

Jakub Marszałek

Wykorzystanie obligacji zamiennych do obniżania kosztu kapitału : wybrane przykłady spółek notowanych na stutgarckiej GPW

Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania 10, 64-75

2008

Artykuł został opracowany do udostępnienia w internecie przez Muzeum Historii Polski w ramach prac podejmowanych na rzecz zapewnienia otwartego, powszechnego i trwałego dostępu do polskiego dorobku naukowego i kulturalnego. Artykuł jest umieszczony w kolekcji cyfrowej bazhum.muzhp.pl, gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach
dozwolonego użytku.

JAKUB MARSZAŁEK

WYKORZYSTANIE OBLIGACJI ZAMIENNYCH DO OBNIŻANIA KOSZTU KAPITAŁU – WYBRANE PRZYKŁADY SPÓŁEK NOTOWANYCH NA STUTTGARCKIEJ GPW

Wstęp

Jednym z najistotniejszych problemów zarządzania finansami przedsiębiorstwa jest wybór optymalnej strategii finansowania. Oznacza to nieustanne analizowanie płynności, zdolności do zadłużania czy rentowności. Podstawowy wybór odbywa się między dwoma formami kapitału – własną i obcą, i polega na ustaleniu proporcji między nimi. Mimo wieloletnich prac badawczych poświęconych problemom finansowania, nie opracowano reguł dotyczących optymalnej struktury kapitałowej. Wykorzystanie kapitału własnego pozwala na uniknięcie wydatków o charakterze gotówkowym, przez co nie obciąża się finansowo realizowanych projektów inwestycyjnych. Jednak to źródło kapitału, jeśli ma zewnętrzne pochodzenie, wpływa na zmianę struktury własności, co nie jest obojętne dla zarządzania spółką i może ograniczać korzyści realizowanej inwestycji. Z kolei dług wykorzystywany jako zasób kapitału finansujący działalność przedsiębiorstwa oznacza konieczność okresowego regulowania płatności odsetkowych oraz zwrócenia całości pożyczonego kapitału z chwilą jego wymagalności. Może to znacząco wpływać na bieżącą płynność finansową spółki ograniczając czasem ekspansję gospodarczą, a w skrajnym przypadku przyczynić się do bankructwa.

Kolejnym istotnym dylematem dotyczącym wykorzystania źródła kapitału jest wymagana stopa zwrotu. Ze względu na ryzyko płynności spółki bezpieczne jest wykorzystanie kapitału własnego. Jednak ryzyko, jakie ponosi potencjalny nabywca udziałów podwyższa wymaganą stopę zwrotu. Można oczywiście lekceważyć te oczekiwania, lecz wiąże się to z prawdopodobieństwem

niskiej wyceny spółki lub trudności w dalszym pozyskiwaniu kapitału. Ponadto pewną niedogodnością finansowania kapitałem własnym jest zmienność kosztu kapitału, spowodowana zmianami stóp zwrotu na rynku kapitałowym. W przypadku wykorzystania kapitału obcego nie ma problemu wysokiej stopy zwrotu. Koszt kapitału jest precyzyjnie określony, a jego poziom, z uwagi na niższe ryzyko kapitałodawcy, jest na ogół niższy od kosztu kapitału własnego. Brak też jest tak licznej grupy czynników determinujących zmienność oczekiwanej stopy zwrotu. Jednak wymienione zalety długu w porównaniu z kapitałem własnym mogą okazać się nieistotne z powodu wydatków pieniężnych koniecznych przy finansowaniu kapitałem obcym.

Podjmując zatem nieustannie decyzję dotyczącą struktury kapitału, zarządzający stoją przed następującym dylematem: czy finansować działalność z tańszego długu ryzykując utratę płynności, czy też skorzystać z bezpieczniejszego kapitału własnego ryzykując wycofanie kapitału przez niezadowolonych udziałowców. W pewnych warunkach, instrumentem, który mógłby ułatwić zarządzanie finansami jest obligacja zamienna, mająca cechy zarówno długu jak i kapitału własnego. Wykorzystując hybrydową naturę tego instrumentu finansowego przedsiębiorstwo, obserwując kształtowanie się kosztu kapitału na rynku, może dostosować finansowanie do planowanej płynności finansowej i możliwej do osiągnięcia stopy zwrotu z kapitału.

