

Obligacje zamienne z niską premią konwersji. Alternatywa dla emisji akcji czy zwykłego długu?

Damian Kaźmierczak*

Streszczenie: Celem artykułu jest identyfikacja przyczyn emisji obligacji zamiennych z niską początkową premią konwersji. Analiza 829 emisji długu zamiennego przeprowadzonych w latach 2004–2014 przez amerykańskie i europejskie spółki działające w sektorze produkcyjnym i usługowym wykazała, że wykorzystanie obligacji zamiennych z niską premią konwersji może stanowić dla niedowartościowanych przedsiębiorstw alternatywę dla emisji akcji. Instrumenty te umożliwiają spółkom podniesienie kapitału własnego w późniejszym czasie i na dużo lepszych warunkach, a ustalenie niskiej premii konwersji najprawdopodobniej ma na celu przyspieszenie realizacji opcji konwersji przez obligatariuszy w niedługim czasie po emisji długu hybrydowego.

Słowa kluczowe: finanse przedsiębiorstw, finansowanie długiem, obligacje zamienne, początkowa premia konwersji

Wprowadzenie

Obligacje zamienne to hybrydowy instrument finansowy, który łączy w sobie cechy kapitału obcego i kapitału własnego. Istotą dłużnego finansowania hybrydowego jest realizacja opcji konwersji przez obligatariuszy, czyli zamiana długu na akcje zwykłe emitenta. Możliwość podniesienia kapitału własnego w pewien czas po sprzedaży obligacji zamiennych sprawia, że instrumenty te bardzo często są wskazywane jako doskonała alternatywa dla emisji akcji (Billingsley, Smith 1996; Graham, Harvey, 2001; Bancel, Mittoo, 2004a, 2004b; Drobetz i in., 2006). Obligacje zamienne mogą być wykorzystywane przez podmioty gospodarcze także jako substytut dla emisji zwykłych obligacji korporacyjnych. Stanowią one wówczas źródło tańszego kapitału obcego, ponieważ wbudowana w dług hybrydowy opcja konwersji pozwala emitentom na obniżenie kuponu odsetkowego emitowanych instrumentów dłużnych. Strategia ta może okazać się skuteczna, jeżeli spółki dokonują sprzedaży obligacji zamiennych w okresie przewartościowania swoich akcji (Brennan, Schwartz, 1988). Czerpią one wtedy korzyści z tytułu tarczy podatkowej bez ryzyka zmiany struktury swojego kapitału w wyniku konwersji (Bancel, Mittoo, 2004a).

* dr Damian Kaźmierczak, Uniwersytet Łódzki, Wydział Zarządzania, Katedra Finansów i Strategii Przedsiębiorstwa, ul. Jana Matejki 22/26, 90-237 Łódź, e-mail: damian.kazmierczak@uni.lodz.pl.

Postrzeganie przez przedsiębiorstwa obligacji zamiennych bardziej jako „opóźnionego kapitału własnego” (*delayed equity*) lub „tańszego długu” (*debt sweetener*) wpływa na ustalenie odpowiednich parametrów emisji, m.in. początkowej premii konwersji (*initial conversion premium*). Jest to procentowa relacja między wysokością ceny konwersji, po której inwestorzy mogą objąć akcje emitenta, a bieżącą ceną jego akcji w momencie emisji długu zamiennego. Biorąc pod uwagę teraźniejszy i przyszły kurs akcji spółki oraz cel emisji długu hybrydowego, zarząd manipuluje wysokością premii, zmniejszając lub zwiększając prawdopodobieństwo realizacji opcji konwersji przez obligatariuszy. Jeżeli premia konwersji jest ponadprzeciętnie wysoka, to emitent albo uznaje swoje akcje za niedowartościowane i chce sprzedać swoje walory w późniejszym terminie po wyższej cenie („opóźniony kapitał własny”), albo zamierza obniżyć szansę konwersji do minimum i skorzystać z możliwości pozyskania kapitału obcego po niższym koszcie bez perspektywy zmiany struktury swojego kapitału („tańszy dług”). Jeżeli z kolei premia konwersji jest ponadprzeciętnie niska, to spółka albo traktuje swoje akcje za przewartościowane i dąży do emisji tańszych obligacji bez ryzyka ich zamiany na swoje udziały („tańszy dług”), albo chce przyspieszyć podwyższenie kapitału własnego „tylnymi drzwiami” w wyniku realizacji opcji konwersji przez inwestorów („opóźniony kapitał własny”).

Pomimo kluczowego znaczenia początkowej premii konwersji dla powodzenia finansowania hybrydowego zagadnienie to nie zajmuje wiele miejsca w światowej w literaturze przedmiotu. Niniejszy artykuł jest próbą uzupełnienia tej luki, a jego celem jest identyfikacja przyczyn emisji obligacji zamiennych z niską początkową premią konwersji. Wnioski z przeprowadzonej analizy pomogą w znalezieniu odpowiedzi na dwa kluczowe pytania. Dlaczego niektóre spółki decydują się na ustalenie relatywnie wysokiej ceny konwersji w stosunku do ceny swoich akcji w momencie emisji długu zamiennego, a inne określają tę cenę na ponadprzeciętnie niskim poziomie? Czy emisja obligacji z niską ceną konwersji jest dla emitentów alternatywą dla emisji akcji czy zwykłego długu?

