

שיטת התשואה על ההשקעה - חישוב מחיר ההון המשוקלל (WACC) (11/12)

עלותן של מניות בכורה

מניית בכורה נועדה לענות על הצורך שיש לחברות שונות להגדיל את משאביהן הכספיים על ידי גיוס הון בלי לדלל את זכויות ההצבעה של בעלי המניות הקיימים. היתרון המרכזי הטמון במניית בכורה הוא העדיפות שהיא מעניקה למחזיקים בה בקבלת דיוונדים על פני שאר בעלי המניות, כאשר סוג מסוים של מניית בכורה (מניית בכורה צוברת) אף מבטיח שיעור דיבידנד שנתי קבוע, ובפרט מניות אלה אינן מעוררות אירוע של חדלות פירעון במקרה שלא שולם הדיבידנד (כלומר, אם בשנה מסוימת לא התקיימה חלוקת דיבידנד, בעלי מניית הבכורה יקבלו בדיעבד סכום זה במועד חלוקת הדיבידנד הקרוב). לאחרונה נעשה שימוש רב במניות מסוג זה, שעה שמחיקות הון מהותיות שביצעו בנקים מהגדולים בעולם הצריכו גיוסי הון נרחבים מצדם. בנקים אלה, כמו CitiBank ו-Goldman Sachs, הנפיקו למשקיעים כמו וורן באפט וקרן ההשקעות של ממשלת אבו-דאבי מניות בכורה המבטיחות תשואת דיבידנד קבועה לאורך השנים.

מניית בכורה פחות מסוכנת ממניה רגילה אך מסוכנת יותר מחוב רגיל (בשל זכויותיהם הראשוניות של הנושים) ובהתאמה שיעור התשואה בגינה יהיה נמוך יותר מזה של מניה רגילה אך גבוה מזה של חוב.

בהנחה שלמניה זכויות צמיתות לדיבידנד קבוע ואין לה תכונות מיוחדות (כגון המרה), נשתמש בנוסחה הבאה לשם מדידת עלותו של הון מסוג זה:

$$r_p = \frac{Div}{Preferred\ Share\ Market\ Price}$$

הבעייתיות בהערכת התשואה המתאימה למניית בכורה מתעוררת כאשר אי אפשר לנקוב במחיר השוק שלה. במקרה כזה רמת הקושי עולה מדרגה ומצריכה ידע מעמיק במודלים מתקדמים לתמחור אופציות.

כאשר:

S_t - נכס הבסיס (מספר המניות שנקבל מוכפל במחיר המניה).

F_t - מחיר המימוש (שווי אגרת החוב "סטרייט").

c - שיעור הקופון.

d_s - שיעור הדיבידנד שהמניה מחלקת.

T - אורך חיי האיגרת.

σ_t - סטיית התקן המשותפת למניה ולאיגרת החוב.

$N(di)$ - ההתפלגות הנורמלית הסטנדרטית המצטברת עד לנקודה di .

חישוב סטיית התקן המשותפת מבוצע באופן הבא:

$$\sigma_t = \sqrt{\sigma_{S,t}^2 + \sigma_{F,t}^2 - 2\rho_{S,F}\sigma_{S,t}\sigma_{F,t}}$$

כאשר:

σ_t - סטיית התקן המשותפת למניה ולאיגרת החוב.

$\sigma_{S,t}$ - סטיית התקן של מניה.

$\sigma_{F,t}$ - סטיית התקן של איגרת החוב סטרייט.

$\rho_{S,F}$ - מקדם המתאם בין המניה ואיגרת החוב סטרייט.

עם חסרונותיו של המודל אפשר למנות את הבאים:

■ המודל מניח כי מדובר באופציה אירופאית, אך אג"ח להמרה ניתן בדרך כלל למימוש לפני פקיעתו. אין זו בעיה כל עוד ערך הקופון גבוה מתשואת המניה.

■ המודל מניח היעדר אפשרות של כפיית ההמרה על ידי החברה ותנאים נוספים שייתכן כי קיימים באיגרות חוב מסוימות.