Poniższy artykuł poświęcono analizie wybranych przypadków obligacji zamiennych notowanych na stuttgarckim rynku kapitałowym. Szczególną uwagę zwrócono na zastosowane oprocentowanie obligacji zamiennych w porównaniu do zwykłych obligacji kuponowych wyemitowanych przez te same podmioty. Przeprowadzona analiza ma na celu wskazanie możliwości obniżania kosztu kapitału poprzez wykorzystanie obligacji zamiennych, oraz wskazanie jak duże zmiany oprocentowania długu mogą towarzyszyć takim działaniom.

Charakterystyka obligacji zamiennych

Obligacja zamienna jest papierem wartościowym, który uprawnia inwestora do wymiany obligacji na określoną liczbę akcji emitenta¹. Jest zatem połączeniem klasycznej obligacji kuponowej z opcją wymiany (nie zakupu) na ak-

¹ A. Dulinić, *Obligacje zamienne – hybrydowy instrument finansowania*, Rynek Terminowy 4/2003, s. 6.

cje². Oznacza to, że obligacja zamienna, przynajmniej na samym początku istnienia ma cechy typowe dla obligacji, czyli wartość nominalną (kwotę zobowiązania emitenta na jaką opiewa dana obligacja), określone oprocentowanie (wartość należnych posiadaczowi odsetek od użyczonego kapitału) oraz termin wykupu (czas na jaki emitent zaciągnął pożyczkę obligacyjną i po jakim jest zobowiązany do wykupienia obligacji). Dodanie opcji wymiany na akcje emitenta do obligacji zwiększa jednocześnie liczbę charakteryzujących ją parametrów, wśród których należy wymienić:

- współczynnik konwersji, określający liczbę akcji uzyskanych po wymianie obligacji na akcje,
- czas konwersji, wskazujący na okres w którym możliwe jest dokonanie konwersji (zarówno z powodów prawnych jak i ekonomicznych)
- wartość konwersji (parytet), wyznaczający rynkową wartość pakietu akcji uzyskanych po wymianie (jest to iloczyn współczynnika konwersji i rynkowej wartości jednej akcji emitenta).

Jeśli przyjąć, że najistotniejszymi parametrami obligacji kuponowej determinującymi atrakcyjność inwestycyjną lub warunki finansowania są oprocentowanie i termin wykupu, to w przypadku obligacji zamiennych dodanie opcji zamiany powoduje zwiększenie możliwości kształtowania relacji między emitentem obligacji a inwestorem. Dzięki zwiększeniu atrakcyjności praw dodatkowych przedsiębiorstwo może obniżyć koszt kapitału obcego, jaki musiałoby ponieść w porównaniu z tradycyjnymi obligacjami,

Określony poziom współczynnika konwersji wpływa na liczę akcji możliwych do uzyskania przez inwestora. Można zauważyć, że parametr ten ma cechy dźwigni. Wysoki współczynnik konwersji to dla inwestora możliwość uzyskania znacznej liczby akcji i tym samym wysokich profitów z wymiany. Jednocześnie wysoki współczynnik konwersji to racjonalne uzasadnienie dla wysokiej ceny emisyjnej obligacji zamiennej lub niskiego oprocentowania. Sukces emisji zależy przecież od przekonania inwestora o wzroście wyceny rynkowej akcji możliwych do pozyskania, bo tylko w ten sposób będzie on skłonny po-

² ibidem oraz S. Buczek, *Obligacje zamienne – podstawowe parametry i rodzaje*, Rynek Kapitałowy, 4/1999, s. 37.

