFA.ORG



רחוב נתן ברניצקי 5, ראשון לציון 7524205, ישראל

 077-5070590  153-77-5070590  IAVFA1020@GMAIL.COM



בספרו של ד"ר פראט שכותרתו *Cost of Capital: Estimation and Applications* בנספח ד' שבו הוא ביקש ממני לכתוב על השימוש בתוכנת *ValuSource PRO*. ישנם מעריכי שווי המניחים כי התאמות נרמול כמו למשל זקיפת שכר נורמטיבי והוצאות שכר דירה ראויות אינם נחוצים בעת הערכת שווי זכויות מיעוט משום שהן משקפות אלמנטים של שליטה אשר אינם זמינים לבעלי מניות המיעוט. עוד הם מניחים כי הפחתת השווי הנובעת מתזרימי מזומנים שלא עבור התאמות כאמור משקפת הלכה למעשה אלמנטים דיסקאונט בגין אחזקת מיעוט. תחת הנחות אלה, אשר אני אינני מאמין כי הן נכונות, הרי שה- *QMDM* תופס אלמנטים של דיסקאונט בגין אחזקת מיעוט.

לסיכום ה- *QMDM* מייצג התפתחות תיאורטית מתמשכת של רעיון הדיסקאונט בגין היעדר סחירות. חלק ממעריכי השווי בארה"ב (נציין כי אין מה לדבר על מעריכי השווי בישראל בכל הקשור ל- *QMDM*) אימצו חלק מסוים מהמודל שהציע מרסר, אולם רובם מסכימים כי אם כבר משתמשים במודל של מרסר, הרי שהתוצאה המתקבלת צריכה לעלות בקנה עם תוצאות המחקרים המסורתיים בדבר מניות חסומות. להרחבה בנושאים אלו ניתן לפנות לתוכניות ההסמכה השונות של הלשכה בתחומי הערכות השווי.

בכבוד רב,




רועי פולניצר

יו"ר ומנכ"ל לשכת מעריכי השווי והאקטוארים הפיננסיים בישראל

 WWW.IAVFA.ORG



רחוב נתן ברניצקי 5, ראשון לציון 7524205, ישראל

 077-5070590  153-77-5070590  IAVFA1020@GMAIL.COM