Wyniki badań empirycznych pozwalają domniemywać, że dług hybrydowy z niską premią konwersji jest traktowany przez emitentów bardziej jak „opóźniony kapitał własny”, niż „tańszy dług”. Po pierwsze, takie przypuszczenie zostało sformułowane w oparciu o wyniki badań empirycznych, które wskazują, że obligacje zamienne najczęściej są postrzegane przez przedsiębiorstwa jako substytut dla zwykłej emisji akcji, a stosunkowo rzadziej jako alternatywa dla emisji zwykłych obligacji korporacyjnych (Billingsley, Smith, 1996; Graham, Harvey, 2001; Bancel, Mittoo, 2004a, 2004b; Drobetz i in., 2006). Przede wszystkim menedżerowie mogą mylnie oceniać akcje spółki za przewartościowane i w ostatecznym rozrachunku dojdzie do niepożądanego konwersji długu na udziały firmy (Brennan i Schwartz, 1988). Ponadto, w kontekście emisji obligacji z niską premią konwersji, niewysoka wartość tego parametru może nie stanowić wystarczającej bariery, która „zablokuje” zamianę obligacji. Po drugie, istnieją co najmniej trzy powody, dla których przedsiębiorstwo decyduje się na emisję długu zamiennego zamiast na podwyższenie kapitału własnego dokonując zwykłej sprzedaży akcji: uznaje ono koszty emisji akcji za zbyt wysokie (Brown

i in., 2012), ma trudności ze znalezieniem nabywców swoich nowych walorów (Lewis i in., 2001) lub chce uniknąć posądzenia przez rynek o plany uplasowania przewartościowanych akcji (Lee, Loughran, 1998). Powyższe rozważania skłaniają do przyjęcia następującej hipotezy badawczej: obligacje zamienne z niską początkową premią konwersji są traktowane przez emitentów jako substytut dla emisji akcji zwykłych.

Próba badawcza objęła 829 emisji obligacji zamiennych *plain vanilla*, z opcją *call* i z opcją *put* przeprowadzonych w latach 2004–2014 przez spółki ze Stanów Zjednoczonych i Europy działające w sektorze produkcyjnym i usługowym. Weryfikację przyjętej hipotezy badawczej przeprowadzono w oparciu o analizę siedmiu parametrów emisji i jedenastu wskaźników opisujących wielkość emisji i sytuację finansową emitentów (m.in. poziom zadłużenia, rentowności i możliwości inwestycyjnych).

W pierwszej części artykułu dokonano przeglądu literatury przedmiotu związanej z motywami emisji długu hybrydowego przez podmioty gospodarcze w kontekście pytania postawionego w tytule artykułu. W części drugiej przedstawiono opis próby badawczej i metodologię badania empirycznego. Część trzecia zawiera wyniki przeprowadzonej analizy. W części czwartej przeprowadzono dyskusję otrzymanych rezultatów.

1. Przegląd literatury

Zdaniem Steina (1992) emisję obligacji zamiennych powinny rozważyć przedsiębiorstwa, które ze względu na wysoki poziom asymetrii informacji chcą uniknąć emisji niedowartościowanych akcji zwykłych lub wysokooprocentowanych obligacji korporacyjnych, co mogłoby wymusić na nich rezygnację z realizacji projektów inwestycyjnych o dodatniej stopie zwrotu (zjawisko selekcji negatywnej). Badacz ten przekonuje, że przez emisję długu zamiennego spółka może zasygnalizować rynkowi swoją dobrą sytuacją finansową, co umożliwi jej podwyższenie kapitału własnego „tylnymi drzwiami” (*through the backdoor*) w wyniku realizacji opcji konwersji przez obligatariuszy. Emisja obligacji zamiennych dla uniknięcia emisji niedowartościowanych akcji jest powszechną strategią realizowaną zarówno na rynku amerykańskim (Billingsley, Smith, 1996; Graham, Harvey, 2001), jak i europejskim (Bancel, Mittoo, 2004a, 2004b; Brounen i in., 2006; Drobetz i in., 2006). Daje ona również przedsiębiorstwom możliwość odsunięcia w czasie i złagodzenia zjawiska rozwodnienia kapitału własnego, ponieważ do pozyskania założonej ilości kapitału mogą one wyemitować mniejszą liczbę akcji (Bancel, Mittoo, 2004a, 2004b).