nieść dodatkowe ryzyko w nadziei na większy zysk kapitałowy³. Dużo większe możliwości w zakresie kształtowania pożądanej struktury kapitałowej emitenta ma czas konwersji. Może on wynikać z warunków ekonomicznych, gdy cena rynkowa akcji przekroczy cenę emisyjną akcji, wynikającą z ceny emisyjnej obligacji zamiennej lub może być określony przez emitenta. Poprzez ustalenie przedziału czasowego, w jakim możliwa jest konwersja, dłużnik może z pewnym prawdopodobieństwem zdecydować czy chce dokonać zmian w strukturze kapitału własnego czy też nie. Skracając okres konwersji zmniejsza prawdopodobieństwo wymiany obligacji na akcje, ponieważ kurs rynkowy akcji może nie zdążyć wystarczająco wzrosnąć w tym czasie. W przypadku, gdy spółka nie planuje wykupu wyemitowanych obligacji może ustalić dłuższy czas konwersji od okresu planowanej realizacji inwestycji finansowanych obligacjami. Sukces przedsięwzięcia może wówczas zwiększyć jej wycenę rynkową emitenta powodując konwersję. Łatwo zatem zauważyć, że dostatecznie długi czas konwersji pozwala na obniżenie oprocentowania obligacji zamiennych, zwiększa bowiem prawdopodobieństwo zysków kapitałowych inwestora⁴. Jednocześnie długi czas konwersji, przy zakładanym niższym oprocentowaniu korzystnie wpływa na płynność emitenta, gdyż ten nie wykupi obligacji lub zrobi to później, co zmniejsza realny koszt kapitału. Trzecim parametrem mogącym istotnie kształtować opłacalność emisji obligacji zamiennych jest wartość konwersji. Emitent może wpływać na prawdopodobieństwo konwersji posługując się dwoma narzędziami: czasem i wartością konwersji. Mogą się one wzajemnie wzmacniać, znosić lub być swoimi substytutami. Wysoka wartość konwersji jest mało prawdopodobna, lecz prawdopodobieństwo to wzrasta wraz z czasem konwersji. Ponieważ oprocentowanie obligacji zamiennej zależy od możliwości jej zyskowego przekonwertowania na akcje, można zauważyć, że spółka może obniżyć koszt własnego długu w dwojaki sposób: wydłużając czas konwersji lub obniżając cenę konwersji (cenę, po której opłacalna jest konwersja). Pierwsza strategia wydaje się mieć uzasadnienie w przypadku finansowania długotrwałego lub ryzykownego projektu inwestycyjnego. Dzięki temu emitent będzie miał dość czasu na zwiększenie własnej wyceny rynkowej lub zdąży zgro-

³ Ryzyko to jest zresztą ograniczone dzięki zabezpieczeniu inwestycji wartością bieżącą obligacji zwykłej, szerzej: J.F. Fabozzi, *Rynki obligacji. Analiza i strategie*, WIG-PRESS, Warszawa 2000, s. 456-458.

⁴ I. Nelken, *Handbook of hybrid instruments*, John Wiley & Sons Ltd, Chichester 2000, s. 3.

madzić środki na ewentualny wykup obligacji, gdy te nie zostaną wymienione. Długi czas konwersji powinien być także ustalony przy emisji obligacji o wysokiej cenie konwersji. Obniżanie ceny konwersji wydaje się uzasadnione w warunkach giełdowej dekonjunktury lub krótkiego (narzuconego umową obligacyjną) czasu konwersji⁵.

Celem obu strategii jest osiągnięcie premii konwersji, którą najczęściej przypisuje się jedynie inwestorowi. Jest on bowiem skłonny nabyć akcje drożej niż wynosi ich aktualny kurs rynkowy, jedynie w przypadku wiary w ich późniejszy, zawarty w okresie czasu konwersji, wzrost. Dodatkowym bodźcem do zaangażowania kapitałowego może się okazać niższe ryzyko inwestycyjne. Zaangażowane środki mogą być przecież powiększone przynajmniej o wartość odsetek, a sam kapitał jest do końca trwania inwestycji chroniony umową obligacyjną lub premią konwersji. Warto zauważyć też premię, jaką uzyskuje emitent obligacji zamiennych. Pozyskuje on przecież kapitał o charakterze własnym w wyższej kwocie od tej, jaką mógłby uzyskać przy tradycyjnym podwyższeniu kapitału własnego w danych warunkach. Ta nadwyżka oczywiście znika z chwilą konwersji, ale nie zmienia to faktu korzystania z kapitału od emisji do konwersji. W tym czasie ma on co prawda postać długu, ale jego parametry odbiegają od rynkowych właśnie za sprawą możliwości konwersji.

Jednocześnie można zauważyć, że wykorzystywanie kapitału własnego procesie rozwoju przedsiębiorstwa podwyższa koszt kapitału, co może prowadzić do spadku wartości wskaźnika EPS oraz najczęściej zmienia strukturę własnościowej spółki. Trudności te wydają się szczególnie dotkliwe w warunkach niskiej wyceny rynkowej podmiotu. Małe przychody z emisji akcji mogą ograniczyć zamierzenia rozwoju spółki utrudniając osiągnięcie określonej stopy zwrotu i tym samym przyczynić się problemów z dalszym finansowaniem. Emisja obligacji zamiennych oddala moment podwyższenia kapitału, a uzyskane wcześniej środki mogą być wykorzystane do podniesienia rentowności spółki. Niższe oprocentowanie długu do momentu konwersji także pozytywnie wpływa na finanse emitenta. Może to się okazać szczególnie istotne w warun-

⁵ E. Brigham, L. Gapenski uważają jednak, że czas konwersji nie powinien być zbyt krótki. W przeciwnym razie należałoby bowiem wyemitować akcje, gdy wzrost ich cen tak szybko umożliwiał konwersję. Sugeruje się nawet, by w obliczu wzrostu cen akcji zaciągać tradycyjny dług, by potem spłacić go planowaną emisją akcji; szerzej: E. Brigham, L. Gapenski, *Zarządzanie finansami*, PWE, Warszawa 2000, T1, s. 764-765.

kach rosnących stóp procentowych lub wysokiego stanu zadłużenia spółki. Dlatego możliwość łącznego zarządzania negatywnymi aspektami finansowania kapitałem własnym bądź obcym, a przez to ograniczenie kosztów finansowych, wydaje się podstawową zaletą obligacji zamiennych⁶.

Charakterystyka obligacji zamiennych notowanych na stuttgarckiej giełdzie papierów wartościowych – wartość konwersji i oprocentowanie

Przedstawiona powyżej charakterystyka obligacji zamiennych wskazuje na ich duże możliwości obniżania oprocentowania długu. Można sobie w tym miejscu postawić pytanie o zakres tych możliwości. Ile może kosztować koszt kapitału obligacji zamiennych w porównaniu z tradycyjnymi obligacjami kuponowymi emitowanymi przez tego samego emitenta? Czy pozostałe parametry obligacji zamiennej, takie jak czas konwersji lub premia konwersji może mieć wpływ na ustaloną wysokość odsetek od obligacji? Czy oprocentowanie obligacji zamiennych w danych warunkach rynkowych znacząco odbiega od innych rodzajów obligacji? Odpowiedź na postawione pytania pozwoli określić jak duże oszczędności kosztu kapitału mogą osiągnąć spółki emitujące obligacje zamienne.

W celu zbadania przedstawionych problemów dokonano analizy wszystkich obligacji zamiennych notowanych na stuttgarckiej giełdzie papierów wartościowych (Börse Stuttgart) w pierwszym kwartale 2008 roku. Giełda w Stuttgarcie jest jednym z najważniejszych rynków papierów wartościowych w Niemczech, specjalizującym się w hybrydowych instrumentach finansowych⁷. Pełni ona rolę rynku uzupełniającego dla największej giełdy niemieckiej we Frankfurcie. Z tego powodu badane instrumenty finansowej są jednocześnie notowane na obu parkietach.

