



כל מניה היא אופציה, אבל לא כל אופציה היא בהכרח מניה!

עו"ד ענבר דרוך מסבירה שעל פי גישת מרטון (1974) בעלי המניות הינם בעלי אופציה להחזיר את חובות החברה כאשר שווייה ביום פקיעת החובות גבוה מערך הפדיון, או להעביר את החברה לבעלות המלווים כאשר ערך הפדיון עולה על שווי החברה. למעשה שווי האופציה התיאורטית של בעלי המניות הינו שווי השייר (שווי השארית) של החברה לאחר החזרת החובות.

"יבצת אתן לך חסר נוסף מדוע לדעתי מניה היא אופציה ועל איזה נכס בדיוק", "האם המומחה", "רוברט מרטון, כלכלן יהודי זוכה פרס נובל, ומי שאני נוהג לכתוב, "האקטואר הפיננסי הראשון" ניסח בשנת 1974 מודל שבו הוא הראה כי בעלי המניות הנם בעלי אופציות רכש (CALL) להחזיר את חובות החברה במועד פירעון החוב. במילים אחרות, מרטון קבע שההון העצמי של החברה (קרי, כלל מניות החברה) מהווה למעשה אופציות רכש (במקרה זה תאורטית) על שווי נכסי החברה עם מחיר מימוש השווה לערך הנקוב של חוב החברה. האם את רוצה לנסות להקביל את הניתוח שלך של אופציה על מניה לכך שמניות החברה הן אופציה על נכסי החברה?"

"טוב", ענית, "אני אנסה. מצב הטבע הראשון לדעתי הוא מצב שבו שווי נכסי החברה (אני מנסה כמובן להקביל אותו למחיר שוק של המניה בדוגמה זו) אופציה על מניה במועד פירעון החוב (שהוא נראה לי המקבילה הראויה למועד פקיעת האופציה) יהיה גבוה יותר מערך הפדיון של חוב החברה (שאותו אני מקבילה למחיר המימוש של האופציה) ואז למעשה מבחינה מימונית/כלכלית פירעון החוב לא יהיה שווה למחיר המימוש של חוב החברה יש שווי חיובי השווה לערך השייר של החברה לאחר החזרת החובות (שווי נכסי החברה בניכוי כלל התחייבויות החברה)".

"מעולה", אמר המומחה, "מהו אם כך מצב העולם השני?". "מצב הטבע השני", ענית, "הוא הפוך של מצב הטבע הראשון, כלומר, מצב שבו שווי נכסי החברה במועד פירעון החוב יהיה נמוך יותר מערך הפדיון של חוב החברה (כמו שאתה מנסה לי מספר פעמים ששווי של חברת לא יכול ליפול מתחת לאפס) ואז למעשה מבחינה מימונית/כלכלית יעבירו את החברה לבעלות המלווים". "אני רק אציין", אמר המומחה, "שבעבר שבחשבונאות לחברה יכול להיות הון עצמי שלילי, דבר שנקרא "גירעון בהון" הרי שבעולם המימונית/האקטוארי שווי חברה בע"מ לא יכול ליפול מתחת לאפס – בדיוק כפי שצינית". "מצב הטבע השלישי", פצחתי, "זהו מצב האדישות שבו במועד פירעון החוב שווי נכסי החברה יהיה שווה לערך הפדיון של חוב החברה ואז למעשה מבחינה מימונית/כלכלית שווי החברה הוא שוב אפס, כי למעשה למניה יש שווי שיורי ואם אין שארית אז השווי הוא 0". "כשאת אומרת כאן ששווי החברה הוא שווי שיורי או שווי שארית, את למעשה מתארת כאן מצב של "סבתא בישראל דיסה", אמר המומחה, "אם נשארתי דיסה בסוף בעלי המניות ואם לא נשארתי דיסה בסוף בעלי המניות לאחר חלוקת דיסה למלווים אז שווי החברה הוא 0".