Kadra menedżerska powinna bardzo dokładnie oszacować szanse powodzenia finansowania hybrydowego i ocenić prawdopodobieństwo przeprowadzenia konwersji przez posiadaczy obligacji. Wiele badań wskazuje bowiem, że przedsiębiorstwa odnotowują spadek cen swoich akcji i pogorszenie wskaźników operacyjnych po emisji długu zamiennego (Lee, Loughran, 1998; Spiess, Affleck-Graves, 1999; Lewis i in., 2001). Do wywindowania ceny akcji spółki, tak potrzebnej do realizacji opcji konwersji przez obligatariuszy, może przyczynić się np. realizacja rentownych projektów inwestycyjnych, do sfinansowania których

zostanie wykorzystany dług hybrydowy. Mayers (1998) zaprezentował model, w którym emisja obligacji zamiennych, po pierwsze, może pomóc przedsiębiorstwom w wyeliminowaniu zjawiska niedoinwestowania (*underinvestment*), jeżeli zarządzający zdecydują się na realizację kolejnych opcji inwestycyjnych. Dzięki konwersji długu na akcje spółka będzie dysponowała wolnymi środkami na sfinansowanie nowych projektów, a korzystna zmiana struktury pasywów ułatwi jej pozyskanie dodatkowego kapitału po niższym koszcie (Mayers 2000; Chang i in., 2004). Po drugie, emisja długu hybrydowego pozwala przedsiębiorstwom w rozwiązaniu problemu przeinwestowania (*overinvestment*), jeżeli menedżerowie podejmą decyzję o wstrzymaniu dalszych inwestycji.

Teoria i praktyka pokazują, że obligacje zamienne mogą być wykorzystywane przez przedsiębiorstwa także jako substytut dla emisji zwykłych obligacji korporacyjnych. Jeżeli instrumenty te zostaną wyemitowane w okresie przewartościowania akcji spółki, to zarząd będzie mógł obniżyć koszt pozyskania kapitału obcego w porównaniu ze zwykłym długiem bez ryzyka zmiany struktury pasywów spółki (Brennan, Schwartz, 1988; Billingsley, Smith, 1996). Taka strategia może świadczyć o pewnym cynizmie emitentów, ale dla obniżenia oprocentowania emitowanego długu i czerpania korzyści z tarczy podatkowej takie działania są na rynku dość powszechnym zjawiskiem (Bancel, Mittoo, 2004a). Czy jednak zawyżona kapitalizacja rynkowa spółki nie powinna skłonić kadry kierowniczej do przeprowadzenia zwykłej emisji akcji? Zachowanie rynku pokazuje, że menedżerowie starają się uniknąć jej z kilku powodów. Po pierwsze, Lee i Lougharan (1998) dostrzegli, że co trzeci emitent obligacji zamiennych dokonał już emisji akcji w ciągu dwóch lat przed emisją długu hybrydowego. Kolejna emisja udziałowych papierów wartościowych w tak krótkim czasie mogłaby wzbudzić podejrzenia rynku, że spółka dąży do uplasowania przewartościowanych akcji, co wpłynęłoby negatywnie na popyt na nowe walory. Po drugie, przedsiębiorstwa prawdopodobnie chcą uniknąć poniesienia wysokich kosztów publicznej emisji akcji (Brown i in., 2012). Po trzecie, niekorzystne uwarunkowania rynkowe (np. wysoki poziom asymetrii informacji) mogą utrudnić znalezienie potencjalnych nabywców akcji (Lewis i in., 2001).

2. Próba badawcza i metodologia

W artykule skoncentrowano się na analizie obligacji zamiennych *plain vanilla* oraz z dołączonymi opcjami *call* i *put* wyemitowanych w latach 2004–2014 przez spółki produkcyjne i usługowe ze Stanów Zjednoczonych (718 emisji) i z wybranych krajów europejskich, w których dług hybrydowy jest popularnym źródłem finansowania, tj. z Wielkiej Brytanii, Niemiec, Francji i Holandii (111 emisji). Ze względu na fakt, że intencją artykułu było uchwycenie ogólnych mechanizmów opisujących emisje długu hybrydowego bez uwzględnienia specyfiki konkretnego kraju, z próby badawczej wyłączono zerokuponowe obligacje zamienne, które na rynku amerykańskim są wykorzystywane ze względu podatkowych (Woodson, 2002), a także dług z wbudowaną opcją *put/call*, który – jak pokazują

badania – jest w znakomitej większości emitowany przez spółki ze Stanów Zjednoczonych (Kaźmierczak, 2016). W celu identyfikacji przyczyn emisji obligacji zamiennych z niską początkową premią konwersji badaną zbiorowość podzielono na dwie grupy. W pierwszej uwzględniono emisje długu z wysoką premią konwersji (powyżej 30%), druga obejmowała instrumenty dłużne z niską premią konwersji (poniżej 30%). Umowną wartość „30%” ustalono na podstawie mediany oprocentowania 829 wyemitowanych obligacji tworzących próbę badawczą.

Weryfikacji sformułowanej we wstępie pracy hipotezy dokonano w oparciu o analizę siedmiu parametrów emisji (wartości emisji, okresu zapadalności, okresu konwersji, oprocentowania, współczynnika konwersji, ceny konwersji i początkowej premii konwersji) oraz jedenastu wskaźników finansowych pozwalających na ocenę wielkości przeprowadzonej emisji („Wartość emisji/Aktywa”) i opisujących sytuację ekonomiczno-finansową emitentów – poziom ich zadłużenia („Zadłużenie całkowite/Aktywa”), płynności („EBITDA/Odstetki”), rentowności („Marża operacyjna”, „Marża netto”, „ROA” i „ROE”), możliwości inwestycyjnych („Wskaźnik q Tobina”) i kosztu kapitału („Średnioważony koszt kapitału”, „Koszt kapitału własnego” i „Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu”). Wszystkie dane pochodzą z ostatnich sprawozdań finansowych emitentów z roku poprzedzającego rok emisji długu hybrydowego i pozyskano je z bazy danych Agencji Bloomberg.

