

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

**MOTIVI PODJETIJ ZA FINANCIRANJE Z ZAMENLJIVIMI
OBVEZNICAMI**

Ljubljana, junij 2008

TOMAŽ GOMBAČ

IZJAVA

Študent Tomaž Gombač izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom dr. Igorja Lončarskega, in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih straneh.

V Ljubljani, dne 04.06.2008

Podpis: _____

KAZALO

UVOD	1
1 ZAMENLJIVA OBVEZNICA	2
1.1 ZAMENLJIVI VREDNOSTNI PAPIRJI.....	2
1.2 LASTNOSTI ZAMENLJIVE OBVEZNICE.....	3
1.2.1 Pravica do zamenjave	4
1.2.2 Pomembna določila	5
1.2.2.1 Menjalno razmerje.....	5
1.2.2.2 Cena zamenjave.....	5
1.2.2.3 Obdobje zamenjave	5
1.2.2.4 Odpoklicna in prodajna cena	6
1.2.3 Prodajna opcija	6
1.2.4 Nakupna opcija podjetja	6
1.2.4.1 Izsiljena zamenjava.....	7
1.2.4.2 Obdobje zaščite pred odpoklicem.....	8
1.3 VREDNOST ZAMENLJIVE OBVEZNICE	9
1.4 VRSTE ZAMENLJIVIH OBVEZNIC.....	12
1.5 TRGI ZAMENLJIVIH OBVEZNIC	14
2 ZNAČILNOSTI PODJETIJ, KI IZDAJAJO ZAMENLJIVE OBVEZNICE	16
3 MOTIVI ZA IZDAJO ZAMENLJIVIH OBVEZNIC	20
3.1 TRADICIONALNI MOTIVI	20
3.1.1 Nižja kuponska obrestna mera.....	21
3.1.2 Premija nad tekočo tržno ceno delnice	21
3.1.3 Kritika tradicionalnih motivov	22
3.2 TEORETIČNI MOTIVI	22
3.2.1 Teorije, ki temeljijo na informacijski asimetriji	22
3.2.1.1 Model ocenjevanja tveganja	22
3.2.1.2 Teorija signalov	24
3.2.1.3 Model odložene izdaje lastniškega kapitala	25
3.2.2 Teorije, ki temeljijo na problemu agentov.....	27
3.2.2.1 Model prenosa tveganja.....	27
3.2.2.2 Teorija zaporednega financiranja	28
3.2.3 Druge teorije	29
3.2.3.1 Izločanje na trgih lastniškega kapitala.....	29
3.2.3.2 Teorija vplivnega managerja	30
3.2.3.3 Davčni argumenti	31
3.3 ZAMENLJIVI DOLG V FUNKCIJI »SLADKANEGA« DOLGA IN ODLOŽENEGA LASTNIŠKEGA KAPITALA	32
3.4 ANKETNE RAZISKAVE MANAGERSKIH MOTIVOV ZA IZDAJO ZAMENLJIVIH OBVEZNIC	34
SKLEP	41
LITERATURA IN VIRI	43

UVOD

Rast kapitalskih trgov, ki je bila posledica splošnega odprtja trgov po koncu hladne vojne, je sčasoma povzročila tudi razvoj trga zamenljivih obveznic, ki je s krajšimi premori, po vzorcih iz delniških in obvezniških trgov, postopoma rasel. Sicer pa zamenljive obveznice niso nova vrsta finančne naložbe. Izdajatelji in investitorji v Združenih državah Amerike (v nadaljevanju ZDA) jih uporabljajo že od 19. stoletja, ko se je v pojavila prva klavzula o zamenjavi, ki je bila prvič dodana hipotekarni obveznici, da bi privlačila vlagatelje k financiranju gradnje železnic (Calamos, 1998, str. 6). Njihova uporaba je bila takrat redka in omejena na privatni trg zamenljivih obveznic, ki jih je večinoma uporabljal pri strukturiranju kapitalno tveganih investicij.

Javni trg zamenljivih obveznic se je občutno razvil v osemdesetih letih prejšnjega stoletja, ko je prišlo do velikega porasta vseh vrst dolžniškega financiranja vključno z zamenljivimi obveznicami, ki so zabeležile številne nove izdaje (Calamos, 1998, str. 4). To je med večjimi institucionalnimi investitorji vzbudilo interes, ki se je hitro prelil v pokojninske sklade in individualne investitorje, ki so odlej vse bolj povečevali uporabo zamenljivih obveznic. Zakaj pa so zamenljive obveznice tako popularno sredstvo financiranja za podjetja že od njihovega pojava, je nepojasnjen fenomen za finančne raziskovalce. V splošnem namreč, ko podjetja uporabljajo kapitalne trge za zbiranje kapitala, izdajajo delnice ali obveznice. To povečano zanimanje za zamenljive vrednostne papirje po vsem svetu je razvidno tudi iz povečanega števila investicijskih podjetij, ki namenjajo vse več svojih sredstev v raziskovanje trgov, podatkov in trendov zamenljivih obveznic (Calamos, 1998, str. 5).

Splošni trg zamenljivih obveznic je danes pomemben tako po velikosti kot globalni prostranosti. Najbolj razvita sta trga zamenljivih obveznic ZDA in Japonske. Za njima hitro razvijajoči pa so še trgi v Evropi, Aziji, Avstraliji in Kanadi.

Ena izmed najbolj obravnavanih tem v poslovno-finančni literaturi je tudi odločitev podjetja o izdaji vrednostnih papirjev oziroma o oblikovanju optimalne strukture kapitala. Neoklasična finančna literatura in še posebno delo Modiglianija in Millerja (1958, str. 261) kaže, da v svetu, kjer vlada popoln trg kapitala s popolnoma informiranimi investitorji brez davkov in je dolg netvegan način, kako se financira podjetje, ne vpliva na njegovo tržno vrednost. Podjetja tako lahko izdajo delnice, obveznice, zamenljive obveznice ali katerokoli drugo obliko vrednostnih papirjev. Vendar pa trg ni popoln in investitorji različno reagirajo na napoved izdaj različnih vrednostnih papirjev in različne odločitve o zunanjem financiranju povzročijo različne stroške podjetju izdajatelju. Ti stroški pa imajo vpliv na vrednost podjetja, zato odločitev podjetja o izdaji vrednostnih papirjev ni nepomembna.

Namen diplomskega dela je odgovoriti na vprašanje, zakaj se podjetja odločajo za izdajo oziroma za financiranje z zamenljivimi obveznicami, zato obravnavam zamenljive obveznice predvsem z vidika podjetja in koristi, ki jih je pri tem deležno.

Kot sredstvo dolgoročnega financiranja so zamenljive obveznice lahko substitut za navadne obveznice in tudi za navadne delnice, vendar so v večji meri nadomestilo predvsem za navadne delnice in so zaradi svojih značilnosti zelo primeren način financiranja za bolj tvegana in hitro rastoča podjetja.

Delo je razdeljeno na tri vsebinske sklope. V prvem je teoretično predstavljena zamenljiva obveznica, njene lastnosti, struktura, tipi in trgi, na katerih se pojavlja z namenom, da se prikaže večjo kompleksnost tega finančnega instrumenta v primerjavi z navadno obveznico in navadno delnico. Drugi sklop je namenjen ugotovitvam, kakšna podjetja se poslužujejo izdajanja zamenljivih obveznic in v kakšnih okoliščinah je to primeren način zbiranja kapitala. V tretjem osrednjem in hkrati zadnjem sklopu pa je podana analiza praktičnih in teoretičnih motivov, ki jih v ospredje postavlja finančna literatura in primerjava le-teh z motivi, ki jih v ospredje postavlja management podjetij.

1 ZAMENLJIVA OBVEZNICA

1.1 ZAMENLJIVI VREDNOSTNI PAPIRJI

Zakon o trgu finančnih instrumentov (2007, člen 25) pravi:

»Zamenljivi vrednostni papir je vrednostni papir, ki vsebuje opcijo, z uresničitvijo katere njegov imetnik doseže zamenjavo za drug vrednostni papir, in sicer:

- 1. bodisi zamenjavo dolžniškega vrednostnega papirja za lastniški vrednostni papir*
- 2. bodisi zamenjavo dolžniškega vrednostnega papirja za drug dolžniški vrednostni papir z drugačno vsebino pravic glede obrestne mere, zapadlosti ali drugih pogojev za izplačilo.«*

Ali drugače, zamenljivi vrednostni papirji (angl. *convertible securities*) so obveznice ali prednostne delnice, ki so pod določenimi pogoji in določili zamenljivi za druge vrednostne papirje (Weston & Copeland, 1992, str. 1204). Ponavadi imetnik zamenljivega vrednostnega papirja ob zamenjavi, ki je nepreklicna, dobi določeno število navadnih delnic.

Zamenljive obveznice in zamenljive prednostne delnice so tudi hibridni vrednostni papirji. To so tisti, ki imajo lastnosti dolžniških in lastniških vrednostnih papirjev. Na primer zamenljive obveznice imajo lastnosti navadne obveznice, vendar pa so pod močnim vplivom tečajnih gibanj delnic, v katere so zamenljive. Zamenljive obveznice imajo nižjo kuponsko obrestno mero od nezamenljive oziroma navadne obveznice, vendar pa v zameno za nižjo kuponsko obrestno mero nudijo investitorju možnost zamenjave za

delnice podjetja in s tem udeležbo pri morebitnem kapitalskem dobičku. Prav tako zamenljive prednostne delnice vključujejo opcijo, da so lahko zamenjane v fiksno število navadnih delnic, ponavadi kadarkoli po določenem datumu. Prednostne delnice ponavadi nimajo roka dospelja kot zamenljive obveznice. Do izvršitve dejanske zamenjave, podjetje imetnikom prednostnih delnic izplačuje določene dividende, v primeru zamenljivih obveznic pa podjetje izplačuje kupone, dokler obveznica ne zapade. Investitor pa ob dospelju obveznice prejme povrnjeno še glavnico.

Zamenljiva obveznica je kot paket, ki vključuje obveznico in nakupni bon (angl. *warrant*). Nakupni bon je vrednostni papir, ki je dodan k obveznici in daje imetniku obveznice pravico, da v določenem času kupi delnice podjetja po tečaju, ki je določen ob nakupu obveznice (Prohaska, 2004, str. 171). Obveznice, ki so izdane z nakupnimi boni, imajo, tako kot zamenljive obveznice, nižjo kuponsko obrestno mero od navadnih obveznic, saj v primeru rasti delnic zagotavljajo kupcu kapitalski dobiček (Brealey & Myers, 2003, str. 358).

Med zamenljivimi obveznicami in obveznicami z nakupnimi boni obstaja ena temeljna razlika. Ko se lastniki zamenljive obveznice odločijo za izvršitev opcije, t.j. za nakup delnic, jim pri tem ni potrebno plačati ničesar. Namesto tega se v zameno za določeno število delnic le odrečejo lastništvu obveznice, kar tudi pomeni, da se podjetju zmanjša dolg¹ (Brealey & Myers, 2003, str. 358). Nakupni boni, s katerimi se po izdaji trguje ločeno od obveznice, pa nasprotno od zamenljivih obveznic zagotavljajo podjetju ob obstoječem dolgu še dodaten lastniški kapital.