W badanym okresie na giełdzie w Stuttgarcie notowanych było 28 obligacji zamiennych 25 emitentów. W tej grupie tylko 5 przedsiębiorstw posiadało jednocześnie obligacje zamienne i kuponowe notowane w tym samym czasie na giełdzie w Stuttgarcie. Te właśnie spółki wybrano do analizy porównawczej parametrów obu rodzajów wyemitowanych obligacji, ze szczególnym uwzględ-

⁶ S. Das, *Structured products & hybrid securities*, John Wiley & Sons (Asia) Ltd, Singapore 2001, s. 402

⁷ Na koniec 2007 roku na giełdzie stuttgarckiej dokonano 39% całego obrotu akcjami na wszystkich giełdach w Niemczech. Patrz: www.boerse-stuttgart.de.

nieniem kosztu kapitału. Celem tego badania jest wskazanie różnic w notowanych instrumentach finansowych oraz próba ich wyjaśnienia i uzasadnienia.

W tabeli 1 zaprezentowano podstawowe parametry obligacji zamiennych notowanych na giełdzie w Stuttgarcie wybranych do badania emitentów. Pierwszym spostrzeżeniem jakie można poczynić jest brak premii konwersji możliwej do realizacji w danym momencie. Jedynie obligacje wyemitowane przez Linde posiadają niższą cenę konwersji od bieżącej ceny akcji. Warto też zauważyć, że również jedynie te obligacje mają narzucony przez emitenta czas konwersji, co w praktyce oznacza ograniczenie czasowe, kiedy konwersja jest dopuszczalna.

Potwierdza to wcześniejsze sugestie o dwóch alternatywnych strategiach finansowania za pomocą obligacji zamiennych. Pierwszy sposób widoczny w przypadku obligacji Linde polega na ustaleniu niskiego poziomu ceny konwersji, dzięki czemu jest ona możliwa wcześniej. Narzędziem pozwalającym ograniczyć zbyt szybką konwersję jest odgórne wyznaczenie czasu konwersji. Przykład Linde potwierdza wykorzystanie takiego rozwiązania. Druga strategia emisji obligacji zamiennych polega na ustaleniu wysokiego poziomu ceny konwersji, przez co trudniej ją zrealizować wcześniej. Jednocześnie nie jest konieczne ograniczanie możliwości konwersji. Pozostałe badane przypadki wydają się potwierdzać stosowanie takiego rozwiązania.

Tabela 1. Charakterystyka wybranych obligacji zamiennych notowanych na Börse Stuttgart (stan na 31.03.2008).

Emitent	Odsetki (%)	Czas wykupu (lata)	Cena konwersji (EUR)	Bieżąca cena akcji (EUR)	Narzucony czas konwersji	Dzień wykupu
Linde	1.250	5	56.48	90.90	tak	05/05/2009
Lufthansa	1.250	10	19.86	17.75	nie	04/01/2012
Portugal Telecom	4.125	7	13.98	7.76	nie	28/02/2014
Südzucker	3.000	5	20.53	14.87	nie	08/12/2008
TUI	2.750	5	27.68	17.58	nie	01/09/2012
TUI	4.000	5	19.83	17.58	nie	01/12/2008

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych ze spółek oraz Börse Stuttgart (www.boerse-stuttgart.de; www.telecom.pt; www.linde.com; www.suedzucker.de; www.lufthansa-financials.de; www.tui-group.com).

Warto zauważyć, że obligacje Linde są także, obok długu Lufthansy, najniżej oprocentowanym papierem wartościowym, co z kolei potwierdzałoby możliwości znacznego obniżania kosztu kapitału obcego w zamian za korzyści

z konwersji. Przypadek niemieckich linii lotniczych należy tłumaczyć stosunkowo małą różnicą między ceną konwersji a bieżącym kursem akcji. Tu konwersja może być wkrótce możliwa, a czas konwersji jest jeszcze dostatecznie długi. Ciekawą sytuacją jest podobna relacja cen w przypadku drugiej serii obligacji zamiennych TUI. Należy jednak zauważyć, że możliwości czasowe konwersji są tu jednak dużo bardziej ograniczone i dlatego uzasadnionym wydaje wyższe oprocentowanie tych obligacji. Wydłużenie czasu konwersji w przypadku tego emitenta (pierwsza emisja) pozwoliła na znaczne obniżenie oprocentowania oraz podwyższenie ceny konwersji. Wyraźnie zatem zaznacza się strategia finansowania TUI. Spółka nie jest skłonna do podwyższania kapitału akcyjnego. Dąży jedynie do obniżenia kosztu długu. Jest to działanie przeciwne w stosunku do tego jaki zdaje się prezentować Linde czy Lufthansa. Podobne rozwiązanie można zaobserwować w przypadku Südzucker i Portugal Telecom. Pierwsza z wymienionych spółek zastosowała relatywnie wysokie oprocentowanie obligacji, ale jednocześnie ustaliła wysoką cenę konwersji, która przy takim poziomie cen akcji nie będzie możliwa. Służy temu krótki czas konwersji. Portugal Telecom wyemitował obligacje o wyższym oprocentowaniu, co należy tłumaczyć ich najkrótszą obecnością na rynku finansowym w czasie wzrostu stóp procentowych, ale jednocześnie ustalił bardzo wysoką cenę konwersji. Kurs akcji tej spółki musiałby wzrosnąć o ponad 80% w stosunku do dzisiejszego poziomu, aby konwersja była opłacalna.

Informacje zawarte w tabeli 1 wyraźnie wskazują na zależność między wartością oprocentowania obligacji zamiennych, ceną konwersji i czasem konwersji. Emitent może wpływać na koszt własnego długu za pomocą parametrów konwersji, obniżając oprocentowanie przy preferencyjnych warunkach wymiany obligacji na akcje. Może też ograniczać konwersję rekompensując to inwestorom wyższą stopą zwrotu z długu.

Przyjmując, że celem emitenta nie jest konwersja, a jedynie stworzenie jej potencjalnego zajścia, można sobie zadać pytanie, czy takie obligacje zamienne istotnie różnią się kosztem kapitału w porównaniu do zwykłych obligacji kuponowych. Dane zawarte w tabeli 2, gdzie przedstawiono parametry obligacji kuponowych, wyemitowanych przez opisane dotychczas podmioty wydają się potwierdzać taki stan. We wszystkich badanych emisjach, poza Portugal Telecom, można zaobserwować wyższy, lub znacznie wyższy koszt kapitału obligacji kuponowych w stosunku do oprocentowania obligacji zamiennych. Wskaza-

ny wyjątek, podobnie jak poprzednio, należy tłumaczyć czasem emisji obligacji zamiennych, znacznie późniejszym niż w przypadku obligacji zwykłych.

Nie można pominąć podczas analizy faktu, że część obligacji kuponowych posiada prawo umorzenia na wniosek emitenta, co z pewnością podnosi wartość oprocentowania. Jednak sugerowaną oszczędność kosztu kapitału, jaką daje emisja obligacji zamiennych, potwierdzają także odsetki obligacji kuponowych bez jakichkolwiek praw dodanych.

Tabela 2. Charakterystyka wybranych obligacji kuponowych notowanych na Börse Stuttgart (stan na 31.03.2008).

Emitent	Odsetki (%)	Czas wykupu (lata)	Dzień wykupu	Dodatkowe opcje
Linde	7.375	60	14/07/2066	callable
	4.375	5	24/04/2012	-
	5.750	7	05/06/2008	-
	6.000	wieczne	-	callable
	4.750	10	24/04/2017	-
	5.250	7	22/04/2009	-
Lufthansa	3.625	4	03/05/2010	-
	4.625	8	06/05/2013	-
Portugal Telecom	3.750	10	26/03/2012	-
	4.500	20	16/06/2025	-
	4.875	10	07/04/2009	-
Südzucker	5.250	wieczne	-	callable
	6.250	10	08/06/2010	-
	5.750	10	27/02/2012	-
TUI	5.125	7	10/12/2012	-
	6.434	5	10/12/2010	-
	8.625	wieczne	-	callable
	6.625	7	16/05/2011	-
	6.606	5	17/08/2009	-

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych ze spółek oraz Börse Stuttgart (www.boerse-stuttgart.de; www.suedzucker.de; www.telecom.pt; www.tui-group.com; www.lufthansa-financials.de; www.linde.com).

Ciekawym spostrzeżeniem wydaje się także dłuższy czas wykupu obligacji kuponowych. Obligacje zamienne emitowane są na czas około 5 lat, podczas gdy obligacje kuponowe emitowane są na czas co najmniej 5 lat, często wielokrotnie dłuższy. Fakt ten wynikać może z dążenia emitentów obligacji zamien-

nych do optymalnego dopasowania kosztu kapitału do obowiązujących poziomów cen akcji i stóp procentowych. Elastyczna natura obligacji zamiennych pozwala, co już wykazano, na zarządzanie kosztem długu, ale należy pamiętać, że zawsze odbywa się w relacji do rynku akcji. Duża zmienność tej części rynku finansowego i jednocześnie parametru obligacji zamiennej nie pozwala na długoterminowe, i jednocześnie precyzyjne, planowanie gospodarcze, co wymusza na emitentach skracanie czasu wykupu obligacji zamiennych.

Trudno jednocześnie oczekiwać dużego zainteresowania takim długoterminowymi papierami wartościowymi na rynku. Inwestorzy oczekują wysokich stóp zwrotu z konwersji lub odsetek i nie przyjmą długiego czasu inwestycji przy zbyt niskim oprocentowaniu czy nierealnej prognozie konwersji. Z kolei celem emitentów nie jest podwyższanie kapitału własnego bez żadnych oszczędności kosztu kapitału.

Wnioski

Przeprowadzona analiza wybranych przykładów obligacji zamiennych wskazuje na duże możliwości wpływania na koszt kapitału obcego przez emitentów. Oprocentowanie obligacji zamiennych istotnie różni się od obligacji kuponowych wyemitowanych przez te same podmioty. Jednocześnie można zaobserwować różnice kosztu kapitału w obrębie samej grupy obligacji zamiennych. Wnikliwa analiza parametrów konwersji wyraźnie uwidacznia jak duże możliwości w zakresie ustalania wysokości oprocentowania obligacji zamiennych ma emitent, gdy odpowiednio „ustawi” warunki konwersji obligacji na akcje. Kluczowymi narzędziami w procesie zarządzania kosztem kapitału obcego emitowanych obligacji zamiennych wydają się czas konwersji oraz cena konwersji. Dzięki nim możliwe jest zarządzanie prawdopodobieństwem konwersji i tym samym wymaganą przez inwestorów stopą zwrotu z obligacji, czyli także kosztu odsetek.

Zauważono także, że czas wykupu obligacji zamiennych jest krótszy od czasu wykupu obligacji kuponowych tego samego emitenta, co wytłumaczono trudnościami w określeniu prawdopodobieństwa konwersji i tym samym możliwości wymaganego oprocentowania obligacji zamiennej. Warto jednak w tym miejscu zauważyć, że krótki czas wykupu obligacji zamiennych wynika nie tyle trudności projekcji udziałowej części natury tych papierów wartościowych, co raczej z chęci oszczędności kosztów długu. Dużo prostszym rozwiązaniem wy-

daje się bowiem średnioterminowe prognozowanie cen własnych akcji i stóp procentowych, co pozwala na bieżące oszczędności odsetkowe niż odkładanie w czasie konwersji lub wykupu obligacji. Wzrost ryzyka inwestycyjnego nie pozwoli przecież na obniżenie oprocentowania obligacji zamiennej, zbliżając ją do zwykłej obligacji kuponowej. Dodatkowo pozostanie problem określenia właściwego poziomu cenowego konwersji. Można z tego wysnuć wniosek, że poprzez emisję obligacji zamiennych przedsiębiorstwo dąży przede wszystkim do obniżenia kosztu kapitału obcego, a parametry konwersji mają jedynie wspomóc ten cel osiągnąć. Sprzyjające inwestorom warunki konwersji uzasadniają niskie oprocentowanie obligacji. Mniej korzystne parametry konwersji pociągają za sobą wyższe koszty długu. Przytoczone w opracowaniu przykłady dowodzą jednak, że mimo wszystko w obu możliwych strategiach emitenta obligacji zamiennych dochodzi do obniżenia kosztu kapitału obcego⁸.

Literatura

1. Brigham E., Gapenski, *Zarządzanie finansami*, PWE, Warszawa 2000.
2. Buczek S., *Obligacje zamienne – podstawowe parametry i rodzaje*, Rynek Kapitałowy, 4/1999.
3. Das S., *Structured products & hybrid securities*, John Wiley & Sons (Asia) Ltd, Singapore 2001.
4. Duliniec A., *Obligacje zamienne – hybrydowy instrument finansowania*, Rynek Terminowy 4/2003.
5. Fabozzi J.F., *Rynki obligacji. Analiza i strategie*, WIG-PRESS, Warszawa 2000.
6. Machała R., *Praktyczne zarządzanie finansami firmy*, PWN, Warszawa 2004.
7. Nelken I., *Handbook of hybrid instruments*, John Wiley & Sons Ltd, Chinchester 2000.
8. www.boerse-stuttgart.de, www.telecom.pt,
9. www.linde.com, www.suedzucker.de,
10. www.lufthansa-financials.de, www.tui-group.com.

⁸ Stan ten można także uzasadnić istnieniem premii wartości wewnętrznej obligacji zamiennej w stosunku do analogicznego parametru obligacji kuponowej. Szerzej: Machała R., *Praktyczne zarządzanie finansami firmy*, PWN, Warszawa 2004, s. 250.

STRESZCZENIE

Wykorzystanie obligacji zamiennych może znacząco poprawić efektywność zarządzania finansami przedsiębiorstwa. Obligacje te pozwalają na emisję „przyszłych” akcji po cenie wyższej od aktualnie dostępnej na rynku, a inwestorzy mają możliwość nabycia tych samych akcji taniej, gdy ich cena przekroczy cenę konwersji. Jednocześnie emitent, korzystając z możliwej do realizacji premii konwersji, może obniżyć oprocentowanie swoich obligacji, czyli koszt pozyskanego kapitału. Zaprezentowane w opracowaniu badania wskazują, że emitenci obligacji zamiennych mogą skutecznie obniżyć oprocentowanie obligacji dzięki umiejętnemu zarządzaniu parametrami konwersji. Czynnikiem decydującym o koszcie kapitału obcego jest prawdopodobieństwo dokonania wymiany obligacji na akcje na warunkach korzystnych dla inwestorów.

POSSIBLE INTEREST REDUCTION OF CONVERTIBLE BONDS – SOME CASES FROM SECURITIES LISTED ON THE STUTTGART STOCK EXCHANGE

SUMMARY

Financing new ventures by convertible bonds can be very effective for company's financial standing. Using this security the company can "issue" its shares for the better price and the investors can buy these shares cheaper if growth of the market price crosses the conversion price. Company, according to possible conversion premium, can also decrease its financial costs and make average cost of capital lower. The analysis in the article shows that convertible bonds issuers can effectively reduce bond's interest by skillful conversion parameters management. The most important factor which determines the cost of debt seems to be the probability of profitable conversion for bond investor.

Translated by J. Marszalek

Dr Jakub Marszalek
Uniwersytet Łódzki
j.marszalek@epf.pl