Wstępną analizę danych finansowych emitentów przeprowadzono za pomocą statystyk opisowych (średnia arytmetyczna, mediana, odchylenie standardowe) i nieparametrycznego testu istotności różnic między niezależnymi populacjami Manna-Whitney’a. Następnie za pomocą regresji logistycznej i modeli drzew klasyfikacyjnych wskazano zespół czynników determinujących wybór długu hybrydowego z niską premią konwersji przez spółki amerykańskie i europejskie.

3. Wyniki badania empirycznego

W pierwszym etapie badania porównano wybrane parametry emisji obligacji zamiennych z ponadprzeciętnie niską premią konwersji (dalej: LP/CB) i z ponadprzeciętnie wysoką premią konwersji (dalej: HP/CB) (tab. 1). Wyniki analizy wprawdzie wykazały statystycznie istotne różnice pomiędzy parametrami emisji LP/CB i HP/CB, ale jeśli przyjrzeć się im bliżej, okazuje się, że warunki emisji obydwu typów obligacji są do siebie bardzo zbliżone i na ich podstawie nie można pokusić się o sformułowanie jednoznacznych wniosków.

LP/CB i HP/CB są emitowane z przeciętnie 6-letnim okresem do wykupu i 5-letnim okresem konwersji, z porównywalną średnią wartością emisji oscylującą w granicach \$200–230 mln (stanowi to ok. jedną piątą wartości całkowitych aktywów emitentów), a także z niemal identycznym oprocentowaniem (ok. 3%)¹. Duże różnice uwidaczniają się przy

¹ Duże odchylenia wartości wszystkich zmiennych od średniej sprawiają, że istotnie odbiegają one od rozkładu normalnego, dlatego ich oczekiwana wartość znajduje się raczej na poziomie mediany niż średniej arytmetycznej.

wysokości ceny i współczynnika konwersji – w porównaniu z HP/CB, LP/HP są emitowane przez spółki, których cena akcji znajduje się w momencie emisji długu na stosunkowo niskim poziomie (cena konwersji \$18,7 wobec \$25,8) i które uprawniają obligatariuszy do zamiany obligacji na relatywnie większą liczbę tanich akcji (współczynnik konwersji 52 dla LP/CB wobec 37 dla HP/CB). Jeżeli jednak uwzględnimy przeciętną wartość początkowej premii konwersji (22,5% dla LP/CB i 35% dla HP/CB), to okazuje się, że obydwie typy obligacji są emitowane w momencie, w którym cena akcji emitentów znajduje się w granicach \$14,5–16,8. Na podstawie takiej informacji nie można wysnuć żadnych przypuszczeń na temat sytuacji ekonomicznej spółek i dokonać oceny wartości ich walorów.

Tabela 1

Porównanie parametrów emisji LP/CB i HP/CB

Zmienna	Typ obligacji	n	Średnia	Mediana	Odchylenie standardowe	p
Wartość emisji (mln USD)	HP CB	433	319,661	230,000	308,324	0,018**
	LP CB	396	366,353	200,000	514,232	
Wartość emisji/aktywa	HP CB	433	0,347	0,195	0,475	0,072*
	LP CB	396	0,320	0,181	0,477	
Okres zapadalności (w dniach)	HP CB	433	2189,328	2189,000	579,003	0,680
	LP CB	396	2604,780	2025,500	1985,687	
Okres konwersji (w dniach)	HP CB	432	2053,407	1889,500	589,223	0,943
	LP CB	394	2413,558	1840,000	1956,112	
Kupon (%)	HP CB	433	3,280	3,000	1,980	0,042**
	LP CB	396	3,586	3,375	2,169	
Cena konwersji (USD)	HP CB	426	45,753	25,792	130,581	<0,0001***
	LP CB	390	32,353	18,720	79,530	
Współczynnik konwersji	HP CB	430	836,027	36,818	5231,601	<0,0001***
	LP CB	391	576,757	52,429	3905,168	
Początkowa premia konwersji (%)	HP CB	433	38,543	35,000	14,113	<0,0001***
	LP CB	396	21,778	22,500	5,047	

p – prawdopodobieństwo w teście Manna-Whitney'a; * różnice istotnie statystyczne przy $\alpha = 0,1$; ** różnice istotnie statystyczne przy $\alpha = 0,05$; *** różnice istotnie statystyczne przy $\alpha = 0,01$.

Źródło: obliczenia własne na podstawie bazy danych Agencji Bloomberg.

Analiza danych finansowych przedsiębiorstw pozwala domniemywać, że różnic między emitentami obligacji z niską i wysoką premii konwersji należy upatrywać przede wszystkim w poziomie ich rentowności i średnioważonego kosztu kapitału (tab. 2).

LP/CB są emitowane przez spółki bardziej rentowne od generujących stratę netto emitentów HP/CB, chociaż należy zaznaczyć, że ci ostatni osiągną zysk na poziomie operacyjnym (marża operacyjna = 5,5% dla LP/CB wobec 3,1% dla HP/CB; marża netto = 1,6% wobec -1%; ROA = 1,6% wobec -1%; ROE = 6,6% wobec -1%). Emitenci LP/CB mają także nieznacznie niższy koszt pozyskania kapitału (WACC = 7,9% wobec 8,2% dla emitentów HP/CB), na co wpływa niższy o 1 pkt proc. koszt kapitału własnego (9,5% wobec 10,5%),

przy podobnym koszcie kapitału obcego po uwzględnieniu opodatkowania (ok. 2,3%). Godny podkreślenia jest porównywalny dla obydwu grup spółek poziom zadłużenia całkowitego w stosunku do wartości aktywów (nieznacznie przekracza 50%) oraz brak problemów z terminowym regulowaniem zobowiązań odsetkowych wobec wierzycieli – wartość generowanego przez nie zysku operacyjnego powiększonego o amortyzację (EBITDA) jest kilkukrotnie większa od wartości płaconych odsetek. Współczynnik q Tobina bliski 2 pozwala przypuszczać, że emitenci zarówno LP/CB, jak i HP/CB są w momencie emisji instrumentów dłużnych aktywnie zaangażowani w realizację procesu inwestycyjnego.

Tabela 2

Porównanie danych finansowych emitentów LP/CB i HP/CB

Zmienna	Typ obligacji	n	Średnia	Mediana	Odchylenie standardowe	p
Zadłużenie całkowite/ aktywa	HP CB	408	0,514	0,519	0,211	0,948
	LP CB	365	0,513	0,509	0,221	
EBITDA/odsetki	HP CB	385	-131,866	3,891	2333,195	0,002***
	LP CB	341	0,228	5,857	873,872	
Marża operacyjna	HP CB	425	-1,417	0,031	9,840	0,001***
	LP CB	390	-8,841	0,055	80,044	
Marża netto	HP CB	425	-1,166	-0,010	5,338	0,002***
	LP CB	388	-3,603	0,016	26,231	
ROA	HP CB	433	-0,067	-0,008	0,237	0,011**
	LP CB	396	-0,089	0,016	0,415	
ROE	HP CB	432	-0,147	-0,009	1,663	0,001***
	LP CB	395	0,044	0,066	1,718	
Wskaźnik q Tobina	HP CB	377	2,677	1,625	2,617	0,578
	LP CB	337	2,552	1,691	4,370	
Średnioważony koszt kapitału (WACC)	HP CB	425	8,296	8,178	3,291	<0,0001***
	LP CB	393	7,594	7,908	3,596	
Koszt kapitału własnego	HP CB	422	10,903	10,445	3,153	<0,0001***
	LP CB	392	10,075	9,513	2,684	
Koszt kapitału obcego	HP CB	425	2,153	2,303	1,315	0,572
	LP CB	393	2,184	2,273	0,954	

p – prawdopodobieństwo w teście Manna-Whitney'a; * różnice istotnie statystyczne przy $\alpha = 0,1$; ** różnice istotnie statystyczne przy $\alpha = 0,05$; *** różnice istotnie statystyczne przy $\alpha = 0,01$.

Źródło: obliczenia własne na podstawie bazy danych Agencji Bloomberg.

W drugim etapie badania oszacowano prawdopodobieństwo emisji LP/CB i zidentyfikowano czynniki, które mogą wpływać na decyzje menedżerów dotyczące wyboru długu z relatywnie niską premią konwersji (tab. 3)². Biorąc pod uwagę otrzymane wyniki, okazuje

² W modelu wykorzystano sześć zmiennych niezależnych: 1) „Zadłużenie całkowite/Aktywa”, 2) „Marża netto”, 3) „ROE”, 4) „Wskaźnik q Tobina”, 5) „Koszt kapitału własnego” i 6) „Koszt kapitału obcego”. Selekcja sześciu zmiennych spośród jedenastu wskaźników analizowanych w pierwszym etapie badania z wykorzystaniem statystyk opisowych była podyktowana koniecznością wyboru kluczowych zmiennych opisujących poziom zadłu-

się, że największe znaczenie dla emisji LP/CB ma „Koszt kapitału własnego” i „Koszt kapitału obcego”. Przy założeniu *ceteris paribus*, wraz ze wzrostem kosztu kapitału obcego o 1 pkt proc. prawdopodobieństwo wykorzystania obligacji z niską premią konwersji rośnie o ok. 18%. Z kolei koszt kapitału własnego wyższy o 1 pkt proc. obniża szansę emisji LP/CB o ok. 13%. Otrzymane wyniki sugerują, że to wysoki koszt pozyskania kapitału obcego może skłonić zarząd do wyemitowania długu hybrydowego z ponadprzeciętnie niską ceną konwersji.

Tabela 3

Model regresji logistycznej opisujący prawdopodobieństwo emisji LP/CB – wyniki estymacji

Zmienna	B	S(B)	Statystyka Walda	p	exp(B)
Koszt kapitału własnego	-0,134	0,031	19,431	<0,0001***	0,874
Koszt kapitału obcego	0,167	0,074	5,064	0,024**	1,182
Stała	0,933	0,341	7,472	0,006**	2,543
R^2_{Nag}	0,049				
n	829				

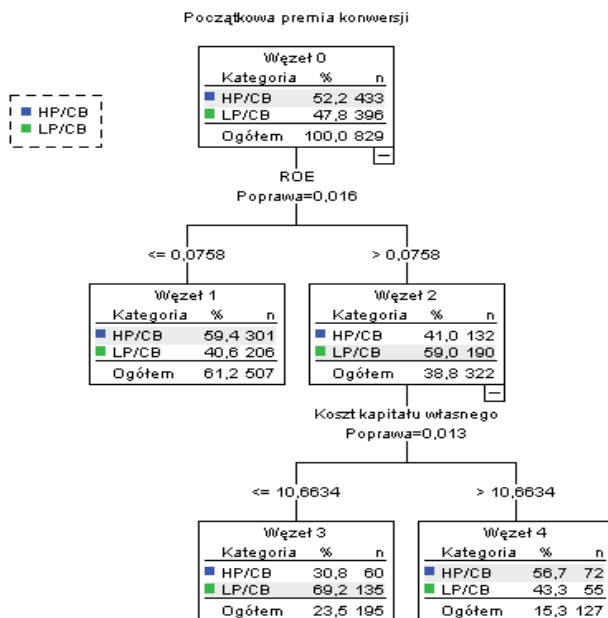
B – niestandardyzowany współczynnik regresji; *S(B)* – błąd szacunku parametru *B*; R^2_{Nag} – R-kwadrat Nagelkerke'a; ** zależność istotna statystycznie przy $\alpha = 0,05$; *** zależność istotna statystycznie przy $\alpha = 0,01$.

Źródło: obliczenia własne na podstawie bazy danych Agencji Bloomberg.

Badanie uwarunkowań wyboru LP/CB przez podmioty gospodarcze uzupełniono o analizę drzew klasyfikacyjnych, za pomocą których wskazano dodatkowe kryteria różnicujące wybór obydwu typów obligacji zamiennych (rys. 1)³. Okazuje się, że obligacje z niską premią konwersji częściej emitują spółki bardziej rentowne i o niższym koszcie pozyskania kapitału własnego. Zgodnie z przyjętymi w modelu wartościami progowymi, jeżeli rentowność kapitału własnego przekracza 7,6%, a koszt kapitału własnego jest niższy niż 10,7%, siedem na dziesięć spółek zdecyduje się na emisję LP/CB.

zenia, rentowności i możliwości inwestycyjnych emitentów obligacji wraz z ich średnim kosztem pozyskania kapitału. Oszacowany model ma relatywnie dobre właściwości dyskryminacyjne – poprawnie klasyfikuje on 45,4% emisji LP/CB i 68,4% emisji HP/CB. Daje to ogólną poprawność przewidywania modelu rzędu 57,7%.

³ Do budowy drzewa klasyfikacyjnego wykorzystano następujące zmienne niezależne: 1) „Zadłużenie całkowite/Aktywa”, 2) „Marża netto”, 3) „ROE”, 4) „Wskaźnik q Tobina”, 5) „Koszt kapitału własnego” i 6) „Koszt kapitału obcego”. Ze względu na dużą liczebność analizowanego zbioru (ponad 800 emisji) oraz fakt występowania silnej asymetrii zmiennych do budowy drzewa zastosowano algorytm CRT. Model poprawnie klasyfikuje 34,1% emisji LP/CB i 86,1% emisji HP/CB. Daje to ogólną poprawność przewidywania modelu na poziomie 61,3%.



Rysunek 1. Drzewo klasyfikacyjne dla LP/CB i HP/CB

Źródło: opracowanie własne na podstawie bazy danych Agencji Bloomberg.

4. Dyskusja

Otrzymane rezultaty pozwalają przypuszczać, że ustalenie relatywnie niskiej ceny konwersji najprawdopodobniej ma – zgodnie z koncepcją Steina (1992) – umożliwić przedsiębiorstwom podwyższenie kapitału własnego „tylnymi drzwiami” w późniejszym czasie oraz sprzedaż akcji z ponad 20-procentową premią w stosunku do ceny walorów w momencie emisji obligacji, dlatego nie ma podstaw do odrzucenia przyjętej hipotezy badawczej. Oznacza to, że emitenci mogą traktować LP/CB głównie jako substytut dla emisji akcji, a ponadprzeciętnie niska cena konwersji może mieć na celu zwiększenie prawdopodobieństwa realizacji opcji konwersji przez obligatariuszy. Aby doszło do konwersji długu na akcje spółki, menedżerowie muszą postrzegać akcje swojej spółki za niedowartościowane i oczekiwać wzrostu ich kursu w trakcie okresu zapadalności obligacji. Stosunkowo wysoki poziom rentowności emitentów LP/CB może świadczyć o ich stabilnych fundamentach ekonomicznych i daje podstawy, by twierdzić, że opcja zamiany stanie się dla posiadaczy obligacji „w cenie”. Do wzrostu rynkowej kapitalizacji spółki może doprowadzić finalizacja rentownych inwestycji, co sugeruje wysoka wartość wskaźnika q Tobina (ok. 1,7). Zgodnie z koncepcją finansowania sekwencyjnego Mayersa (1998), kolejne inwestycje mogą być sfinansowane za pomocą długu hybrydowego.

Powstaje pytanie, dlaczego rentowni emitenci LP/CB nie decydują się na przeprowadzenie zwykłej emisji akcji skoro mają przeciętnie niższy koszt pozyskania kapitału własnego? Odpowiedź na to pytanie nie jest jednoznaczna, a rozwiązanie tej kwestii bez wątplenia wymaga pogłębionych analiz. Po pierwsze, menedżerowie mogą nadal uważać koszt kapitału własnego za zbyt wysoki (Brown i in., 2012) i nie chcą ponosić wysokich kosztów transakcyjnych związanych z emisją akcji. Po drugie, mogą oni dążyć do uniknięcia sytuacji, w której – zgodnie z teorią hierarchii źródeł finansowania Mayersa i Majlufa (1984) – potencjalni udziałowcy zinterpretują emisję akcji jako chęć uplasowania przez spółkę przewartościowanych walorów i nie wezmą udziału w publicznej ofercie ich sprzedaży (Lee, Loughran, 1998). Przedsiębiorstwa mogą napotkać trudności z przeprowadzeniem emisji akcji także ze względu na niechęć potencjalnych inwestorów do udostępnienia swojego kapitału, np. ze względu na dekoniunkturę rynkową lub wysoki poziom asymetrii informacji między firmą a jej otoczeniem zewnętrznym. Zjawisko „racjonowania” kapitału własnego (Lewis i in., 2001) często skłania spółki do wykorzystania hybrydowych instrumentów dłużnych zapewniających im pozyskanie funduszy z zewnątrz, na początku w formie kapitału obcego, który w pewnym momencie w przyszłości może przeobrazić się w kapitał własny. Po trzecie, poprzez emisję obligacji zamiennych emitenci mogą chcieć odsunąć w czasie zjawisko „rozwodnienia” kapitału własnego towarzyszące emisji akcji (Graham, Harvey, 2001; Bancel, Mittoo, 2004a, 2004b).

Abstrahując od konkretnych przyczyn wykorzystania obligacji zamiennych jako substytutu dla emisji akcji należy podkreślić, że relatywnie bezpieczny poziom zadłużenia w stosunku do całkowitej wartości aktywów i wysoki wskaźnik pokrycia odsetek ułatwia spółkom przeprowadzenie emisji kapitału obcego. Wprawdzie emisje o średniej wartości \$200 mln, stanowiące niemal 20% wartości aktywów emitentów zwiększają ich koszty obsługi zadłużenia, ale zarząd zdaje sobie sprawę, że dzięki ustaleniu ponadprzeciętnie niskiej premii konwersji obligatariusze mogą stosunkowo szybko zdecydować się na konwersję długu. Wyniki regresji logistycznej, które pokazały, że im wyższy koszt kapitału obcego, tym częściej emitowane są obligacje z niższą premią konwersji, pozwalają domniemywać, że kadra menedżerska chce uniknąć pozyskania kapitału przez emisję drogich obligacji korporacyjnych, skoro i tak jej głównym zamierzeniem jest podwyższenie kapitału własnego „tylnymi drzwiami”.

Pewnym słabym punktem analizy może być niejednorodny udział w badanej zbiorowości emisji przeprowadzonych przez spółki mające siedzibę w różnych krajach. Ponad cztery piąte z nich zostało zrealizowanych przez przedsiębiorstwa amerykańskie, co wiąże się z ryzykiem, że sformułowane w pracy wnioski dotyczą tylko podmiotów ze Stanów Zjednoczonych. Niemniej, podział próby badawczej na dwie grupy (emisje przeprowadzone przez spółki amerykańskie i emisje dokonane przez firmy europejskie) nie wpłynął w istotny sposób na rezultaty analizy.

Uwagi końcowe

Opracowania teoretyczne podejmujące problematykę dłużnego finansowania hybrydowego stosunkowo mało miejsca poświęcają konstrukcji długu zamiennego i szczegółowej analizie parametrów emisji, np. wysokości początkowej premii konwersji. W tym kontekście istotne wydaje się znalezienie odpowiedzi na pytanie, dlaczego część spółek decyduje się na ustanowienie stosunkowo niskiej, a inne relatywnie wysokiej premii konwersji i czy określenie wartości tego parametru wynika z potraktowania emisji długu hybrydowego jako alternatywy dla emisji akcji, czy zwykłych obligacji korporacyjnych? W niniejszym artykule skoncentrowano się na identyfikacji przyczyn wykorzystania obligacji zamiennych z niską początkową premią konwersji. Analiza 829 emisji długu zamiennego przeprowadzonych w latach 2004–2014 przez spółki ze Stanów Zjednoczonych (718 emisji) i Europy (111 emisji) działające w sektorze produkcyjnym i usługowym wykazała, że obligacje z ponadprzeciętnie niską premią konwersji mogą stanowić dla przedsiębiorstw substytut dla emisji akcji. Niedowartościowane spółki wykorzystują te instrumenty najprawdopodobniej do podniesienia kapitału własnego „tylnymi drzwiami”, a ustalenie niskiej premii w stosunku do wartości akcji w momencie emisji długu hybrydowego może być nakierowane na zwiększenie prawdopodobieństwa realizacji opcji konwersji przez obligatariuszy w stosunkowo krótkim czasie po sprzedaży obligacji zamiennych. Relatywnie wysoki poziom rentowności emitentów i ich zaangażowanie w realizację nowych inwestycji powinny przełożyć się na wzrost rynkowej kapitalizacji spółki i skłonić inwestorów do przeprowadzenia zamiany długu na jej akcje. Stosunkowo niskie zadłużenie przedsiębiorstw i brak problemów z płynnością ułatwiają im pozyskanie relatywnie tańszego kapitału obcego, który w szybkim czasie ma szansę przeobrazić się w kapitał własny.

Badania nad kwestią wysokości początkowej premii konwersji w finansowaniu hybrydowym wymagają pogłębienia i kontynuacji. W pierwszej kolejności należałoby zweryfikować, czy rynkowa kapitalizacja emitenta obligacji z niską premią konwersji wzrasta po emisji długu. Drugi nurt badań powinien opierać się na sprawdzeniu, czy wnioski płynące z niniejszej pracy można odnieść do emitentów z krajów o mniej rozwiniętym rynku kapitałowym, np. z Polski.

Literatura

- Bancel, F., Mittoo, U.R. (2004a). Cross-Country Determinants of Capital Structure Choice: A Survey of European Firms. *Financial Management*, 4 (33), 103–132.
- Bancel, F., Mittoo, U.R. (2004b). Why Do European Firms Issue Convertible Debt? *European Financial Management*, 2 (10), 339–373.
- Billingsley, R.S., Smith, D.M. (1996). Why Do Firms Issue Convertible Debt? *Financial Management*, 2 (25), 93–99.
- Brennan, M.J., Schwartz, E.S. (1988). The Case for Convertibles. *Journal of Applied Corporate Finance*, 1 (2), 55–64.
- Brown, S., Grundy, B., Lewis, C., Verwijmeren, P. (2012). Convertibles and Hedge Funds as Distributors of Equity Exposure. *Review of Financial Studies*, 10 (25), 3077–3112.

- Chang, S.C., Chen, S.S., Liu, Y. (2004). Why Firms Use Convertibles: a Further Test of the Sequential-Financing Hypothesis. *Journal of Banking and Finance*, 5 (28), 1163–1183.
- Drobetz, W., Grüninger, M.C., Wöhle, C.B. (2006). Warum begeben Unternehmen Wandelanleihen? *Swiss Journal of Economics and Statistics*, 142 (III), 331–365.
- Dutordoir, M., Lewis, C., Seward, J., Veld, C. (2014). What We Do and Do Not Know About Convertible Bond Financing. *Journal of Corporate Finance*, 24, 3–20.
- Graham, J.R., Harvey, C. (2001). The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from the Field. *Journal of Financial Economics*, 2–3 (60), 187–243.
- Kaźmierczak, D. (2016). *Dłużny kapitał hybrydowy w finansowaniu przedsiębiorstwa*. Łódź: Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego.
- Lee, I., Loughran, T. (1998). Performance Following Convertible Bond Issuance. *Journal of Corporate Finance*, 2 (4), 185–207.
- Lewis, C.M., Rogalski, R.J., Seward, J.K. (2001). The Long-Run Performance of Firms that Issue Convertible Debt: An Empirical Analysis of Operating Characteristics and Analyst Forecasts. *Journal of Corporate Finance*, 4 (7), 447–474.
- Mayers, D. (2000). Convertible Bonds Matching Financial and Real Options. *Journal of Applied Corporate Finance*, 1 (13), 8–21.
- Mayers, D. (1998). Why Firms Issue Convertible Bonds: The Matching of Financial and Real Investment Options. *Journal of Financial Economics*, 1 (47), 83–102.
- Myers, S.C., Majluf, N.S. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have. *The Journal of Financial Economics*, 2 (13), 187–221.
- Spies, D.K., Affleck-Graves, J. (1999). The Long-Run Performance of Stock Returns Following Debt Offerings. *Journal of Financial Economics*, 1 (54), 45–73.
- Stein, J.C. (1992). Convertible Bonds as Backdoor Equity Financing. *Journal of Financial Economics*, 1 (32), 3–21.
- Woodson H. (2002). *Global Convertible Investing*. New York: John Wiley & Sons.

CONVERTIBLE BONDS WITH A LOW INITIAL CONVERSION PREMIUM. AN ALTERNATIVE FOR STRAIGHT DEBT OR FOR COMMON EQUITY?

Abstract: The aim of the article is to identify the motives for the issuance of convertible bonds with a low initial conversion premium. Using a sample of 829 convertible debt issues carried out between 2004 and 2014 by the manufacturing and service companies from the United States and Europe, the research shows that low premium convertibles may be used by undervalued companies as a substitute for common stock since they help them to increase their equity capital at a later time and under more favorable conditions. Firms are likely to settle a lower-than-average conversion premium in order to encourage bondholders to exercise a conversion option shortly after debt offering.

Keywords: corporate finance, debt financing, convertible bonds, initial conversion premium

Cytowanie

- Kaźmierczak, D. (2017). Obligacje zamienne z niską premią konwersji. Alternatywa dla emisji akcji czy zwykłego długu? *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 5 (89/1), 193–204. DOI: 10.18276/frfu.2017.89/1-15.