"למה אמרת שכל מניה היא אופציה אבל לא כל אופציה היא בהכרח מניה?", שאלתי את המומחה. "ראוי", לקח המומחה עט ודף והחיל ליציר, "מודל מרטון מבוסס על שווי נכסי הפירמה (המכונה גם "שווי נכסי החברה") ישווי פגיעות החברה", שאותו מקובל לסמן באות V. שווי הפירמה מתחלק באופן כללי בין בעלי החוב השונים לבין מחזיקי ההון העצמי, כאשר את סך שווי החוב וההון העצמי בערכים נוחים מקובל לסמן כ- D ו- S בהתאמה". "אוקיי", אמרתי, "מה לגבי חובות החברה?". "אז זהו", ענה המומחה, "מודל מרטון בוצרנו הפשוטה מניה לעברה יש רק חוב אחד מסוג בלון ומשך חייו הוא T שנים, כאשר בתום T השנים החברה מתחייבת להחזיר לבעלי החוב את הקרן והריבית הצבירה שהוטחה (להלוואת בלון אמרנו) ובסוף T. ובתנאים אלה מרטון הראה ששווי מניות החברה הוא הלכה למעשה אופציות רכש (Call) על שווי הפירמה עם מחיר מימוש F וזמן מימוש T". "מדעים", אמרתי. "כן", ענה המומחה, "עוד הראה מרטון שהפער בין חוב החברה ללא סיכון אשראי לבין חוב החברה עם סיכון אשראי שקול אפקטיבי מכל הבחינות המימוניות המהותיות אופציות מכר (Put) על שווי הפירמה עם מחיר מימוש F וזמן מימוש T". "אז מתי אופציה היא בהכרח מניה?", שאלתי. "יש אופציות על מניות עם מחיר מימוש של 0 המכונות LEPO (Low Exercise Price Options) המיועלות מניות לכל דבר ועניין", אמר המומחה, "דוגמה נוספת היא ה-RSU שהוא שקול אפקטיבי מכל הבחינות המימוניות המהותיות אופציות רכש עם מחיר מימוש גבוהה אפס ולכן אופציה זו היא למעשה מניה".

"במצב הטבע הראשון אני מממשת את האופציה שבידי כי יש לה ערך עבורי, היא דומה מבחינתי לשובר הנחה על מחיר המניה בבורסה".

"כל הכבוד", ענה המומחה, "ניכר שאכן קראת את אחד ממאמריו, מהו אם כך מצב העולם השני?". "אני יודעת שאין חשיבות לסדר של מצבי הטבע", ענית, "מצב הטבע השני, שהוא הפוך של מצב הטבע הראשון, הוא מצב שבו מחיר מניית סלקום בבורסה ב- 31 בדצמבר 2024 יהיה נמוך יותר ממחיר המימוש הנקוב בחוזה האופציה (כלומר, מחיר השוק בבורסה הוא 15 ₪ למניה בעוד שמחיר המימוש הנקוב בחוזה האופציה הוא 20 ₪ למניה) ואז למעשה מבחינה מימונית/כלכלית שווה לי כבעלת האופציה דן לקנות מניה אחת של סלקום בבורסה במחיר שוק של 15 ₪ חף מימוש האופציה וקניית מניה אחת של סלקום תמורת 20 ₪". ענית, "אז את למעשה אומרת שבמצב העולם השני את לא תממשי את האופציה שבידיך?". "שאל המומחה. "נכון מאוד", ענית, "במצב הטבע השני, אני פשוט זורקת את האופציה לפח כי אין לה שום ערך עבורי, אין לי טעם לקנות ביוקר משהו שאני יכולה לקנות בזול".