Prednostne delnice ali obveznice, ki so avtomatično zamenjane v delnice po določenem obdobju so t. i. zamenljivi vrednostni papirji z obvezo (angl. *mandatory convertibles*). Imetniki teh zamenljivih papirjev pridobijo na višjem trenutnem dohodku od navadnih delničarjev, vendar le do določene omejitve, ki je postavljena na vrednost navadne delnice. Tako so pri porastu delnic upravičeni le do te postavljene meje. Če se cena delnice dvigne nad to mejo, se število delnic, ki jih prejmejo investitorji ob zamenjavi, proporcionalno zmanjša (Brealey & Myers, 2003, str. 649).

1.2 LASTNOSTI ZAMENLJIVE OBVEZNICE

Zamenljiva obveznica je finančni instrument, pri katerem gre za kombinacijo obveznice in delnice. Do dospelja oziroma do izvršitve zamenjave ima zamenljiva obveznica med drugim vse lastnosti navadne obveznice. Nekatere najpomembnejše lastnosti navadnih obveznic, ki jih izdajatelji lahko medsebojno kombinirajo pri odločanju o posamezni izdaji in tako skušajo priti do najprimernejše oblike zadolževanja, so:

¹ Vsako zmanjšanje dolga pozitivno vpliva na pogajalsko pozicijo podjetja pri pridobivanju dodatnega kapitala.

- **Čas do dospelja obveznic**, ki nam pove število let do dospelja obveznice, ki se največkrat giblje med ena in trideset let. Pri zamenljivih obveznicah je povprečna doba do dospelja 12 let² (Kwok, 2006, str. 36).
- **Obrestna mera obveznice**, ki se določi ob izdaji obveznice. Pri zamenljivi obveznici je obrestna mera lahko fiksna, spremenljiva, indeksirana, gibljiva, prilagodljiva ali določena kako drugače (Vernimmen & Quiry, 2005, str. 583). Pri tem se določi način obračunavanja obresti, ki je lahko konformni, proporcionalni ali linearni način.
- **Način izplačevanja obresti in glavnice**, ki jih izdajatelj odplačuje po amortizacijskem načrtu, določenem ob izdaji. Običajno gre za sprotno izplačilo polletnih ali letnih obresti ter izplačilo celotne glavnice skupaj z zadnjim obrestnim kuponom ob zapadlosti obveznice.
- **Valuta izplačila** obveznice, ki jo izdajatelj pri izdaji obveznic izbere in na katero se bodo obveznice glasile ter tudi dejansko izplačevale³.

V sporazumu med izdajateljem in lastniki obveznic (angl. *indenture*) se opredeli vse pravice in obveznosti, ki izhajajo iz medsebojnega razmerja ter vse značilnosti izdaje. Poleg že omenjenega je tu še opredelitev apoenske strukture, vrednosti izdaje, zastavljenih zavarovanj, določil o presihajočem skladu in možnosti odpoklica. V končnem prospektu je podrobno predstavljeno tudi podjetje, ki obveznice izda.

Ker pomeni izdaja zamenljivih obveznic potencialno povečanje delniškega kapitala, mora odločitev o emisiji zamenljivih obveznic sprejeti skupščina delniške družbe s tričetrtinsko večino. Pooblastilo poslovodstvu za izdajo zamenljivih obveznic se lahko podeli za največ pet let. Poslovodstvo in predsednik nadzornega sveta morata sklep o izdaji zamenljivih obveznic in izjavo o njihovi izdaji prijaviti za vpis v register. Obvestilo o sklepu in izjavi se objavi. V primeru večje izdaje imajo obstoječi delničarji praviloma prednostno pravico nakupa (angl. *preemptive right*), s katero lahko zavarujejo svoj delež v kapitalu družbe (Zakon o gospodarskih družbah, 2006, člen 343).

1.2.1 Pravica do zamenjave

Klavzula o zamenjavi, ki je vgrajena v obveznici, garantira lastniku obveznice pravico do zamenjave (angl. *conversion option*) obveznice za določeno število navadnih delnic istega izdajatelja (Fabozzi, 2000, str. 389). Privilegij zamenjave je lahko raztegnjen preko celega ali samo preko nekega dela življenja obveznice. V nekaterih primerih lahko izdajatelj ob zamenjavi zagotovi novo izdane delnice ali pa obstoječe delnice.

² Kljub temu je povprečna življenjska doba zamenljive obveznice okoli 4,5 let.

³ Primer so zamenljive evroobveznice, ki so denominirane v drugi valuti, kot je domača valuta države, v kateri so izdane in za njih ne veljajo neposredne omejitve s strani katerekoli države ali denarnih oblasti (Prohaska, 1999, str. 129).

1.2.2 Pomembna določila

Pomembna določila, ki morajo biti postavljena ob izdaji zamenljivih vrednostnih papirjev, so menjalno razmerje, cena zamenjave, obdobje zamenjave, odpoklicna cena, ko ima zamenljiva obveznica možnost odpoklica in prodajna cena v primerih, ko vključuje prodajno opcijo.

1.2.2.1 Menjalno razmerje

Ob izdaji zamenljivih obveznic je določeno tako imenovano menjalno razmerje (angl. *conversion ratio*). Ta pove število navadnih delnic, ki jih bo imetnik zamenljive obveznice prejel ob zamenjavi. Obveznica je lahko zamenjana v eno ali več delnic. Razmerje zamenjave je praviloma fiksno v celotnem času trajanje zamenljive obveznice.

Razmerje zamenjave je lahko preklicano v primeru cepitve delnic (angl. *stock split*). Takrat je proporcionalno prilagojeno cepitvi in izplačilu delniških dividend (Fabozzi, 2000, str. 390). Prilagojeno je tudi v primeru distribucije premoženja ali distribucije brezplačnih delnic z namenom, da se ohranijo pravice imetnikom zamenljivih obveznic, kot da bi bili delničarji v času izdaje (Vernimmen & Quiry, 2005, str. 583).

1.2.2.2 Cena zamenjave

Na menjalnem razmerju temelji cena zamenjave (angl. *conversion price*). To je efektivna cena, ki jo investitor plača za navadno delnico ob zamenjavi in jo dobimo, če nominalno vrednost zamenljive obveznice delimo z razmerjem zamenjave. Cena zamenjave se lahko v času zamenljive obveznice spreminja glede na spremembe menjalnega razmerja, ki smo jih že omenili.

Znesek, za katerega cena zamenjave presega trenutno tržno ceno delnice podjetja, je menjalna premija⁴ (angl. *conversion premium*). Menjalna premija je odvisna od razmer na trgu, vendar ponavadi znaša od 15 do 30 odstotkov nad trenutno tržno ceno⁵.

1.2.2.3 Obdobje zamenjave

Obdobje zamenjave je določeno v pogodbi ob izdaji. Lahko se začne na dan izdaje ali na kateri drugi kasnejši dan, kar je bolj običajno, in lahko traja vse do dosvetja. Lahko pa je

⁴ Njen izračun prikazujemo v razdelku 1.3 na strani 11.

⁵ Mramor (1993, str. 250) omenja 15 odstotkov, Ribnikar (1990, str. 367) 20 odstotkov in Brigham (2002, str. 679) 20-30 odstotkov.

prekinjeno z izsiljeno zamenjavo, če podjetje obveznico odpokliče pred dospeljem. V tem primeru se mora investitor odločiti za zamenjavo ali prodajo (Vernimmen & Quiry, 2005, str. 583).

1.2.2.4 Odpoklicna in prodajna cena

Ko ima zamenljiva obveznica možnost odpoklica⁶, mora izdajatelj ob izdaji zamenljive obveznice določiti odpoklicno ceno (angl. *call price*). Odpoklicna cena je cena, po kateri izdajatelj odkupi zamenljive obveznice pred dospelostjo. V splošnem je odpoklicna cena najvišja v prvih letih po izdaji in se zmanjšuje vse do nominalne vrednosti obveznice.

V primerih, ko zamenljiva obveznica vključuje prodajno opcijo, pa mora biti ob izdaji določena tudi prodajna cena (angl. *put strike price*), po kateri jo lahko vlagatelj proda nazaj podjetju.

1.2.3 Prodajna opcija

Nekatere zamenljive obveznice so prodajne⁷ (angl. *put option*), kar pomeni, da jih investitor lahko po vnaprej določeni ceni proda nazaj podjetju. Obveznice s prodajno opcijo so izdane z nominalno vrednostjo, vendar so lahko v petih do sedmih letih prodane s premijo nad nominalno vrednostjo (Zubulake, 1991, str. 36).

Prodajna opcija je lahko trda ali mehka (Fabozzi, 2000, str. 390):

- Trda prodajna opcija je tista, pri kateri mora podjetje, ki je izdalo obveznice, odkupiti zamenljivi vrednostni papir le z gotovino.
- Mehka prodajna opcija daje možnost podjetju odkupa obveznice z gotovino, navadnimi delnicami, podrejenimi zadolžnicami ali kombinacijo vseh treh.

Večina brezkuponskih zamenljivih obveznic ponavadi vključuje prodajno opcijo (Calamos, 1990, str. 396).

1.2.4 Nakupna opcija podjetja

Skupaj s pravico do zamenjave, ki jo imajo lastniki zamenljivih obveznic, imajo podjetja pravico, da obveznico odpokličejo pred dospeljem (angl. *call option*). Ob izdaji zamenljivih obveznic mora izdajatelj postaviti odpoklicno ceno, po kateri odkupi obveznice ob pozivu k odpoklicu.

⁶ Več o tem bo govora v razdelku 1.2.4.

⁷ Zamenljive obveznice s prodajno opcijo podjetju so dodatno predstavljene v razdelku 1.4.

Vidik podjetja na pravico do odpoklica:

- fleksibilnost pri odpoklicu v primeru, ko obstaja možnost refinanciranja dolga na cenejši način;
- kot orodje (z izsiljeno zamenjavo) za prihodnje lastniško financiranje – upravljanje z razmerjem med dolgom in lastniškim financiranjem.

Nekatere zamenljive obveznice imajo tudi pogojno odpoklicno opcijo (angl. *provisional call option*), ki daje možnost podjetju še zgodnejši odpoklic, predvsem v primerih, če cena naraste precej nad ceno zamenjave (Calamos, 1990, str. 370).

1.2.4.1 Izsiljena zamenjava

Pravica do odpoklica (angl. *call privilege*) daje dovoljenje podjetju, da deloma ali v celoti odkupi obveznice po določeni ceni pred zapadlostjo zamenljive obveznice⁸. Z odkupom lahko vodstvo podjetja lastnike zamenljivih obveznic prisili k zamenjavi. Izsiljena zamenjava je zato, ker obvezničar ne more sam odločati, kdaj bo zamenjal obveznico.

Za izsiljeno zamenjavo (angl. *forced conversion*) se podjetja odločajo le v določenih razmerah. Ena teh je, da podjetje oceni, da je trenutna tržna cena delnic dovolj podcenjena, da bi direktna prodaja delnic le razredčila trenutni lastniški kapital. Podjetje zato raje zbere lastniški kapital preko zadolževanja, tako da izda zamenljive obveznice. Pri tem postavi razmerje zamenjave na osnovi cene delnice, ki se mu zdi sprejemljiva. Ko tržna cena delnice doseže točko zamenjave, podjetje želi, da je zamenjava izvršena, saj vedno obstaja verjetnost, da bo cena delnice v prihodnosti ponovno padla. V interesu podjetja je torej, da pride do zamenjave in zato izpelje izsiljeno zamenjavo, čeprav to ni v interesu lastnikov, saj se pričakuje, da bo cena po zamenjavi padla (Fabozzi, 2000, str. 396).

Lastnosti take izsiljene zamenjave so⁹ (Veselinovič, 1990, str. 141):

- vrednost pravice do zamenjave narašča z naraščanjem cene delnic;
- z naraščanjem cene delnic preko cene zamenjave se povečuje potencialni kapitalni prirast lastnikom zamenljivih obveznic.

Vodstvo podjetja se zato običajno ravno takrat odloči za koriščenje pravice do odpoklica, s čimer posredno izsili imetnike, da zamenjajo obveznice za navadne delnice, katerih cena še vedno narašča.

⁸ Podjetja si pridružujejo pravico izsiljene zamenjave tudi v primeru nakupnih bonov.

⁹ Pri tem predpostavljamo, da vrednost zamenjave presega odkupno ceno zamenljive obveznice.

Ingersoll (1977) in Brennan in Schwartz (1977) so izpeljali optimalno politiko odpoklica na popolnem trgu, kjer naj bi podjetje izsililo zamenjavo, takoj ko vrednost zamenjave doseže odpoklicno ceno. Vprašanje, ki se tu pojavlja, je, ali se podjetja držijo teh smernic. Ugotovitve Ingersolla (1977) kažejo, da so zamenljive obveznice v povprečju odpoklicane takrat, ko cena zamenjave za 43,9 odstotkov preseže odpoklicno ceno. To predstavlja varni presežek in zagotovitev, da bo prišlo do zamenjave. Tipični zamik obveznic, ki so lahko odpoklicane, je le nekaj manj kot štiri mesece po tem, ko vrednost zamenjave prvič preseže odpoklicno ceno¹⁰ (Brealey & Myers, 2003, str. 654).

Ta fenomen odloženega odpoklica pojasnjuje več teorij:

- varnostna premija
Če vodstvo podjetja najavi odpoklic, imajo lastniki zamenljivih obveznic malo časa, ponavadi je to 30 dni, da sprejmejo odločitev, ali bodo predali obveznice po tej ceni ali jih bodo zamenjali za navadne delnice (Brealey & Myers, 2003, str. 653). V tem času pa lahko cena delnic pade¹¹ in prisili podjetje, da odplača obveznico v gotovini, zato potrebuje podjetje varnostno premijo nad tveganjem, da cena delnic ne pade pod ceno zamenjave.
- signaliziranje
Poziv k odpoklicu lahko pošlje signal, ki ni v interesu managementa, da management pričakuje, da bo vrednost lastniškega kapitala padla (podjetja raje izplačujejo dividende kot kupone). Če tako imenovani »speči investitorji« ne zamenjujejo optimalno svojih obveznic, potem je v najboljšem interesu managementa, da jih z odpoklicem ne zbudi.
- davčni vidik
Nekatera podjetja uživajo v prednosti plačevanja nižjih obresti po davkih, kot bi jih v primeru izplačevanja dividend, če bi prišlo do zamenjave.

1.2.4.2 Obdobje zaščite pred odpoklicem

Večina zamenljivih obveznic vključuje tudi obdobje zaščite pred odpoklicem (angl. *call protection*). Ta zaščita je lahko:

- trda ali absolutna (angl. *»hard noncall« provision*)
V sporazumu med izdajateljem in investitorjem je določen čas za obdobje dveh let ali več, v katerem zamenljivih obveznic podjetje ne sme odpoklicati in se imetnik sam odloča, kdaj bo obveznico zamenjal. Daljša obdobja absolutne zaščite zvišujejo relativno vrednost obveznice (Zubulake, 1991, str. 33).

¹⁰ Več o tem v Asquith in Mullins (1991), ki sta obširno preučevala politiko odpoklica.

¹¹ Verjetnost, da cena delnic pade, je visoka, glede na negativne reakcije, ki sledijo pozivu k odpoklicu.

- mehka ali pogojna (angl. »*soft call*« *provision*)

Sporazum lahko določa tudi pogoje, pod katerimi podjetje lahko izvrši odpoklic, kot je na primer, če cena delnice presega ceno zamenjave več kot 20 ali 30 dni (Vernimmen & Quiry, 2005, str. 583). Ali drugače, zamenljive obveznice so lahko odpoklicane pred potekom prepovedi odpoklica, če cena delnice naraste dovolj, da omogoči zadosten menjalni izkupiček¹² (Brealey & Myers, 2003, str. 563).

Vloga zaščite pred odpoklicem je v ohranjanju vrednosti opcije zamenjave. Med čakanjem, da se cena delnic dvigne, zamenljive obveznice običajno prinašajo več prihodka kot delnice, zato bi bil ta dohodkovni tok odpoklican kadarkoli. Z vidika podjetja je čim bolj kratko obdobje zaščite najbolj zaželeno.

1.3 VREDNOST ZAMENLJIVE OBVEZNICE

Ker je za izdajatelja pomembno, da izdane vrednostne papirje uspešno proda vlagateljem, je smiselno obravnavati, kakšno vrednost ima ta vrednostni papir za investitorja in odgovoriti na vprašanje, zakaj naj bi bil sofisticiran investitor pripravljen plačati več za zamenljivo obveznico kot za ločeni ponudbi navadnega dolga in delnic?

Na klasično zamenljivo obveznico lahko gledamo kot na navadno obveznico z nakupnim bonom ali nakupno opcijo na delnice izdajatelja, zato za vrednotenje zamenljivih obveznic uporabljamo metode za vrednotenje opcij.

Določanje vrednosti zamenljive obveznice je zapleteno predvsem zaradi možnosti odpoklica, ki je del velike večine izdaj zamenljivih obveznic. Spomnimo, izdajatelj si obdrži pravico do zgodnjega odpoklica obveznice z namenom, da ceneje refinancira svoj dolg ali pa, kar je bolj pogosto, da izpelje izsiljeno zamenjavo, ko ima obveznica notranjo vrednost (angl. *in-the-money*). V primeru, če izdajatelj pozove k odpoklicu, imajo obvezničarji možnost, da zamenjajo obveznico za delnice ali pa sprejmejo odpoklicno ceno. Pravica do odpoklica stopi v veljavo nekaj let po izdaji in je pogosto dovoljena le v primeru, če je cena delnice občutno nad ceno zamenjave, npr. 30 %. Zaradi zapletenih postopkov določanja vrednosti take obveznice v nadaljevanju predstavljamo le teoretično določanje vrednosti, ko zamenljiva obveznica ne vključuje odpoklicne ali prodajne opcije.

Vrednost zamenljive obveznice¹³ je tekom njenega obdobja vsota treh komponent (Vernimmen & Quiry, 2005, str. 583):

¹² Na primer: zamenljiva obveznica z odpoklicno ceno 40 \$ je lahko odpoklicana prej, če se cena delnic na borzi giblje nad 65 \$ več kot dva tedna.

¹³ Vrednost zamenljive obveznice je odvisna od tveganja in strukture kapitala podjetja, politike izplačil, nakupne politike, ki jo vodi podjetje, pogojev, po katerih se izvede zamenjava v navadno delnico in tekoče cene delnice (Brennan & Schwartz, 1980, str. 907).

1. Vrednost navadne obveznice, ki jo imenujemo investicijska vrednost zamenljive obveznice (angl. *investment value*). Izračunana je z diskontiranjem prihodnjih denarnih tokov obveznice pri tržni obrestni meri. Predvideva se, da ni zamenjave.

$$V_B = \sum_{t=1}^T \frac{C}{(1+r)^t} + \frac{P}{(1+r)^T} \quad (1)$$

kjer je:

V_B = vrednost navadne obveznice
 P = nominalna vrednost
 C = vrednost kupona
 r = diskontna stopnja
 T = število obdobj do dospetja

2. Vrednost zamenjave (angl. *conversion value*), ki pove, koliko bi bile obveznice vredne, če bi bile takoj zamenjane za delnice pri trenutni tržni ceni delnic. Njen izračun prikazuje formula (2).

$$CV_t = CR * S_t \quad (2)$$

kjer je:

CV_t = vrednost zamenjave v času t
 CR = razmerje zamenjave
 S_t = tekoča cena navadne delnice

3. Vrednost opcije (angl. *option value*). Vrednost zamenljive obveznice ponavadi presega tako vrednost navadne obveznice kot vrednost zamenjave, razen če je podjetje nesposobno poravnati obveznosti ali so obvezničarji izsiljeni v zamenjavo. To je zato, ker imajo lastniki zamenljivih obveznic možnost, da počakajo in opravijo zamenjavo kasneje (vrednost opcije v času). Ta opcija, da investitorji lahko počakajo, ima vrednost. Namreč možnost, da lahko izkoristijo katerokoli opcijo, ki ima večjo vrednost v prihodnosti, to je vrednost navadne obveznice ali vrednost zamenjave, povečuje vrednost zamenljive obveznice nad vrednost navadne obveznice in vrednost zamenjave.

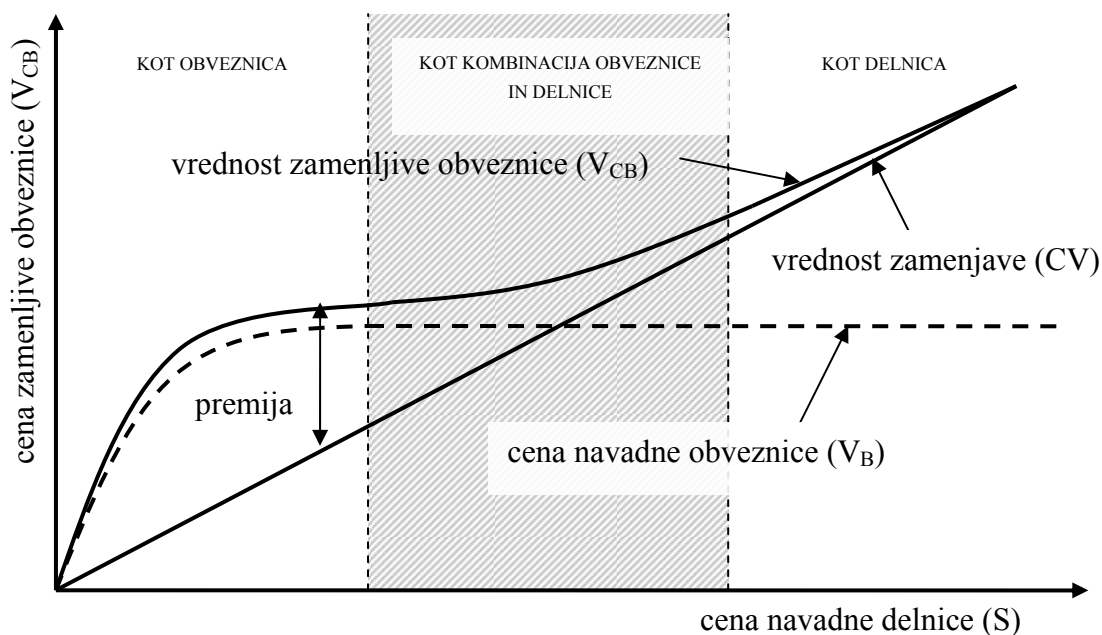
$$V_{CBt} = \text{Max} \{ V_B, CV_t \} + OV_t \quad (3)$$

kjer je:

V_{CBt} = vrednost zamenljive obveznice
 V_B = vrednost obveznice
 CV_t = vrednost zamenjave
 OV_t = vrednost opcije

Ko je vrednost podjetja nizka, je vrednost zamenljive obveznice bolj pod vplivom vrednosti navadnega dolga¹⁴ (na Sliki 1 - levo območje). Nasprotno pa je, ko je vrednost podjetja visoka (na Sliki 1 - desno območje). Takrat na vrednost zamenljive obveznice bolj vpliva vrednost zamenjave in cena zamenljive obveznice sledi rasti cene delnice (Vernimmen & Quiry, 2005, str. 584).

Slika 1: Gibanje cene zamenljive obveznice v odvisnosti od cene temeljne delnice



Vir: Kodrič, Zamenljive obveznice: delniški donosi z varovalko, 2006.

Menjalno premijo predstavlja znesek, za katerega tržna vrednost zamenljive obveznice preseže vrednost zamenjave, in je izražena v odstotkih. Njen izračun prikazuje formula (4):

$$CP_t = \left[\frac{V_{CBt}}{CV_t} - 1 \right] \times 100 \% \quad (4)$$

kjer je:

CP_t = menjalna premija
 V_{CBt} = vrednost zamenljive obveznice
 CV_t = vrednost zamenjave

Menjalna premija je glavna determinanta strukture zamenljive obveznice, saj definira, kako blizu je zamenljiva obveznica navadni obveznici ali navadni delnici. Na primer večja je

¹⁴ Cena obveznice je odvisna od nivoja obrestnih mer, razen v primeru, ko gre podjetju izdajatelju izjemno slabo in se pojavi večje tveganje poplačila (Kodrič, 2006).

menjalna premija, manjša je verjetnost zamenjave in bolj prevladujejo lastnosti navadne obveznice (pri vsem ostalem enakem).

Privlačnost zamenljive obveznice za nekatere investitorje je zaradi njene zaščite pred izgubo vrednosti. Vrednost navadne obveznice, ki je del vrednosti zamenljive obveznice, namreč zagotavlja najmanjšo vrednost (angl. *floor value*) zamenljivega papirja, ki pa omogoča povečanje cene, če cena delnice raste. To pomeni, da zamenljiva obveznica ne bo nikoli vredna manj kot je njena vrednost s stališča navadne obveznice, torej tudi v primeru, če cena delnice občutno pade. V tem primeru blaži udarec padajočih cen delnic na ceno zamenljive obveznice¹⁵ (Vernimmen & Quiry, 2005, str. 585).

1.4 VRSTE ZAMENLJIVIH OBVEZNIC

Poznamo več vrst zamenljivih obveznic¹⁶, ki jih zasledimo zlasti na ameriškem trgu zamenljivih obveznic, in nekaj teh predstavljamo v nadaljevanju:

- **Navadne zamenljive obveznice** (angl. *traditional or classic convertible bonds*)

Navadna zamenljiva obveznica je v osnovi zelo podobna navadni obveznici. Izdana je po nominalni vrednosti, ima datum dospelja, kuponsko obrestno mero, ki se praviloma izplačuje vsakih šest mesecev, vračilo glavnice in bonitetni rating. Njena glavna značilnost, ki jo loči od navadne obveznice, je zamenljivost za delnice. (Calamos, 1998, str. 36).

Domače zamenljive obveznice so izdane v domači državi in domači valuti. Tuje pa izdaja tuje podjetje v drugi državi in so denominirane v tamkajšnji valuti. Sem spadajo tudi domače zamenljive obveznice, ki so denominirane v tuji valuti. Evrozamenljive obveznice so istočasno izdane v več državah ali jih internacionalni konzorcij izdaja v evrovaluti (Zubulake, 1991, str. 5).

- **Brezkuponske zamenljive obveznice** (angl. *zero-coupon convertible bonds*)

Cena, ki jo plačajo vlagatelji ob izdaji take obveznice, je veliko pod nominalno vrednostjo. Investitor ne prejema kuponov, ampak realizira kapitalski dobiček, če obdrži obveznico do dospelja, saj dobi izplačano nominalno vrednost obveznice, ki jo je kupil po diskontni ceni. Podjetja se odločajo za izdajo teh obveznic, ker si tako zmanjšajo letne stroške plačevanja kuponov, saj le-te plačajo samo ob dospelju obveznice. Pri brezkuponski zamenljivi obveznici se lahko podjetje v celoti izogne stroškom, ki izhajajo iz diskontne izdaje v primeru, če cena delnice naraste nad ceno zamenjave, ko postane za investitorje bolj ugodna zamenjava za delnice (Calamos, 1998, str. 36).

¹⁵ Tukaj je potrebno poudariti, da investicijska vrednost ali vrednost navadne obveznice ni fiksna, ampak se spreminja kot funkcija sprememb obrestnih mer.

¹⁶ Podobno kot navadne obveznice imajo tudi zamenljive obveznice v osnovi obliko kuponskih, brezkuponskih in diskontnih.

Pri brez kuponu zamenljivi obveznici se izračun razmerja zamenjave razlikuje od izračuna pri navadni zamenljivi obveznici. Namesto nominalne vrednosti se uporablja emisijska oz. diskontna cena (Zubulake, 1991, str. 73).

- **Zamenljive obveznice s prodajno opcijo podjetju izdajatelju**¹⁷ (angl. *convertible bonds with put features*)

Imetniku te zamenljive obveznice je dana možnost, da zamenljivo obveznico proda nazaj podjetju, ki jo je izdalo, po določeni ceni in na določen dan. To v bistvu pomeni, da ima investitor zagotovljeno vrednost obveznice na ta določen dan. Pogoji, pod katerimi je možna ta prodaja, so postavljeni ob izdaji. Izdajatelj pri postavljanju cene, po kateri bo odkupilo obveznice nazaj, izhaja iz stroškov financiranja nastalih od dneva izdaje do dneva odkupa. Imetnik te zamenljive obveznice je zavarovan pred tveganjem zvišanja obrestne mere, saj lahko s prodajo take obveznice nazaj podjetju občutno skrajša rok do dospelja (Calamos, 1998, str. 37). Velja namreč, da je ob vsem ostalem enakem, tveganje spremembe obrestne mere manjše pri obveznicah s krajšim rokom dospelja kot pri obveznicah z daljšim rokom dospelja¹⁸.

Podjetje Merrill Lynch je leta 1985 predstavilo vrednostni papir LYON (*Liquid Yield Options Note*), ki je kombinacija brez kuponu zamenljive obveznice in zamenljive obveznice s prodajno opcijo (Calamos, 1998, str. 37).

- **Zamenljive obveznice, ki se zamenjajo v delnice drugega podjetja** (angl. *exchangeable convertible bonds*)

Te zamenljive obveznice se lahko zamenjajo za delnice drugega podjetja. Podjetje izda tak tip obveznic v primeru, ko je pridobilo večji sveženj delnic nekega drugega podjetja in je v njegovem interesu, da jih proda. Podjetje izdajo te zamenljive obveznice tudi zato, da preložijo plačilo davka. Davčna obveznost namreč ne nastopi takoj ob izdaji, ker je takrat v večini primerov podjetje še vedno lastnik delnic (vse dokler ni izvršena dejanska zamenjava). Tveganje, ki ga pri tem sprejema podjetje je, da zamenjava ni izpeljana, ker se cena delnice ne dvigne nad ceno zamenjave (Calamos, 1998, str. 39).

Nekatere so lahko zamenljive za navadne delnice materinske družbe. Nekaj izdaj pa je zamenljivih tudi v več delnic različnih podjetij (Fabozzi, 2000, str. 390). Teh izmenljivih obveznic ne smemo mešati z zamenljivimi obveznicami, saj gre z vidika izdajatelja v tem primeru za čisti dolžniški instrument, kar pa ni tako z vidika investitorja (Vernimmen & Quiry, 2005, str. 584).

¹⁷ Zamenljive obveznice s prodajno opcijo so prisotne tako v ZDA, kot na ostalih mednarodnih trgih, njihova uporaba pa se je še posebej razmahnila na trgih zamenljivih evroobveznic (Calamos, 1998, str. 37)

¹⁸ Daljši kot je rok dospelja, bolj rast obrestne mere zmanjšuje vrednost obveznice (Prohaska, 1999, str. 60).

- **Zamenljive obveznice z možnostjo sprememb določil** (angl. *convertibles with reset features*)

Po izdaji zamenljivih obveznic se lahko naknadno spreminjajo obrestna mera, razmerje zamenjave ali datum dospelosti, kar je možno v primeru dogodkov, ki so vnaprej določeni v prospektu. Podjetja, ki so v težavah, uporabljajo ta tip zamenljive obveznice, da lažje pridobijo investitorje in zaščitijo vrednost zamenljive obveznice v primeru nepričakovanih gibanj delnic. V tem primeru lahko podjetje poveča razmerje zamenjave in s tem poveča vrednost zamenljive obveznice (Calamos, 1998, str. 41).

- **Zamenljiva obveznica vezana na blago** (angl. *asset-linked convertibles*)

Zaradi visoke inflacije v prehodu med 70-imi in 80-imi leti prejšnjega stoletja so vlagatelji začeli vlagati svoj kapital v kovine, zato se je pojavila zamenljiva obveznica, ki je vezana na blago kot je zlato, srebro, surova nafta in nepremičnine. Taka obveznica je vsebovala kombinacijo dolžniškega vrednostnega papirja, ki se je lahko pod določenimi pogoji zamenjal v dragoceno kovino namesto v lastniški vrednostni papir. Tudi kuponska izplačila so bila lahko v obliki premoženja, čeprav so vendarle bila pogostejša denarna izplačila (Calamos, 1998, str. 49).

- **Zamenljivi vrednostni papirji z obvezo zamenjave** (angl. *mandatory convertibles*)

Gre za prednostne delnice ali obveznice, ki so po določenem obdobju avtomatično zamenjane v delnice. Imetniki teh zamenljivih papirjev pridobijo na višjem trenutnem dohodku od navadnih delničarjev, vendar le do določene omejitve, ki je postavljena na vrednost navadne delnice. Tako so pri porastu delnic upravičeni le do te postavljene meje. Če se cena delnice dvigne nad to mejo, se število delnic, ki jih prejmejo investitorji ob zamenjavi, proporcionalno zmanjša (Brealey & Myers, 2003, str. 649).

1.5 TRGI ZAMENLJIVIH OBVEZNIC

Po velikosti se trgi zamenljivih obveznic razlikujejo po državah. Največji posamični trg predstavljajo ZDA, na katerem je bilo v obdobju od 1990 do 2003 30 odstotkov vseh izdaj. Ameriški trg zamenljivih obveznic je tudi najpomembnejši, saj je na njem vrsta vzajemnih in pokojninskih skladov, ki se ukvarjajo z investicijami izključno v zamenljive vrednostne papirje. Zato ni tudi nič nenavadnega, da obširne študije, ki se ukvarjajo z vprašanjem, zakaj podjetja izdajajo zamenljive obveznice, temeljijo predvsem na ameriškem trgu. Trgu ZDA sledijo še Japonska, Južna Koreja in Kanada (glej Tabelo 1 na naslednji strani).

Japonska kot drugi največji trg zamenljivih obveznic (merjeno v izdajah v obdobju 1990-2003) ima zrel trg zamenljivih vrednostnih papirjev, katerega začetki segajo v leto 1966 z izdajo desetletnih zamenljivih obveznic podjetja Nippon Express. Je relativno bolj reguliran od ostalih in je sestavljen iz velikega števila malih izdajateljev. V osemdesetih letih je z vzponom japonskega gospodarstva postal največji trg zamenljivih obveznic na

svetu z vrhuncem v devetdesetih letih prejšnjega stoletja, s 180-timi milijardami dolarjev kapitalizacije. Leta 2002 je po kapitalizaciji zasedal tretje mesto s 109 milijardami dolarjev takoj za ZDA in Evropo (Safaty, 2002).

Tabela 1: Število izdaj zamenljivih obveznic v različnih regijah v obdobju 1990-2003

Regija	Število izdaj	% od vseh izdaj
Azija (skupaj)	2967	41,2
Japonska	1632	22,6
Južna Koreja	827	11,5
Tajvan	185	2,6
Hong Kong	110	1,5
ZDA	2166	30,0
Evropa (skupaj)	1025	14,2
Francija	216	3,0
Nemčija	158	2,2
Nizozemska	152	2,1
Velika Britanija	143	2,0
Ostali svet	535	7,4
Kanada	280	3,9
Avstralija	235	3,3

Vir: Lončarski, Horst & Veld, 2006, str. 313, tabela 12.1.

Zamenljive obveznice so postale zelo pomemben vir financiranja za podjetja v Evropi. Evropski trg zamenljivih obveznic je v zagonu od leta 1990 in je doživel izrazito rast v zadnjih 16-ih letih. Obseg zahodnoevropskih izdaj zamenljivih obveznic je porasel z 1,76 milijard dolarjev v 1990 na 19,54 milijard dolarjev v 2004. Za primerjavo - v istem časovnem razponu je obseg ameriških zamenljivih obveznic iz 10,48 milijard dolarjev porasel na 35,74 milijard dolarjev, kar kaže na to, da evropski zamenljivi trg z naglico zasleduje ameriškega. V primerjavi z ostalimi globalnimi trgi so evropske zamenljive obveznice visoke kreditne kvalitete. Velikost posameznih evropskih trgov zamenljivih obveznic se občutno razlikuje. Trga Velike Britanije in Francije, slednji je sicer najpomembnejši posamični trg zamenljivih obveznic v Evropi, skupaj predstavljata 57 odstotkov celotnega evropskega trga. Francoski trg je bil najhitreje rastoči in močno dominira pri izdajah novih zamenljivih obveznic (Bancel & Mittoo, 2004, str. 2).

2 ZNAČILNOSTI PODJETIJ, KI IZDAJAJO ZAMENLJIVE OBVEZNICE

Številni teoretični motivi napovedujejo značilnosti podjetij, za katere je primerno financiranje z zamenljivim dolgom in pogoje, pod katerimi je upravičena izdaja zamenljivih obveznic:

• Podjetja z visoko stopnjo informacijske asimetrije glede vrednosti in tveganja.

Predpostavka popolnega trga kapitala, ki odločilno vpliva na pomen strukture kapitala podjetja pri doseganju njegovega cilja poslovanja, je, da imajo vsi finančni investitorji na razpolago vse informacije o poslovanju podjetja in njegovih prihodnjih investicijskih možnostih. V realnosti je to seveda nemogoče, zato je mnogo bolj realno predpostaviti, da finančni investitorji razpolagajo z delom informacij, s popolnimi informacijami pa le menedžerji podjetja, prav tako pa mnoge akcije managerjev niso preverljive in nadzorovane, kar označujemo s pojmom »asimetrične informacije«. To dejstvo ima lahko za posledico, da je povpraševanje na primer po dolžniških vrednostnih papirjih lahko manjše ali pa večje od povpraševanja, ki bi odražalo polne informacije o poslovanju podjetja (Mramor, 1991, str. 116).

Zaradi asimetričnih informacij med managementom in investitorji pa so zunanja sredstva manj zaželeni, ker se predvideva, da so, odvisno od stopnje asimetrije, podcenjena. Zato naj bi se po teoriji vrstnega reda (angl. *pecking order theory*) podjetja pri zunanjih virih financiranja odločala najprej za navadni dolg, potem za zamenljive obveznice in nazadnje za delnice (Myers & Majluf, 1984, str. 187–221).

V prisotnosti asimetričnih informacij lahko na osnovi sestavljenosti zamenljive obveznice iz dolžniške in lastniške komponente in negotovosti glede tveganja še naprej sklepamo o značilnostih podjetij in okoliščinah, v katerih se pričakuje, da bodo izdani zamenljivi vrednostni papirji (Weston & Copeland, 1992, str. 1027). Vrednost navadnega dolga pada s tveganjem in negotovostjo poslovanja, stroški navadnega dolga pa naraščajo. Prav tako vrednost opcije narašča s tveganostjo papirja, v katerega je vgrajena. Ker pri oceni tveganja velja negotovost, vrednost in stroški navadnega dolga ter vrednost opcije varirajo v določenem razponu in le malo možnosti je, da bi se pri visoki negotovosti vzpostavili vrednost in stroški dolga, ki so pravični tako za investitorja kot izdajatelja. To možnost povečuje kombinacija navadnega dolga z opcijo, saj zmanjšuje občutljivost vrednosti in stroškov dolga na negotovost (Weston & Copeland, 1992, str. 1026).

• Problem agentov in drugi interesni konflikti med delničarji in imetniki obveznic.

V pogojih asimetričnih informacij so pogodbe med interesnimi skupinami neučinkovite in lahko vodijo do zrušenja trga. Glavna razloga sta narobe izbira in problem agentov. Prvi

nastane zaradi predhodno težko preverljivih tipov agentov¹⁹ (podjetja), s katerimi investitorji podpisujejo pogodbe. Drugi pa je posledica kasnejših nepredvidljivih akcij agentov, ki se večinoma kažejo v preračunljivosti in možnem zasledovanju lastnih interesov²⁰. Z večanjem problema agentov in narobe izbire se manjša učinkovitost financiranja podjetja, ker to postane dražje predvsem zaradi nezmožnosti principalov v razlikovanju med dobrimi in slabimi podjetji, saj lahko slednji posnemajo dobra podjetja. Posledično tudi ne pride do najboljše izbire, zato dobra podjetja poskušajo poslati signal trgu, ki jih pomaga ločevati. Kot signal lahko služi način financiranja in sestava strukture kapitala. Da pa je tako signaliziranje kredibilno, mora biti visoko stroškovno, da jih slaba podjetja ne zmorejo posnemati. V tem smislu je lahko izdaja dolga dober signal, saj za dobro podjetje to ne predstavlja velike nevarnosti finančne stiske kot recimo za slabo podjetje (Lončarski et al., 2006, str. 316).

Ko tvegana podjetja prodajajo dolg, lahko pričakujemo vključeno neko obliko opcije z namenom, da zmanjšajo problem agentov. Vodstvo podjetja z dolžniškim financiranjem ima namero, da zviša tveganje investicijskim programom na način, da podjetje sprejema tudi bolj tvegane projekte. Prevezemanje bolj tveganih projektov pa je prav tako v prid delničarjem. Delničarji so namreč naklonjeni povečevanju tveganja poslovanja zaradi njihove omejene odgovornosti in ker se s tem povečuje potencial njihovih večjih kapitalskih dobičkov. Taka motivacija pa škodi lastnikom obveznic, saj se vzporedno s tem zmanjšuje vrednost obveznic. V primeru, če visoko tvegani projekti uspejo, so delničarji nagrajeni s participacijo pri delitvi dobička, obvezničarji pa ne, ampak se morajo zadovoljiti s fiksnim donosom kuponskih obresti. Obvezničarji lahko ta predvidevanja vključijo v svoja pričakovanja, kar posledično zviša stroške navadnega dolga. Podjetja se lahko izognejo takim zahtevam obvezničarjev po višjih kuponih z izdajo zamenljivih obveznic, saj je njihova vrednost manj občutljiva na spremembe v tveganosti poslovanja in imetnikom preko opcije zamenjave omogočajo participacijo pri kapitalskih dobičkih iz naslova navadnih delnic.

Med obvezničarji in delničarji poleg konflikta prevzemanja večjega tveganja prihaja tudi do drugih konfliktov. Eden takšnih so tudi prejemki visokih dividend delničarjev ali odprodaja delov podjetja. To prav tako škodi obvezniškim vlagateljem, saj se na ta način zmanjšujejo njihova »zaščitna« sredstva. Take akcije lastnikov lahko vključijo investitorji v svoja pričakovanja, kar posledično pomeni zvišanje stroškov financiranja z navadnim dolgom. Uporaba zamenljivih obveznic lahko zmanjša tudi te stroške, ki so povezani s problemom agentov (Weston & Copeland, 1992, str. 1027).

¹⁹ S pojmom agenti označujemo tiste ljudi (skupine ljudi), ki jih drugi ljudje (skupine ljudi) pooblastijo, da za njih opravljajo določene funkcije. Na primer: imetniki dolžniških vrednostnih papirjev »pooblastijo« imetnike lastniških vrednostnih papirjev za nadzor nad izposojenimi sredstvi, ti nato pooblastijo upravni odbor, da upravlja z njim, ta pa naprej managerje za vodenje poslovanja.

²⁰ To je predvsem takrat, ko je lastniška funkcija vsaj delno ločena od upravljalke, torej v primeru, ko managerji niso stoddostni lastniki podjetja in premoženjsko ne odgovarjajo za vse posledice svojih odločitev. Vprašanje, ki se tu pojavlja, je, ali agenti, ki sicer morajo skrbeti za koristi lastnikov, to resnično počnejo ali istočasno delujejo tudi v maksimiranju lastnih koristi.

- **Podjetja z visokim operativnim tveganjem in nizko vrednostjo delnic in obveznic.**

Nizka vrednotenja delnic in obveznic kažejo na visoko negotovost o prihodnosti podjetja. Tako visoko tvegano podjetje mora plačati več za svoje financiranje od podjetja s povprečnim tveganjem. Če izda zamenljive obveznice, se lahko financira ceneje. Pri tem pa nižja kuponska obrestna mera lahko zmanjša verjetnost bankrota in vseh z njim povezanih stroškov ter stroške, ki so posledica asimetričnih informacij med podjetjem in investitorji (Weston & Copeland, 1992, str. 1027).

- **Podjetja z investicijsko dejavnostjo na mednarodnih trgih ali drugih okoljih z visoko negotovostjo.**

Visoka negotovost in mednarodno okolje predstavljata večje tveganje za lastnike obveznic. To tveganje se kaže v nevarnosti neugodnih politik tujih vlad in v neprestanih spremembah tečajnih razmerij.

- **Podjetja z manjšo potrebo po davčnem ščit.**

Ko je opcija vključena v obveznico, so nominalni stroški obresti znižani. Davčni ščit, ki izhaja iz teh plačil, je na ta način zmanjšan. Na prvi pogled predstavlja to slabost za podjetje, vendar je možnost, da podjetje ne potrebuje takega davčnega ščita predvsem zaradi prejšnjih izgub ali velikih davčnih ščitov iz naslova investicijskih kreditov ali pospešene devalvacije. Podjetja z manjšo potrebo po davčnem ščitu so, v primerjavi z navadnim dolgom, bolj nagnjena k izdaji dolga z opcijami, kot so to zamenljive obveznice (Weston & Copeland, 1992, str. 1027).

Tipični kandidati za financiranje z zamenljivimi obveznicami so:

- majhna podjetja,
- hitro rastoča podjetja, ki
- imajo velike apetite po kapitalu, kar pomeni, da
- imajo visoke stopnje tveganja ter
- visoko nestanovitnost prihodkov in denarnega toka.

Financiranje z zamenljivimi obveznicami omogoči, da si taka podjetja lahko sposojajo z manjšim izpostavljanjem tveganju neizpolnjevanja obveznosti, ki ima v podjetju pomembno vlogo, saj visoka rast in tvegano poslovanje zvišujejo vrednost opciji zamenjave, kar pa znižuje obresti oz. kuponska plačila in s tem odtok denarja iz podjetja (Damodaran, 2001, str. 501).

Taka podjetja imajo primerjalno prednost na trgu zamenljivih vrednostnih papirjev, ker:

- nimajo dolge zgodovine poslovanja in imajo nestanovitne strukture kapitala, zaradi česar morajo ponuditi višje kupone,
- lahko spremenijo visoko nestanovitnost v prednost, saj so nakupni boni dražji,

- ko podjetje raste, lahko investitorje prisili v zamenjavo, kar bo okrepilo bazo lastniškega kapitala v trenutku, ko je najbolj potrebno.

Primerjava med študijami za zahodno Evropo in študijami, ki temeljijo na podatkih za ZDA, je pokazala, da so ameriška podjetja majhna in hitro rastoča z veliko stopnjo tveganja²¹ (Essig, 1991; Lewis, Rogalski & Seward, 1999), medtem ko so evropski izdajatelji zamenljivih vrednostnih papirjev zelo velika podjetja, podjetja s tradicijo in tudi finančno zdrava (Bancel & Mittoo, 2004). Tipična ameriška podjetja imajo povprečno vrednost sredstev nekje 1 milijardo dolarjev (Mayers, 1998; Lewis et al., 1999), medtem ko so evropska podjetja vsaj petkrat večja.

Večje je podjetje, manjše so stopnje asimetričnih informacij glede vrednosti in tveganja, zato raziskava Dutordoir in Van de Gucht (2006) kaže, da se evropski izdajatelji zamenljivih papirjev ne srečujejo z visokimi stroški privabljanja investitorjev v nakup obveznic in delnic, kar je v neskladju s tipičnimi značilnostmi podjetij, ki so primerni kandidati za izdajo zamenljivih obveznic, kot smo jih navedli. Tudi Brennan in Schwartz (1988) v svoji študiji trdita, da ni nobenega razloga, da bi takšna finančno zdrava podjetja izdajala zamenljive obveznice. To si lahko razlagamo tako, da so celotna sredstva evropskih izdajateljev navadnega dolga in lastniškega kapitala tudi občutno večja od sredstev izdajateljev navadnega dolga in sekundarnih javnih ponudb delnic (SEO) v ZDA. Kot kaže, je velikost bolj splošna lastnost evropskih izdajateljev vrednostnih papirjev kot pa specifična lastnost evropskih izdajateljev zamenljivega dolga (Dutordoir & Van de Gucht, 2006, str. 13).

Pagano, Panetta in Zingales (1998) so mnenja, da velikost evropskih izdajateljev vrednostnih papirjev lahko pripišemo pomanjkanju pravnega varstva pravic manjšinskih investitorjev v Evropi. To je ovira za majhna in mlada evropska podjetja, da dostopajo do javnih kapitalskih trgov.

Okoliščine, v katerih je izdaja zamenljivih obveznic bolj verjetna, so tudi:

- **obdobja splošne negotovosti v gospodarstvu**

Obdobja splošne negotovosti v gospodarstvu so še posebej neugodna za lastnike obveznic. Visoka inflacija zmanjšuje povpraševanje po obveznicah. Obdobja recesije pa prinašajo nevarnost, da podjetje ne bo zmoglo plačevati obresti na izdani dolg. V teh razmerah je uporaba dolga s kakršnokoli obliko opcije, kot so na primer zamenljive obveznice, bolj verjetna (Weston & Copeland, 1992, str. 1027).

²¹ Več kot 50 odstotkov trga zamenljivih obveznic v ZDA sestavljajo hitro-rastoča podjetja v tehnoloških, telekomunikacijskih, medijskih in zdravstvenih sektorjih.

- **finančni šoki**

Pomemben razlog za izdajo zamenljivih obveznic so tudi finančni šoki, ki lahko doletijo podjetje. Upravljanje z ravnovesjem med dolgom in lastniškim financiranjem, ki ga z možnostjo odpoklica omogočajo zamenljive obveznice, je ključnega pomena v takšnih razmerah. Finančne šoke spremlja nepričakovano zvišanje obrestih mer ali nepričakovan upad uspešnosti poslovanja. Zamenljive obveznice lahko omilijo te probleme. Če v teh primerih cena delnic ne naraste nad ceno zamenjave, se mora podjetje soočiti z dolgom. Kljub temu pa je v prednosti, saj je cena dolga nižja, kot če bi ga financiralo z izdajo navadnih obveznic (Calamos, 1998, str. 371).

Vpliv makroekonomskih razmer ima določen vpliv na izbiro financiranja z zamenljivim dolgom. Povečana izdaja zamenljivega dolga v primerjavi z navadnim dolgom je povečana v obdobjih splošno nizkih izdaj navadnega dolga. To so obdobja z večjim tveganjem, povezanim z dolžniškim financiranjem, ko podjetja težje privabijo investitorje.

Odločitve vodstva glede financiranja z zamenljivim dolgom so odvisne tudi od zaščitne zakonodaje za delničarje in obvezničarje v državi, kjer podjetje posluje (Dutordoir & Van de Gucht, 2006, str. 30).

3 MOTIVI ZA IZDAJO ZAMENLJIVIH OBVEZNIC

3.1 TRADICIONALNI MOTIVI²²

Razlogi za izdajo zamenljivih obveznic niso vedno jasni. Nekatera podjetja so uporabo zamenljivih vrednostnih papirjev sprejela, druga pa ignorirajo njihove koristi. Glavni motiv je zbiranje kapitala, ki ga podjetje potrebuje za poslovanje in investicije. Pri tem so podjetja vedno pozorna na stroške, saj lahko pri tveganem financiranju z zadolževanjem zaidejo v finančno stisko ali še naprej v bankrot. Vodstvo podjetja zato zasleduje cilj, da bi te stroške čimbolj zmanjšalo. Kot tradicionalne razloge, zakaj se podjetje odloči za izdajo zamenljivih obveznic, finančna literatura navaja predvsem prednost nižjih kuponskih obrestnih mer, torej kot sredstvo cenejšega financiranja v primerjavi s stroški navadnega dolga, in ceno zamenjave, ki predstavlja premijo nad tekočo tržno ceno navadne delnice. Tako na primer podjetje izda zamenljivo obveznico s 3 do 4 odstotnimi točkami nižjo kuponsko obrestno mero kot pri navadni obveznici in premijo od 20 do 25 odstotkov trenutne cene delnice. Če se cena delnice poviša in je zamenjava izvršena, so stroški financiranja od 20 do 25 odstotkov nižji, kot če bi podjetje namesto zamenljivih obveznic izdalo delnice. Če pa cena delnice nikoli ne doseže cene zamenjave in je imetnik

²² Poimenovanje »tradicionalni motivi« uporabimo zaradi praktičnih pogledov na izdajo zamenljivih obveznic, ki jih v ospredje postavlja strokovna finančna literatura. V nadaljnjem besedilu bomo uporabili tudi izraz »praktični motivi«.

zamenljive obveznice poplačan ob dospelju, potem je bil cilj podjetja izpolnjen, saj je na financiranju privarčevalo od 3 do 4 odstotne točke.

3.1.1 Nižja kuponska obrestna mera

Argument, da lahko z zamenljivimi obveznicami izdajatelj privabi dolg po nižji obrestni meri, temelji na dejstvu, da je kuponska obrestna mera na zamenljive obveznice nižja od kuponske obrestne mere, ki jo mora plačati podjetje za navadni dolg.

A vendar je zmotno splošno prepričanje, da so zamenljive obveznice oblika poceni financiranja, samo na podlagi tega, ker je njihova kuponska obrestna mera nižja od kuponske obrestne mere navadne obveznice. Ta teorija ni popolna, saj zanemari stroške, ki so povezani z njeno zamenljivo naravo. Samo obveznice, ki dospejo ali so odpoklicane, ko je cena delnice pod ceno zamenjave, potem ko že postanejo odpoklicne, dejansko predstavljajo poceni zadolževanje (Calamos, 1998, str. 368).

Na zamenljive obveznice je mogoče gledati kot na paket navadnega dolga in pripadajočih nakupnih bonov. Gre torej za hibridni vrednostni papir z lastnostmi navadnega dolga in lastnostmi lastniškega kapitala. Iz tega sledi, da se strošek zamenljivih obveznic lahko izračuna kot tehtano povprečje²³ stroškov navadnega dolga in stroškov lastniškega kapitala (Vernimmen, 2005, str. 586) ali bolj natančno, strošek predstavlja tehtano povprečje določenih stroškov obresti na navadni dolg in vrednosti priključene opcije (Weston & Copeland, 1992, str. 1026). Financiranje z zamenljivimi obveznicami je lahko dražje od lastniškega financiranja, v kolikor obveznica dolgo obdobje ni zamenjana v delnice. Vendar pa je to v večini primerov malo verjetno, saj bi sedanja vrednost stroškov kuponskih obresti po davkih potrebovala mnogo let, da bi kompenzirala premijo, prejeta za opcijo zamenjave (Calamos, 1998, str. 382).

3.1.2 Premija nad tekočo tržno ceno delnice

Argument, da lahko podjetje privabi lastniški kapital po višji ceni kot je tržna cena delnic na dan izdaje zamenljivih obveznic, temelji na dejstvu, da je cena zamenjave ponavadi višja od trenutne tržne cene. Cena zamenjave je cena, za katero lahko imetniki zamenljivih obveznic kupijo delnice. Pri tem vodstvo podjetja pričakuje zadostno povečanje cene delnice in s tem ustrezno privlačnost zamenjave, ki jo sicer lahko tudi pospeši s predčasnim odkupom zamenljivih obveznic.

²³ Tehtanje ustreza verjetnosti, da bo zamenljiva obveznica dejansko zamenjana.

Te prednosti, ki jih zaradi lastnosti zamenjave imajo zamenljivi vrednostni papirji, se lahko obrnejo tudi v slabost, saj je z izvršitvijo zamenjave izgubljena prednost nižjih obrestnih mer. Slabost zamenljivih papirjev se pokaže tudi v primeru, ko je v interesu podjetja, da poveča svoj lastniški kapital, vendar cena delnice po izdaji zamenljivih obveznic ne naraste dovolj, torej ne preseže cene zamenjave in podjetje na ta način ostane zadolženo. V kolikor pa delnice močno porastejo, bi pa bilo za podjetje bolj ugodno, da bi se zadolžilo z navadnim dolgom in strošek višje obrestne mere in dolga pokrilo z izkupičkom prodaje navadnih delnic (Veselinovič, 1990, str. 141).

3.1.3 Kritika tradicionalnih motivov

Poleg tega pa obe trditvi, torej trditev, da naj bi zamenljive obveznice nudile možnost podjetju, da izda lastniški kapital po višji ceni od trenutne tržne cene delnice, in trditev, da ima podjetje možnost, da privabi dolžniški kapital po nižji obrestni mer, zavračajo akademiki, ki so mnenja, da se cena zamenjave ne sme primerjati s trenutno tržno ceno delnice in da je nižja kuponska obrestna mera na zamenljive obveznice posledica dejstva, da imetnik zamenljive obveznice dobi opcijo za nakup delnic v prihodnosti, ampak ker je opcija pravica in ne obveznost, ima opcija vrednost, ki je plačana s strani imetnika zamenljive obveznice, ko ta sprejme nižjo obrestno mero (Lončarski et al., 2006, str. 312).

3.2 TEORETIČNI MOTIVI

Teoretiki so šli dalje v iskanju razlogov, ki vodijo podjetja k izdaji zamenljivih obveznic. Razpoložljive teoretične razlage, ki govorijo v prid uporabe zamenljivega dolga, poudarjajo uporabnost zamenljivih obveznic pri zmanjšanju stroškov zunanjega dolga in lastniškega kapitala, ki izvirajo iz nepopolnostih na kapitalskih trgih. Te nepopolnosti se, kot smo že omenili, kažejo v asimetričnih informacijah in problemu agentov.

3.2.1 Teorije, ki temeljijo na informacijski asimetriji

3.2.1.1 Model ocenjevanja tveganja (angl. *Risk estimation*)

Brennan in Schwartz²⁴ (1988, str. 55–64) in Brennan in Kraus (1987, str. 1225–1243) so razvili model, ki pojasnjuje izbiro instrumentov financiranja v primeru, ko je med investitorji in managerji informacijska asimetrija glede tveganja in donosnosti podjetja in

²⁴ Brennan in Schwartz (1988) trdita, da je možnost zamenjave edini razlog, zaradi katerega so investitorji pripravljeni plačati več za zamenljivo obveznico. To pomeni, da v primerjavi z navadno obveznico sprejmejo nižjo kuponsko obrestno mero. Stroški so ocenjeni kot tehtano povprečje stroškov opcije zamenjave in stroškov navadnega dolga.

njegovih investicijskih projektov. Ta povzroča finančne in investicijske neučinkovitosti, ki jih lahko zamenljivi vrednostni papirji zmanjšajo.

V modelu ocenjevanja tveganja zamenljivi dolg zmanjšuje stroške narobe izbire, ki izvirajo iz negotovosti ne samo sedanjega, ampak tudi prihodnjega poslovanja podjetja. Cilj podjetja je tudi, da maksimira razliko med vrednostjo sredstev pridobljenih prek investorjev in pravo vrednostjo financiranja pri posredovanih vseh informacij o podjetju. V ravnovesju pa je vsaka finančna strategija izbrana s strani najmanj primernega podjetja za to finančno strategijo. Ker se vsako podjetje izpostavi z izbiro svoje finančne strategije, ki je odvisna od narave asimetričnih informacij, lahko zamenljive obveznice²⁵ uspešno rešijo te probleme povezane z napačno izbiro (Lončarski et al., 2006, str. 317).

Odločitev o roku dospelosti zamenljive obveznice lahko prenese informacijo investorjem glede tveganja prihodnjih operacij in donosnosti (Lewis et al., 1998, str. 32-59). Pri tem daljša obdobja dospelja vključujejo tudi večje tveganje v spremembi investicijske politike. Izdaje z daljšim rokom dospelja so zato primernejše za majhna podjetja z velikim finančnim vzvodom in visokim potencialom rasti. In kot smo že omenili, v tem modelu ni relevantno le tveganje obstoječih operacij, ampak tudi tveganje vseh prihodnjih operacij, v katera bo vpleteno podjetje v času življenjske dobe zamenljive obveznice.

Kjer obstaja taka negotovost glede tveganja, novi obvezničarji zahtevajo dodatno premijo nad obrestno mero, ki bi jo sicer zahtevali, če bi bili popolno informirani o tveganjih podjetja. Ta teoretični model predvideva, da lahko podjetja ta problem narobe izbire rešijo tako, da namesto navadnih obveznic izdajo zamenljive obveznice zato, ker je prednost dobro oblikovane zamenljive obveznice v tem, da njena vrednost ni toliko občutljiva na spremembe v tveganosti podjetja. Spomnimo, da je zamenljiva obveznica sestavljena iz dolžniške in lastniške komponente. Zviševanje tveganja v poslovanju podjetja zvišuje vrednost lastniški komponenti in zmanjšuje vrednost dolžniški komponenti zamenljive obveznice. Ta negativni vpliv na obvezniško komponento, ki sledi povečanju tveganosti, je tako deloma nadomeščen s pozitivnim vplivom, ki ga ima povečanje tveganosti podjetja, na delniško komponento. Tako je skupna vrednost izdaje zamenljivih obveznic manj prizadeta zaradi tveganosti podjetja izdajatelja.

Kot smo že omenili, je negotovost investorjev glede tveganja povezana tudi z velikostjo, stopnjami rasti in stopnjo zadolženosti podjetja. Za velika in zrela podjetja z visokim kreditnim ratingom naj bi imeli investitorji v času življenjske dobe obveznice, dovolj dobro predstavo o tveganosti projektov (tako obstoječih kot prihodnjih), zato ta teorija predvideva predvsem manjša in hitro rastoča podjetja kot idealne kandidate za izdajo zamenljivih obveznic, saj je pri teh težje predvideti prihodnje investicijske odločitve (Lewis et al., 1998, str. 32-59).

²⁵ Poleg zamenljivih obveznic še podrejene obveznice in obveznice z nakupnimi boni.

3.2.1.2 Teorija signalov (angl. *Signalling theory*)

Vrednost podjetja je odvisna od ocene ponudnikov kapitala o njegovem zdravju in prihodnjih poslovnih možnostih. Ta ocena nastane na podlagi nepopolnih informacij, ki jih imajo finančni investitorji o podjetju. Popolne informacije imajo le managerji, ki lahko z določenimi poslovnimi potezami (»signali«) vplivajo na to oceno²⁶. Ena izmed takšnih poslovnih potez je sprememba obsega financiranja z dolžniškimi vrednostnimi papirji. Povečanje obsega izdanih dolžniških vrednostnih papirjev podjetja bo predstavljalo signal trgu kapitala, da ima vodstvo dodatne, bolj obetavne informacije glede nadaljnega poslovanja podjetja, kot pa finančni investitorji. Investitorji so mnenja, da je podjetje dovolj finančno zdravo in investicijski projekti dovolj obetavni, da si lahko privošči dodatno zadolževanje. Trg kapitala se bo odzval z večjim povpraševanjem po dolžniških vrednostnih papirjih. To povpraševanje se poveča za toliko, da pri povečanem obsegu izdanih dolžniških vrednostnih papirjih podjetje doseže svojo optimalno strukturo kapitala in zato tudi svojo največjo vrednost, managerji pa najvišji možni osebni dohodek (Mramor, 1991, str. 118).

Napoved izdaj ima ponavadi negativne učinke pri vseh vrstah vrednostnih papirjev²⁷. Pričakuje se, da so ti učinki, merjeno v dvodnevem trgovalnem obdobju (dan -1 do 0), najslabši pri izdajah navadnih delnic, kjer empirične ugotovitve kažejo največji povprečni negativni učinek na ceno delnice (angl. *Average abnormal return - AAR*) v velikosti -3,14 odstotkov, nekoliko boljši za izdaje zamenljivih obveznic, kjer ta odstotek znaša -2,07, najmanj negativne učinke pa naj bi imele izdaje navadnih obveznic z -0,26 odstotka (Smith, 1986, str. 3-29). Lončarski et al. (2006, str. 321) so na podlagi več empiričnih študij, ki so bile opravljene na trgu ZDA, tudi izračunali tehtano povprečje premoženjskih učinkov, ki jih povzroča napovedana izdaja zamenljivih obveznic. To znaša -1,63 odstotkov, medtem ko so se rezultati individualnih študij sicer gibali med -0,6 in -3 odstotki.

Izbira podjetja o načinu financiranja služi trgu kapitala kot signal o tipu podjetja, namreč v ravnotežju, kjer principal določa tip agenta na podlagi njegovih akcij, dobra podjetja izdajajo navadne obveznice, srednje kvalitetna podjetja izdajajo zamenljive obveznice in slaba podjetja izdajajo delnice. Ta pričakovanja sovpadajo z modeli narobe izbire iz teorije o optimalni strukturi kapitala.

²⁶ Da imajo managerji interes dajati samo pravilne signale finančnim investitorjem, zagotavlja (dokaj nerealna) predpostavka, da le-ti niso hkrati lastniki vrednostnih papirjev in zato nimajo motiva dajati napačne informacije trgu kapitala ter z ustreznimi nakupi in prodajami vrednostnih papirjev iztržiti kapitalni dobiček.

²⁷ Nekateri študije računajo tudi negativne premoženjske učinke ob dejanski izdaji. Razlog za to je, da so nekateri detajli, kot je na primer razmerje zamenjave in kuponska obrestna mera, ponujeni na datum izdaje. V splošnem so negativni premoženjski učinki (trg ZDA) opazno bolj negativni v obdobju napovedanih izdaj in manj negativni v obdobju dejanskih izdaj (Cheng, Visaltanachoti & Kesayan, 2005).

Izdaja zamenljivih obveznic in še posebno razmerje zamenjave, ki je ponavadi postavljeno ob najavi izdaje, naj bi signaliziralo tip podjetja v modelu Kima (1990, str. 229–243). Kim (1990) je na podlagi signalnega ravnotežja pojasnjeval tržne reakcije, ki sledijo napovedim o načinu financiranja podjetja. V njegovem modelu podjetje lahko izda enega od naslednjih vrednostnih papirjev: zamenljive obveznice z različnim razmerjem zamenjave, navadne obveznice ali delnice. Pri izdaji zamenljivih obveznic razmerje zamenjave služi kot signalna napoved prihodnjih zaslužkov podjetja. V signalnem ravnovesju naj bi nižji pričakovani dobiček pri najslabših podjetjih spodbudil večja menjalna razmerja, kar pomeni več delnic za obveznico in posledično tudi delitev kapitalnega dobička med relativno večje število novih delničarjev. Po tem teoretičnem modelu bodo podjetja, ki pričakujejo najvišje zaslužke, kot vir financiranja uporabljala navadni dolg. Podjetja, ki pričakujejo najnižje zaslužke, pa se bodo financirala z lastniškim kapitalom. Na temelju signalnega ravnotežja Kim predvideva, da se ob napovedani izdaji zamenljivih obveznic, nenavadna negativna reakcija poveča v absolutnem znesku z razmerjem zamenjave.

Model torej prinaša preverljivo hipotezo, da so nenavadni premoženjsko negativni učinki na cene delnic ob napovedanih izdajah zamenljivih obveznic negativno povezani z razmerjem zamenjave, saj se višjih razmerij zamenjave poslužujejo predvsem slabša podjetja (Lončarski et al., 2006, str. 318).

3.2.1.3 Model odložene izdaje lastniškega kapitala (angl. *Delayed equity financing*)

Stein (1992, str. 3-21) obravnava zamenljiv dolg kot odložen lastniški kapital, ki ga podjetja izdajajo v situacijah, ko je zaradi asimetričnosti informacij med managerji in investitorji navaden kapital neprivlačen zaradi velikih stroškov izdaje in razpršitve²⁸. V primeru, da ima podjetje privatne informacije o podcenjenosti svojih delnic, se hoče izogniti izdaji le-teh. Hkrati pa želi minimizirati tudi stroške finančne stiske, ki spremljajo izdajo navadnega dolga. Zamenljivi dolg je »odložen« lastniški kapital, ki tako povzroči manjše stroške v primerjavi z izdajo navadnega dolga in vsebuje manjšo podcenjenost od delnic. Pri tem je nujno, da podjetje izda zamenljive obveznice z odpoklicno opcijo, ker uporaba poziva k odpoklicu, omogoči izsiljeno zamenjavo. Tak način financiranja Stein imenuje tudi financiranje »skozi zadnja vrata« (angl. *»back door« financing*).

Zamenljive obveznice tako služijo kot indirektni mehanizem za implementacijo lastniškega financiranja, ki povzroči manj negativnih reakcij na ceno delnice kot izdaja navadnih delnic (Stein, 1992, str. 19).

V podporo tej Steinovi (1992) hipotezi je empirični dokaz Smitha (1986), ki poroča o povprečni -2,07 odstotni nenavadni premoženjski reakciji, ki sledi izdaji zamenljivih obveznic, v primerjavi z -3,14 odstotno ob izdaji navadnih delnic. Glede na to, da ima

²⁸ Steinov model je hkrati tudi signalni model, ki smo ga že spoznali.

izdaja zamenljivih obveznic manj negativnih reakcij na ceno delnice, se pojavlja vprašanje zakaj se ne vsa podjetja, ki se v končni fazi želijo financirati z lastniškim kapitalom, odločijo za izdajo zamenljivih obveznic in kasneje izpeljejo izsiljeno zamenjavo. Stein (1992) je mnenja, da vsa podjetja ne pričakujejo, da bo cena delnice v prihodnosti zrasla dovolj visoko, kot je potrebno za zamenjavo. Za taka podjetja je izsiljena zamenjava le malo verjetna, zato se ne odločijo za zamenljive obveznice, saj obstaja velika verjetnost finančne stiske. Ampak podjetja, ki izdajo zamenljive obveznice in kasneje izpeljejo izsiljeno zamenjavo, so deležna negativnih reakcij na ceno delnice dvakrat. Prvič ob izdaji in drugič ob pozivu k odpoklicu. Mikkelsen (1981, str. 31-60) ugotavlja, da je druga negativna reakcija na ceno delnice približno -2,08 odstotna.

Ta indirektni način pridobivanja lastniškega kapitala naj bi torej zmanjšal stroške narobe izbire in negativne učinke najav izdaje navadnih delnic ter oslabil visoke stroške pričakovane finančne stiske (Lewis et al., 1998, str. 32-59). Ker ima zamenljiva obveznica manjšo komponento dolga od navadnega lastniškega kapitala, je manj verjetno, da bo signal razumljen kot precenjevanje podjetja, kar povzroči manjše stroške narobe izbire.

V Steinovem teoretičnem modelu sta dva vidika financiranja z zamenljivimi obveznicami zelo pomembna (Calamos, 1998, str. 370):

- prvič, zamenljive obveznice imajo skoraj vedno možnost odpoklica²⁹, ki daje možnost podjetju, da prisili imetnika obveznice v predčasno zamenjavo in
- drugič, da pretirano zadolževanje lahko povzroči resne finančne probleme.

Ta teorija poudarja, da je financiranje z zamenljivimi obveznicam lahko ugodno, če je zadolženo podjetje, optimistično glede prihodnjega poslovanja in prihodnje cene delnic. Gre za podjetja, ki nujno potrebujejo kapital za svojo rast in lahko z zamenljivimi obveznicami kontrolirajo razmerje med dolžniškim in lastniškim financiranjem. Če se cena delnic dvigne, je izvršena zamenjava, potrebe po novem kapitalu pa lahko podjetje zadovolji z novimi izdajami zamenljivih obveznic (Calamos, 1998, str. 371).

Pomembnost nakupne opcije s strani podjetja je v možnosti, da izdajatelj zamenja dolg z lastniškim kapitalom. Predvideva se, da hoče podjetje, ki je izdalo zamenljive obveznice, da investitorji zamenjajo dolg v delnice kar se da hitro³⁰. Večina zamenljivih obveznic ima opcijo odpoklica oziroma nakupno opcijo, ki ne presega obdobja treh let. Nekatere imajo tudi pogojno nakupno opcijo (angl. *Provisional call*), ki omogoči še zgodnejši odpoklic, če cena delnice občutno naraste nad ceno zamenjave. Nakupna opcija je jasen indikator, da

²⁹ Spomnimo, da predpostavljamo ameriški trg zamenljivih obveznic, kjer je večina zamenljivih obveznic odpoklicnih.

³⁰ Dolžina obdobja zaščite pred odpoklicem je v tem primeru lahko informativen indikator, kako management gleda na gibanje cene delnic v prihodnje. Glede na to se pričakuje, da izdajatelji z boljšimi informacijami uporabljajo krajša obdobja zaščite pred odpoklicem (Lewis et al., 1998, str. 39).

podjetja gledajo na zamenljivo financiranje kot na alternativo lastniškemu kapitalu. Pogoji zamenjave se lahko tudi razlikujejo (Calamos, 1998, str. 370).

Finančna teorija navaja, da je optimalna točka, ko naj podjetje odpokliče obveznico, takrat, ko je cena zamenjave enaka ceni delnice. V praksi pa podjetja z odpoklicem počakajo ponavadi do točke, kjer cena delnice preseže ceno zamenjave v povprečju za 43,9 %. (Calamos, 1998, str. 370). Velik odpoklic zamenljivih obveznic zahteva 30-dnevno naznanilo, da se zagotovi, da delnice ne bodo padle in povzročile, da cena zamenjave pade pod ceno odpoklica. Z vidika podjetja je najbolj pomembno, da pride do zamenjave dolga za lastniški kapital.

3.2.2 Teorije, ki temeljijo na problemu agentov

3.2.2.1 Model prenosa tveganja (angl. *Risk-shifting*)

Green (1984, str. 115-136) razlaga, da so zamenljive obveznice primeren instrument za podjetja, ki hočejo zmanjšati stroške, ki so posledica nadomeščanja trenutnih projektov z bolj tveganimi. Namreč, ko je podjetje zadolženo, imajo delničarji motivacijo, da podjetje sprejema takšno investicijsko politiko, ki ne nujno maksimizira vrednost podjetja, kot je na primer preveliko investiranje v tvegane projekte. S prenosom bogastva stran od obvezničarjev ta investicijska politika koristi predvsem delničarjem. Green pa pokaže, da uporaba opcije zamenjave³¹ lahko v določenih pogojih povrne motivacijo po sprejemanju projektov, ki povečujejo vrednost.

Le pravilno strukturirana zamenljiva obveznica lahko zmanjša pohabljanje teh investicijskih motivov, ki so posledica tveganega dolga in tveganih investicijskih možnosti. Z menjavanjem parametrov v strukturi zamenljive obveznice vodstvo podjetja kontrolira obliko preostalega zahtevka³² (angl. *Residual claim*) in zmanjša motivacijo po čezmernem investiranju v tvegane projekte, saj je s številčno večjim lastništvom, ki nastane po zamenjavi, zmanjšan dobiček obstoječih delničarjev (Lewis et al., 1998, str. 32-59).

Delničarji so, tudi zaradi njihove omejene odgovornosti, bolj naklonjeni možnostim, da podjetje sprejema bolj tvegane projekte namesto manj tveganih. Take zahteve po maksimiranju vrednosti podjetja in lastniškega kapitala lahko pri tvegani zadolženosti podjetja pripeljejo do problema agentov. Greenov model (1984) predpostavlja, da izdaja zamenljivih obveznic ali kombinacije dolga z nakupnimi boni lahko zmanjša te probleme, če se posvečamo problemu agenta in problemu financiranja istočasno³³. Le tako lahko

³¹ V Greenovem modelu ves tvegan dolg vključuje opcijo zamenjave, kar pokaže, da privilegij zamenjave zmanjšuje motivacijo po bolj tveganih projektih.

³² Zahtevki po proporcionalnem deležu po tem, ko so bile vse prioritete obveznosti podjetja poplačane.

³³ Greenova analiza se odmakne od drugih problemov, ki zadevajo koncept problema agentov, kot je recimo problem premajhnega investiranja, zato model ne odpravi vseh agentnih stroškov.

spodbudimo drugačne namere in zmanjšamo spodbude delničarjev po prevzemanju tveganja, saj bi si, kot smo že omenili, obstoječi delničarji morali prihodnje potencialne dobičke deliti z novimi delničarji, ki bi nastali po zamenjavi.

Da bodo ti instrumenti imeli željeni učinek, je pri financiranju z zamenljivimi obveznicami in obveznicami z nakupnimi boni treba upoštevati delitev kapitalskega dobička, ki navzgor ni omejen, mora pa obstajati spodnja meja oz. zagotovljen zaslužek, za katerega je plačana fiksna obrestna mera (opcija ni izvršena).

3.2.2.2 Teorija zaporednega financiranja (angl. *Sequential financing*)

Mayersova teorija zaporednega financiranja temelji na negotovosti glede vrednosti prihodnjih investicijskih možnosti. Tu lastnost zamenljivosti pri zamenljivih obveznicah rešuje prihodnje finančne probleme³⁴. Mayers (1998, str. 83-102) pokaže, da je zamenljivi dolg bolj primeren od kratkoročnih ali dolgoročnih obveznic za financiranje zaporedja investicijskih možnosti, ki so negotove vrednosti. Na eni strani lahko tako financiranje zmanjša stroške, ki so povezani z večkratnimi ponudbami kratkoročnega dolga, saj zamenjava pušča sredstva v podjetju. Na drugi strani pa nasprotno od dolgoročnih obveznic zamenljive obveznice z vračanjem sredstev k obvezničarjem preko odkupa, ko investicijska možnost nima vrednosti, kontrolirajo tendenco delničarjev po prekomernem investiranju v projekte z negativno neto sedanjo vrednostjo. Za razliko od Brennana in Schwartza, Brennana in Krausa in Greena, je kritična predpostavka Mayersa, podobno kot Steina, da so zamenljive obveznice odpoklicne. Namreč, ko se investicijska možnost izkaže za vrednostno, lahko podjetje z odpoklicem izpelje izsiljeno zamenjavo.

Zaradi agentnih stroškov, ki nastajajo med managementom in investitorji, je financiranje podjetja oziroma projektov občasno. Podjetje izda zamenljive obveznice v začetni fazi projekta, za katerega se pričakuje, da bo v prihodnosti potreboval dodatno financiranje. Podjetje sestavi zamenljivo obveznico tako, da bo lahko izpeljalo izsiljeno zamenjavo, ko bo čas za naslednjo fazo financiranja (Korkeamaki & Moore, 2004b, str. 75–85). V kolikor pride do naslednje faze financiranja, je zamenljiva obveznica odpoklicana. Morebitna zamenjava pa sprosti nekaj kapacitet za zadolževanje, kar omogoči podjetju izdajo novega dolga in premik v novo fazo njegovega investicijskega plana.

V primerjavi z navadnimi obveznicami zamenljive obveznice varčujejo pri stroških izdaje, ker puščajo sredstva v podjetju (lastnost zamenljivosti) in zmanjšujejo stopnjo zadolženosti (angl. *leverage*), ko dobi investicijska opcija vrednost. V nasprotnem primeru, ko investicijska opcija nima vrednosti, pa zamenljive obveznice kontrolirajo problem

³⁴ Model Mayersa je zelo blizu Steinovemu, ki sicer temelji na asimetričnih informacijah glede trenutnih naložb podjetja (angl. *assets in place*), opcija zamenjave pa rešuje finančni problem v času izdaje.

čezmernega investiranja. Določba o odpoklicu je pomembna značilnost zamenljivih obveznic, ko je prisotna negotovost o dospetju investicijske opcije.

Hipoteza zaporednega financiranja nima direktnih vplivov na reakcije cen delnic ob napovedani izdaji zamenljivih obveznic. