



12 ביוני 2017

טיפ ממעריך שווי: מחקרים בדבר ני"ע חסומים

תימוכין נוסף לרעיון הדיסקאונט בגין היעדר סחירות ניתן למצוא במחקר בדבר רכישת ני"ע חסומים (restricted securities) על ידי חברות השקעה.

ברגיל, חברות השקעה רוכשות ני"ע חסומים במסגרת הקצאות פרטיות. חברות ציבוריות לעתים מנפיקות ומוכרות ני"ע חסומים מבלי לרשום אותם תחילה למסחר ב- SEC (רשות ניירות ערך האמריקאית), כאשר ני"ע אלו אינם יכולים להימכר מחדש למשך תקופה מינימלית של שנה אחת במסגרת הנחיות ה- SEC 144.

בשל ההגבלות על סחירותן של ני"ע חסומים אלו, חברות ההשקעה על פי רוב נוהגות לרכוש אותם במחירים נמוכים יותר ממחירם של ני"ע הרשומים למסחר של אותה חברה. ההפרש בין שני המחירים משקף למעשה את הדיסקאונט בגין היעדר הסחירות.

בשנות ה-70, ה- SEC דרש מחברות השקעה לפרסם מידע בדבר עסקאותיהן. זמינות המידע בדבר העסקאות הללו אפשרה למעריכי שווי לקבוע במישרין את הדיסקאונט בגין היעדר הסחירות על ני"ע שנרכשו על ידי חברות השקעה ולהשתמש בו כאמת מידה השוואתית לדיסקאונט הראוי על זכות בעלות בעסק פרטי.



החלטה מקדמית (Revenue Ruling) 77-287 של ה- IRS (רשות המסים האמריקאית) עוסקת בסוגיית הערכת שוויים של ני"ע חסומים. היא פורסמה "על מנת לספק מידע והנחיות לנישומים, לעובדי ה- IRS ולגורמים אחרים המעורבים בהערכת שוויין, למטרות מטרות מס, של ני"ע אשר אינם ניתנים למכירה מחדש הואיל והם חסומים למכירה חוזרת בהתאם לדיני ניירות ערך הפדרליים בארה"ב".

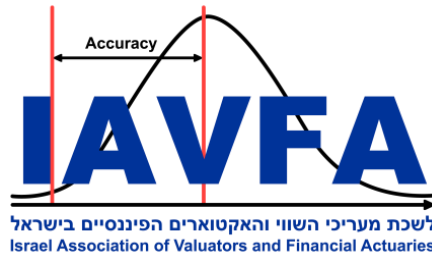
ההחלטה המקדמית דן גם במחקר שנערך על ידי ה- SEC ופורסם בשנת 1971. המחקר כיסה את התקופה שמתחילה ב- 1 בינואר 1966 ועד ליום 30 ביוני 1969. ה- SEC ניתח את הרכישות, המכירות והחזקות של ני"ע חסומים אשר הוחזקו על ידי גופים מוסדיים אשר חשפו את שווי אחזקותיהם. הדיסקאונט הממוצע עמד על כ- 26% עבור כל החברות.

 WWW.IAVFA.ORG



רחוב נתן ברניצקי 5, ראשון לציון 7524205, ישראל

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



ב- Accounting Release מספר 113, ה- SEC הכיר הלכה למעשה בדיסקאונטים בגין ני"ע חסומים.

ני"ע חסומים נרכשים לעיתים קרובות בהנחה/הפחתה משמעותית ביחס למחיר השוק של ניירות ערך שאינם חסומים מאותו סוג, מה שמצביע על כך שניירות ערך אשר אינם זמינים למכירה מחדש בבורסה שווים למעשה פחות מניירות ערך הזמינים למכירה הואיל ועל ידי מכירה ישירה של הראשוניים, המוכרים חוסכים לעצמם את ההוצאות, את הזמן ואת הדיווח הציבורי הכרוכים ברישום למסחר.

Summary of Studies of Restricted Securities Transactions

<u>Study</u>	<u>Period of Study</u>	<u>Discount for Lack of Marketability</u>
Securities Exchange Commission	1966 – 1969	26%
Hall and Polacek	1979 – 1992	23%
Silber	1981 – 1988	33.75%
Stryker and Pittcock	1978 – 1982	45%
Maher	1969 – 1973	35%
Gelman	1968 – 1970	33%
Moroney	1969 – 1973 ^a	35.6%
Trout	1968 – 1972	33.45%
Arneson	Opinion ^b	50% or greater
Willamette	1981 – 1984	31.2%
Management Planning, Inc.	1980 – 1995	28%
FMV Opinions, Inc.	1980 – 1997	22%
Johnson Study	1991 – 1995	20%
Columbia Financial Advisors Inc.	1996 – 1997	21%
Columbia Financial Advisors Inc. ^c	1997 – 1998	13%

^a Moroney did not state the exact time period of his study of restricted stocks, but it is within this time frame.

^b The author used the 35 percent mean discount of the Maher study as a base discount. He then supports a higher discount based upon his analysis of the SEC letter stock study and other SEC studies.

^c The effect of the SEC Rule 144 change from a two-year waiting period to a one-year waiting period.

להרחבה בנושאים אלו ניתן לפנות לתוכניות ההסמכה השונות של הלשכה בתחומי הערכות השווי.

בכבוד רב,




רוני 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