"מצב העולם השלישי", המשכתי, "אם אני זוכרת נכון, הוא מצב של אדישות. מהמאמרים שקראתי עולה שאתם הכלכלנים אוהבים מצבים של אדישות". "מעניין", אמר המומחה "תסבירי בבקשה". "מצב הטבע השלישי הוא מצב שבו מחיר מניית סלקום בבורסה לנייע בתי"א ב- 31 בדצמבר 2024 יהיה שווה למחיר המימוש הנקוב בחוזה האופציה (כלומר, מחיר השוק בבורסה הוא 20 ₪ למניה בעוד שמחיר המימוש הנקוב בחוזה האופציה הוא 20 ₪ למניה) ואז למעשה מבחינה מימונית/כלכלית אני אדישה בין קניית המניה בבורסה במחיר שוק של 20 ₪ לבין קניית המניה דרך האופציה תמורת 20 ₪". אז את למעשה אומרת שבמצב העולם השלישי את תממשי את האופציה שבידיך?". "אם תממשי את האופציה שבידיך", ענית, "אז גם במצב הטבע השלישי אני חושבת על זה", ענית, "אז גם במצב הטבע השלישי אני זורקת את האופציה לפח כי אין לה ערך עבורי, אין לי טעם לקנות דווקא דרך האופציה משהו שאני יכולה לקנות באותו מחיר שוק, אלא אם כן, קניית המניה בבורסה כרוכה בעמלת רכישה שחווה האופציה פוטר ממנה". "הניתוח שלך נכון להפליא", פסק המומחה.

"אוקיי", אמרתי, "הבנתי מהי אופציה על מניה, אבל למה בעיניך מניה היא בהכרח אופציה?". "ניקח את שלושת מצבי העולם שתיארת לי כה יפה ונסה להקבילם לשלושה מצבי עולם אחרים", ענה לי המומחה, "כאשר מצב העולם הראשון הוא מצב שבו החברה מצליחה בפעילותה בעתיד, לחברה יש רווחים והיא מחליטה לחלק שיעור מסוים מרווחיה לבעלי מניותיה, מה שמכונה "דיבידנד". הוזה אומר- מניה מקנה לבעל המניה את הזכות לקבל דיבידנד אם ורק אם החברה היא גם רווחית וגם בוחרת לחלק דיבידנד".

"יפה", ענית, "לא חשבתי על זה". "מצב העולם השני, הוא בדיוק מצב הפוך למצב העולם הראשון", אמר המומחה, "זהו מצב שבו החברה נכשלת בפעילותה בעתיד, החברה הולכת לפירוק ואז לבעלי מניותיה יש זכות לקבל את נכסי החברה בעת פירוקה. הוזה אומר- מניה מקנה לבעל המניה את הזכות לקבל חלק מנכסי החברה אם ורק אם החברה נכשלת והולכת לפירוק".

"אוקיי", אמרתי, "תיארת כבר שני מצבי טבע שלא חשבתי עליהם, מהו מצב הטבע השלישי?". "מצב העולם השלישי", אמר המומחה, "זהו מצב שבו לבעל המניות יש זכות להשתתף ולהצביע באסיפה הכללית של שוק קשר לכך האם החברה מצליחה או נכשלת. בנוסף, לבעל המניה יש זכות בלעדית לקבל מידע אודות החברה".

"הבנתי", ענית, "אז מניה היא אופציה כי היא מקנה זכות לקבל דיבידנד במצב עולם חיובי או את נכסי החברה במצב עולם שלילי, אבל היא מקנה את הזכות להשתתף ולהצביע באסיפה הכללית של בעלי המניות ללא שום קשר לרווחיותה ומכונן לקבל מידע אודות החברה". "מכונן שאחזו מסוים על מניות בחברה מקנה גם את הזכות למנות דירקטור בחברה", ציין המומחה.

רשבע יבתי שליחה עם ידיד שלי, מומחה בינלאומי מוסמך להערכת שווי נגזרים פשוטים, אופציות ומכשירים פיננסיים מורכבים ופשוט שוחחנו על אופציות בגירושין. בנקודה מסוימת של השיחה שאל אותי המומחה "תגידי, את יודעת מה ההבדל בין אופציה למניה?", ומבלי לחכות לתשובתי הוא ענה, "כל מניה היא אופציה אבל לא כל אופציה היא בהכרח מניה". המשפט היה ריתק אותי וביקשתי מהמומחה שישכיל אותי לגביו. "אז נתחיל מהאופציה", אמר המומחה, "כי אני למעשה אומר שמניה היא מקרה פרטי של אופציה, כלומר למעשה היא הכלל ומניה היא הפרטי".

"מהי אם כך אופציה?", שאל אותי המומחה ומבלי לחכות לתשובתי החל לענות לעצמו, "הדבר הראשון שחשוב לדעת, לפני שבכלל אגדיר מתי אופציה, הוא האופציה יכולה להיות נכס או התחייבות, תלוי מאיזה צד של האופציה אנחנו. אם אנחנו נמצאים בצד של קונה האופציה (המכונה גם "מחזיק האופציה", לחילופין "בעל האופציה" או לחילופין חילופין "בעל פוזיציה LONG באופציה") אז מבחינתנו האופציה היא נכס. מאידך, אם אנו בצד של מוכר האופציה (המכונה גם "כותב האופציה" או לחילופין "בעל פוזיציה SHORT באופציה") אז מבחינתנו האופציה היא התחייבות.

"אוקיי", אמרתי, "אז אופציה יכולה להיות נכס או התחייבות, ומה לגבי מניה?". "מניה לא יכולה להיות התחייבות, אלא רק נכס", ענה המומחה, "אופציה מוגדרת כחווה משפטי המקנה לבעל האופציה את הזכות אך לא את החובה לקנות או למכור (תלוי בסוג האופציה, אופציה לקנות נכס כלשהו בעתיד נקראת "אופציות רכש", לחילופין "אופציות CALL" או לחילופין חילופין "שובר הנחה"/"טופס לוטו" בעוד אופציה למכור נכס כלשהו בעתיד נקראת "אופציות מכר", לחילופין "אופציות PUT" או לחילופין חילופין "פוליסת ביטוח"/"ערבות": 1) כמות מסוימת (המכונה "מכפיל האופציה"); 2) על נכס מסוים (המכונה "נכס הבסיס"); 3) במחיר עתידי קבוע וידוע מראש (המכונה "מחיר המימוש"); 4) במועד עתידי קבוע וידוע מראש (המכונה "מועד פקיעת האופציה").

מאידך, האופציה מחייבת את כותב האופציה למכור או לקנות מבעל אופציה את נכס הבסיס, על פי תנאי האופציה, ומאחר ואני בעל האופציה יש זכות בעוד שלכותב האופציה ישנה התחייבות, אזי בעל האופציה משלם לכותב האופציה סכום כפי מסוים במועד רכישה/קניית האופציה, סכום המכונה "פרמיה" שהוא למעשה השווי האקטוארי של האופציה.

"תן לי בבקשה דוגמה לאופציה", ביקשתי. "ברצון", ענה המומחה, "יש אופציות פיננסיות, אופציות ריאליות/אסטטוטיות, אופציות לעובדים/מנהלים, אופציות משוּבצות/גלומות ועוד, אבל לשם הפשטות בואי וניחא אופציה פיננסית פשוטה. תתארי לך שאני רוצה למכור לך אופציות רכש (CALL) המסמנת לך את הזכות אך לא את החובה לרכוש ממני ביום 31 בדצמבר 2024 (קרי, במועד האופציה מניח את שווי סלקום (חברה ציבורית שמנייתה נסחרת בבורסה לנייע בתי"א), במחיר של 20 ₪ למניה (קרי, מחיר המימוש), מה אמרת האופציה הזו?". שאל אותי המומחה.

"אני קראתי קצת מאמרים בנושא", ענית, "ממה שאני הבנתי יכולים להיות 3 מצבי טבע. מצב הטבע הראשון הוא מצב שבו מחיר מניית סלקום בבורסה ב- 31 בדצמבר 2024 יהיה גבוה יותר ממחיר המימוש הנקוב בחוזה האופציה (כלומר, מחיר השוק בבורסה הוא 25 ₪ למניה בעוד שמחיר המימוש הנקוב בחוזה האופציה הוא 20 ₪ למניה) ואז למעשה מבחינה מימונית/כלכלית שווה לי כבעלת האופציה דן לממש את האופציה, הוזה אומר, לקנות מניה אחת של סלקום דרך האופציה תמורת 20 ₪ חף קנייתו בבורסה תמורת מחיר שוק של 25 ₪", ענית. "אז את למעשה אומרת שבמצב העולם הראשון את תממשי את האופציה שבידיך?", שאל המומחה. "בהחלט", ענית.