

סדר נזיקין

חישוב הנזק בתובענה ייצוגית המוגשת בטענה להטעיה או בטענה לתרמית בניירות ערך > יורם עדן, אביעד כהן



פיים בעת קבלת החלטות ההשקעה שלו. די בכך שהוא החזיק בניירות הערך של החברה בתקופה הרלוונטית ובכך נחשף לנזק בגין ההטעיה או התרמית, כדי לאפשר לו להגיש או להצטרף לתובענה הייצוגית.

בית המשפט העליון בארה"ב נדרש לאחרונה לסוגיה זו בערעור שהגישה חברת הליברטון². בפסק הדין שפורסם בסוף יוני 2014 חזר בית המשפט העליון בארה"ב ואישר את ההנחה (presumption) לפיה מחיר המניה הנסחרת בשוק הון יעיל משקף את כל המידע המהותי הנגיש לציבור, ובכלל זה מצגים מטעים מהותיים. לפיכך, התובעים לא צריכים להוכיח, כי הסתמכו על הדוחות הכספיים הכוללים את המידע המטעה. עם זאת קבע בית המשפט, כי הנתבעים יכולים להפריך טענה זו ע"י הוכחה שההטעיה נשוא התובענה לא השפיעה למעשה על מחיר המניה.

לכאורה, ותחת הנחת השוק היעיל, ניתן ללמוד על חסרון הכיס שנגרם לתובעים באחת משתי הדרכים הבאות:

זוקו, ונציג את מודל המסחר המואץ - ה-Accelerated Trading Model (ATM) של McCann & Hsu (1999). סיכום קצר יוצג בסיום המאמר.

הנחות היסוד שברקע התובענות

הנחת היסוד הגלומה בבסיס התובענות הייצוגיות בטענה להטעיה או תרמית בניירות ערך, היא ששוק ההון יעיל ביחס למידע. במילים אחרות: מחירי המניות משקפים את כל המידע הרלוונטי הנגיש לציבור¹ לרבות המידע החשבונאי, ומכאן שהם משקפים גם מצגי שווא ("fraud-on-the-market" theory). תחת הנחה זו ניתן לצפות לכך שמצגים מטעים בדוחות הכספיים יגרמו להטיה במחירי המניות. הטיה זו תתוקן, ובאופן מהיר יחסית, בעת גילוי ההטעיה ופרסום המידע המתקן.

פועל יוצא מהנחה זו הוא, שהתובע אינו צריך להוכיח, כי הסתמך על הדוחות הכס-

תובענות ייצוגיות בטענה להטעיה בניירות ערך ובטענה להשפעה בדרכי תרמית על מחירי ניירות הערך, הופכות לחזון נפרץ בשוק ההון בישראל. דא עקא, שקביעת הנזק שנגרם לבעלי מניות החברה איננה מלאכה פשוטה, ומחייבת מתן תשובות לשאלות משפטיות, תוך שימוש בכלים חשבונאיים ומימוניים.

עד כה, הסתיימו בהסכמי פשרה מרבית התובענות הייצוגיות בעילות אלו. למיטב ידיעתנו, רק בעניין רייכרט נגד יורשי המנוח משה שמש תק-על 2007(2), (3367) מוצו ההליכים המשפטיים וניתן פסק דין מחייב על ידי בית המשפט. כתוצאה ממיעוט פסקי הדין, טרם לובנו חלק מהסוגיות המשפטיות הכרוכות בחישוב הנזק בתובענות ייצוגיות אלו, הן נותרו מאחורי הקלעים של הסדרי הפשרה, וחלקן עדיין ממתנות לדין והכרעה שיפוטית.

ככלל, ישנן שתי תשומות נתונים הנדרשות לחישוב הנזק בתובענות ייצוגיות בגין הטעיה בניירות ערך:

< אומדן להתייקרות במחיר המניה (price inflation) שנגרמה כתוצאה מההטעיה.

< אומדן למספר המניות שניזוקו בגין ההטעיה (number of damaged shares).

האומדן לנזק הכולל יהיה למעשה המכפלה של הנזק למניה (שנגרם כתוצאה מההטעיה) במספר המניות שניזוקו.

מטרת מאמר זה היא להצביע על חלק מהקשיים הקיימים בכל אחד משלבי חישוב הנזק. בפרק הראשון נציג בקצרה את הנחות היסוד שברקע התובענות. בפרק השני נציג את סוגיית הנזק המשני (collateral damage) שלדעתנו עדיין לא ניתנה לה תשומת לב מספקת בישראל. בפרק השלישי נדון בשאלת אומדן מספר המניות שני-

פרופ' יורם עדן, רו"ח; אביעד כהן; המסלול האקדמי המכללה למינהל

החברה ולירידות נוספות במחירי ניירות הערך שלה.

כדי להדגים את סוגיית הנזק המשני, אנו מבקשים להפנות לדוגמא המספרית של ככרות הזהב שתוארה בפרק הקודם. לכאורה, לאחר פרסום הדוח המתקן היה שווי החברה בשוק אמור לרדת ב-3 מיליון שקל (50 ככרות שדווחו ביתר כפול שווי של 60 אלף שקל לכיכר).

אולם, לאחר פרסום המידע המתקן נמצא ששווי השוק של החברה ירד ב-5 מיליון שקל. אם נניח שכל בעלי המניות של החברה רכשו את המניות בתקופה שבין פרסום הדוחות הכספיים המטעים לבין מועד פרסום המידע המתקן, נמצא שהנזק הראשי הוא 3 מיליון שקל, וירידת ערך נוספת של 2 מיליון שקל, תוגדר כנזק משני.

למיטב הבנתנו, לסוגיית הנזק המשני לא ניתנה עד כה תשומת לב ראויה ביש-ראל. גם המלומדים חנס וקלמנט בחיבורם המקיף בנושא, העדיפו שלא להידרש אליה. אולם, מחקרים אמפיריים שנערכו בארה"ב, הצביעו על כך שבמקרים רבים, יש לייחס את עיקר הירידה במחיר ניירות הערך של חברות בארה"ב בעקבות פרסום תיקון למידע מטעה לנזק משני.

כך למשל החוקרים Karpoff, Lee and Gardner (2008) בחנו מדגם של 384 חברות בארה"ב, אשר נחשפו לתביעות כתוצאה ממצגים מטעים (Financial misrepresentation) בדוחות הכספיים שלהן. הם מצאו, כי התאמת השווי בהתאם למידע המתוקן והעלויות המשפטיות בצירוף הקנסות שהוטלו על החברה, מהוות רק כשליש מסכום אובדן השווי הכולל שנגרם לחברות כתוצאה מגילוי ההצגה המטעה. שני שלישים מאובדן השווי הם בגדר פגיעה במוניטין של החברה, קרי: נזק משני.

מבחינה כלכלית, נזק משני מבטא פער בין הערכת המשקיעים בשוק את רמת היושרה של נושאי המשרה בחברה (ו/או את רמת הבקרה הפנימית בה) כפי שהיתה ערב פרסום המידע המתקן, לבין הערכת המשקיעים את רמת היושרה של נושאי המשרה בחברה (ו/או את רמת הבקרה הפנימית בה) כפי שנחשפו לאחר פרסום המידע המתקן. לפיכך, פיצוי בגין נזק משני משמעו מעין

ביטוי לתפיסה זו ניתן בפסק הדין בעניין רייכרט נגד יורשי שמש. בעניין זה קבע בית המשפט העליון, כי יש לצייר באופן מטפורי שני קווים: קו המחיר (Price Line), המשקף את המחיר בפועל של נייר הערך בכל יום בתקופה שבין יום ההטעה לבין יום הגילוי ("תקופת ההטעה"); וקו הערך (but-for line), המשקף את המחיר הראוי לנייר הערך בהעדר ההטעה בכל יום באותה תקופה. לאחר שנקבעו קווים אלה, כל רוכש נייר ערך בתקופת ההטעה יהיה זכאי לפיצוי בגין ההפרש, נכון ליום הרכישה שלו, בין שני הקווים האמורים.

קיימים מקרים בהם לא ניתן לכמת באופן ישיר את השפעת ההטעה החשבונית. לדוגמא: מקרים שבהם הדוחות הכספיים "המטעים" כללו סיווג לא נכון של פריטים מאזניים (כגון הצגת סכומי פקדונות לזמן קצר בבנקים שמוטלות עליהם הגבלות ביתרת המזומנים ושווי המזומנים, ו/או שלא ניתן בהם גילוי נאות לעסקות עם בעלי עניין).

במקרים מעין אלו, בהם לא ניתן לכמת באופן ישיר את ההשפעה המאזנית של ההטעה על מחירי המניות, הדרך היחידה לאמוד את הנזק שנגרם לציבור המשקיעים, היא ניתוח השינוי במחירי המניות בחלון האירוע סביב מועד פרסום גילוי ההטעה, במתודולוגיה המקובלת.

סוגיית הנזק המשני (collateral damage)

במקרים רבים נמצא, כי הירידה במחירו של נייר הערך נובעת לא רק מפרסום המידע המתקן, אלא גם מהתרחשותו של נזק משני (collateral damage). המונח "נזק משני" מתייחס למידע שהשוק מסיק מעצם העובדה שנפלה טעות בדיווח.

כך טעות מכוונת מעידה על חוסר היושר של ההנהלה, ואילו טעות רשלנית מעידה, למצער על כשל של בקרות הפנים והדיווח של הארגון. לעיתים, נזק משני משקף את ציפיות השוק לפגיעה אפשרית נוספת בחברה כתוצאה מחקירות ובדיקות נוספות של רשויות הפיקוח. חקירות ובדיקות אלו עלולות להביא לפגיעה נוספת בעסקי

כימות סכום הטעות החשבונאית והשפעתה על השווי המאזני של כל מניה.

ניתוח השינוי במחירי המניה בעקבות גילוי ותיקון המידע המטעה.

שתי שיטות חישוב אלו עשויות להוביל לתוצאות שונות. לשם המחשת טענה זו, מצאנו לנכון להיעזר בדוגמא המספרית הפשטנית שנכללה במאמרם של חנס וקלמנט (2013). נניח שלפנינו חברה הסוחרת בזהב שנכון ליום 31 בדצמבר 2013 החזיקה ב-50 ככרות זהב. החברה כללה בדוחות הכספיים שלה מצג כוזב לפיה בבעלותה 100 ככרות זהב. שווי כל כיכר זהב נכון ליום 31 בדצמבר היה 90 אלף שקל. ביום 30 באפריל 2014 נחשפה התרמית והחברה פרסמה דוח מיידי מתקן. ערב גילוי התרמית היה שווי כל ככר זהב 60 אלף שקל.

מהו סכום ההפסד הכספי שנגרם למשקיעים במניות החברה כתוצאה מההטעה? לשם פישוט הדיון נניח שכל בעלי מניות החברה רכשו את המניות לפני דצמבר 2013 והחזיקו אותן במשך כל "תקופת ההטעה". סכום הטעות נכון ליום פרסום המידע המטעה היה לכאורה 4.5 מיליון שקל $[90 * (100 - 50)]$.

ואולם, חנס וקלמנט ממליצים על יישום "שיטת חסרון הכיס המקורבת", לפיה יש לחשב את הנזק למניה שנגרם למשקיעים על פי ערכו במועד שבו התגלתה ההטעה (אקס-פוסט). שיטה זו חושפת את המשקיעים לסיכויים ולסיכונים הכרוכים בהשקעתם, הן אלה שנובעים מתנודות בשוק והן אלה הספציפיים לחברה. לפי שיטה זו, הרי שבנתוני הדוגמא שלפנינו הנזק הכולל כתוצאה מההטעה יהיה 3 מיליון שקל $[60 * (100 - 50)]$.

כמו כן, עלינו לתת ביטוי גם לשינוי בשערי המניות בשוק ב"חלון האירוע" של גילוי ההטעה ופרסום המידע המתקן. לצורך זאת, אנו נעזרים במתודולוגיה המקובלת במחקרי אירוע (Event Studies)³. אנו מנכים מן הירידה בשערי המניה לאחר פרסום ההטעה את הירידה/עלייה החזויה בשערי המניות שהיתה אמורה להתרחש אלמלא פרסום המידע המתקן⁴, כדי לבדוד את התשואה השלילית החריגה (Abnormal negative return) שנצברה בחלון האירוע.

“ביטוח” למשקיעים בגין רמת היושרה של נושאי המשרה ו/או רמת הבקרה הפנימית בחברה.

במחקר המשפטי בארה”ב קיימת תפיסה לפיה אין זה נכון לפצות את המשקיעים בגין נזק משני שנגרם להם. ראו למשל אצל xBradford Cornell and James C. Rut-ten (2009). בישראל, כאמור, טרם לובנה סוגייה זו די הצורך, וממילא טרם התקבלה בה החלטה חד-משמעית.

לשם שלמות הדיון נציין, כי קיימים מקרים בהם הירידה במחירי מניות החברה בעקבות גילוי ההטעיה, נמוכה יותר מירידת המחיר שהיתה מתחייבת לכאורה בשל סכום ההטעיה. במקרים מעין אלו, באים לידי ביטוי אמון המשקיעים בבעלי השליטה וההנחה שהם ייחלצו וישקיעו מהונם הפרטי לשם חיזוק החברה. דוגמא לכך ראינו לכאורה בפרשת גילוי הטעויות החשבונאיות בחברות דורי בנייה וקבוצת דורי.

מספר המניות שניזוקו

לאחר שעמדנו על הקשיים בחישוב הנזק למניה, נראה בפרק זה, כי גם סוגיית כימות מספר המניות שניזוקו כתוצאה מההטעיה (number of damaged shares) אינה פשוטה.

קבוצת בעלי המניות הזכאית לפי-צוי כוללת אך ורק בעלי מניות שרכשו את המניות לאחר ביצוע ההטעיה, והחזיקו בהן גם במועד הגילוי ופרסום המידע המתקן, שבעטיו חלה ירידה במחירי המניות ונגרם להם הפסד. אין לפצות בעלי מניות שרכשו את המניות לפני ביצוע ההטעיה. כמו כן אין לפצות בעלי מניות שרכשו את המניות לאחר תחילת תקופת ההטעיה ומכרו אותן לפני מועד הגילוי (עוד בטרם התגבש הנזק). רוכשים אלו נכנסו ויצאו משוק ניירות הערך הרלוונטי בתקופה שבין ההטעיה לבין מועד הגילוי, ולכן הם מכונים בארה”ב “in-and-out traders” והמניות שנעשה בהן מסחר (מכירה וקניה) נקראות “in and out volume”.

הקושי בכימות מספר המניות שני-זוקו כתוצאה מההטעיה נוצר משום שלצורך התובענה אנו מבקשים להגדיר מראש את מספר המניות שניזוקו. לשם כך, אנו נעזרים במודלים כמותיים מתחום תורת המימון, הנשענים על הנחות מסוימות לגבי התנהגות

המשקיעים.

במאמר מוסגר נציין, כי בדיקה פרט-נית של זכאותו של כל אחד מבעלי מניות החברה לקבלת הפיצוי שנפסק בתובענה הייצוגית נערכת, אם בכלל, רק לאחר שנקבע סכום הפיצוי וזאת לצורך ביצוע התשלום לבעלי המניות הזכאים. בשלב הגשת התו-בענה והדיון בה, כימות מספר המניות נעשה כאמור באופן עקיף, תוך שימוש במודלים כמותיים.

אחד המודלים הנפוצים והמקובלים בארה”ב לצורך אומדן אחוז העסקות שבהן ניירות הערך נסחרים לראשונה בתקופת ההטעיה (כלומר, עסקות שאינן in-and-out) הוא Accelerated Trading Model (ATM) של McCann & Hsu (1999). המודל מניח שלמניות שכבר נסחרו בתקופת ההטעיה יש סיכוי גבוה יותר להיסחר מאשר למניות שעדיין לא נסחרו בתקופת ההטעיה בהתאם לפקטור קבוע כלשהו.

בהתאם למודל, ההסתברות שמניה שנסחרה ביום המסחר הקודם שבמהלך תקופת ההטעיה (P_{t-1}) , תיסחר שוב ביום המסחר הנוכחי (P_t) מחושבת בהתאם לנו-סחה הבאה:

$$P_t = \frac{M \times \text{Volume}_t}{\text{Float} + (M-1) \times \text{Shares in Class}_{t-1}}$$

כאשר M הוא הפקטור הקבוע ו-“Shares in Class” in Class” הן יתרת המניות שכבר נסחרו בתקופת ההטעיה וניזוקו נכון לתום יום המסחר הקודם.

כדי להדגים את הרציונל של המודל, ניעזר בדוגמה המספרית הבאה. נניח שלחברה מסוימת יש 10,000 מניות הפנויות באופן תיאורטי למסחר Float^5 בתקופת ההטעיה. נניח גם שתקופת ההטעיה מסתמת בחמישה ימי מסחר. כעת נניח, כי 200 מניות נסחרו בפועל ביום המסחר הראשון שבתקופת ההטעיה, 220 מניות ביום המסחר השני, 150 מניות ביום השלישי, 300 מניות ביום הרביעי ו-250 מניות ביום החמישי והאחרון של תקופת ההטעיה.

בהתאם למודל, כאשר מניה נסחרת ביום מסוים במהלך תקופת ההטעיה, היא נכללת ביתרת המניות שניזוקו באותו היום הרלוונטי. כך, ביום המסחר הראשון שבת-

קופת ההטעיה, 200 מניות נסחרו ונכללות ביתרת המניות שניזוקו באותו היום. כדי לאמוד את הנזק למניות הללו, עלינו לזהות את המועדים שאותן מניות נמכרו.

המודל הנ”ל מניח, כי כל המניות שנסחרו במהלך יום המסחר הראשון בתקופת ההטעיה (200 מניות) הן גם מניות שניזוקו (לא נמכרו) בתום יום המסחר הראשון. ביום המסחר השני המודל מניח, כי לאותן 200 המניות שכבר נסחרו ביום המסחר הראשון יש סיכוי כפול (הנחת פקטור קבוע) ממניות שעדיין לא נסחרו כלל בתקופת ההטעיה. בהתאם להנחה הנ”ל, ההסתברות ש-200 המניות (שכבר נסחרו ונכנסו ליתרת המניות שניזוקו) ייסחרו ביום המסחר השני הוא

$$P_1 = \frac{2 \times 200}{10,000 + (2-1) \times 200} = 0.043$$

לפיכך, המודל מניח שתשע מתוך 200 המניות $(= 0.043 \times 200)$ שנסחרו במקור ביום המסחר הראשון, נסחרו גם ביום המסחר השני ולכן יש לסווג אותן בתור in-and-out. בתום יום המסחר השני, יתרת המניות שניזוקו שווה למספר המניות שנסחרו ביום המסחר הראשון (200), בתוספת מספר המניות שנסחרו ביום המסחר השני (220), ובניכוי המניות שנסחרו גם ביום המסחר הראשון וגם ביום המסחר השני (in-and-out) וכלולות למעשה, במחזור המסחר של היום השני (תשע) - קרי, 411 מניות בסה”כ $(= 200 + 220 - 9)$.

ביום המסחר השלישי 150 מניות נסחרו וההסתברות לכך ש-411 המניות שנשאר ביתרת המניות שניזוקו בתום יום המסחר השני להיסחר ביום המסחר השלישי היא

$$P_2 = \frac{2 \times 150}{10,000 + (2-1) \times 411} = 0.029$$

קרי: 11 מניות הן מסוג in-and-out $(= 0.029 \times 411)$. יתרת המניות שניזוקו בתום יום המסחר השלישי תהיה 550 מניות $(= 411 + 150 - 11)$ וכך הלאה. כך, אם נשלים את יתרת החישובים (וראו בטבלה המצורפת), נקבל שמספר המניות הכולל שני-זוקו הוא 1,030 המהווה 10.3% מה-Float $(= 1,030/10,000)$.

ככל שתקופת ההטעיה תהיה ארוכה יותר, תגדל היתרה המצטברת של המניות שניזוקו יחסית לכלל כמות המניות הצפה למסחר בבורסה.

3. לתיאור מפורט יותר של המתודולוגיה של מחקרי אירוע, והקשיים ביישומה, ראו למשל: Henderson (1990).

4. מקובל לערוך חישוב זה בעזרת נוסחת .Capital Assets Pricing Model (CAPM)

5. הסחורה הצפה (Float) היא כמות המניות שנמצאת בידי הציבור ואשר בהן מתקיים המסחר בפועל. בחיי היומיום המונח "סחורה צפה" מפריד בדרך כלל בין הסחורה שנמצאת בידי הציבור לבין הסחורה שנמצאת בידי בעלי השליטה. זאת משום שבעלי השליטה אינם נוטים לסחור במניותיהם באופן תכוף, אם בגלל הגבלות מסוימות שחלות עקב מעמדם הבכיר בחברה, ואם בגלל שאינם רוצים להשמיט את השליטה מידיהם.

6. כשהפקטור (M) שווה ל-1, תוצאות מודל ה-ATM יהיו זהות לתוצאות מודל Proportional Trading Model (PTM). ההנחה העומדת בבסיס מודל ה-PTM היא שבכל יום נתון במהלך תקופת ההטעיה לכל מניה יש סיכוי שווה להיסחר, ללא קשר למועד בו היא נרכשה.

מקורות

חנס שרון ואלון קלמנט (2013), "חישוב הנזק בתובענה ייצוגית בגין הטעייה בניירות-ערך, עיוני משפט, ל"ה (תשע"ג), עמ' 639-702.

Henderson Glenn V., (1990) "Problems and Solutions in Conducting Event Studies", *Journal of Risk and Insurance*, Vol. 57, No. 2.

Karpoff J.M., Lee S.D and G.S Martin (2008), "The Cost of Firms of Cooking the Books", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 32, September, pp. 581-612.

Bradford Cornell & James Rutten (2009), "Collateral Damage and Securities Litigation", *Utah Law Review*, pp. 717-747.

Craig J. McCann & David Hsu (1999), "Accelerated Trading Models Used in Securities Class Action Lawsuits", *Journal of Legal Economics* 1-47.

דוגמה מספרית ליישום Model Accelerated Trading

10,000		FLOAT		
2		הנחת פקטור קבוע (M)		
יתרה מצטברת של מניות שניזוקו Class shares	הסתברות P	מחזור מסחר מצטבר	מחזור מסחר יומי Volume (t)	יום מסחר T
200	1	200	200	1
411	0.043	420	220	2
550	0.029	570	150	3
818	0.057	870	300	4
1,030	0.046	1,120	250	5

כדי לקבל את ה"סחורה הצפה המתואמת" ("Adjusted float").

סיכום קצר

מטרת מאמר זה היתה להצביע על הקשיים העיוניים והמעשיים העולים בעת חישוב הנזק בתובענה ייצוגית בטענה להטעיה או תרמית בניירות ערך. כיוון שמרבית התובענות שהוגשו עד כה הסתיימו בהסדרי פשרה, בלא שניתן בהן פסק דין לגופו של עניין, נותרו קשיים אלו מאחורי הקלעים.

לא זו אף זו: בסופו של יום נמצא, כי הנהנים העיקריים מהגשת התובענות הייצוגיות הם התובעים המייצגים ועורכי הדין שלהם, ולא בהכרח כלל בעלי המניות שנחשפו להפסד כספי בגין ההטעיה. לפיכך, אין מי שיביא למיצוי הדיון בסוגיות שהעלנו ברשימה זו, ורובן עדיין נותרו ללא הכרעה משפטית ברורה. ●

הערות

1. זאת היא היפותיזת השוק היעיל של FAMA (1970) במובן החצי-חזק שלה.

2. Halliburton co., et al., Petitioners v. Erica P. John Fund, Inc. FKA Archdiocese of Milwaukee Supporting Fund, Inc

יושם אל לב, כי לו היינו מציבים בדוגמה שלפנינו פקטור של $M=1$, היתה היתרה המצטברת של המניות שניזוקו גדלה מ-1,030 ל-1,072 מניות (השפעת השינוי בפקטור הקבוע היתה משמעותית יותר ככל שתקופת ההטעיה היתה ארוכה יותר).⁶ מטבע הדברים ברור, כי הנתבעים בתובענות ייצוגיות ינסו להקטין את כמות המניות שניזוקה (ואת סכום הפיצוי שייפסק לחובתם) ע"י הצבת ערכים גבוהים של M. לעומת זאת, לתובעים יהיה אינטרס ברור להציב במודל ערכי M קרובים לאחד ובכך להגדיל את סכום הפיצוי שייפסק לזכותם.

הניסיון המשפטי שנצבר בארה"ב מלמד, כי על כל אחד משני הצדדים יהיה לשכנע את בית המשפט, כי הפקטור הקבוע שהניח הוא סביר בנסיבות העניין. הפקטור הקבוע עשוי להיות שונה ממקרה למקרה, בהתאם לרמת הסחירות במניות החברה בתקופת ההטעיה, הכמות הצפה, ותנאי השוק בתקופה הרלוונטית.

שאלת קביעת הפקטור וגזירת כמות המניות שניזוקו נשארת איפוא לשיקול דעתו של בית המשפט. אנו סבורים כי כלי עזר ראוי לקביעת M (הפקטור הקבוע במודל) הוא חלוקת מחזור המסחר הכולל במניות החברה בתקופת ההטעיה בכמות הצפה למסחר (Float).

נוסיף ונציין, כי הפרקטיקה המקובלת בארה"ב היא לנכות מהכמות הצפה למסחר גם את החזקות של הגופים המוסדיים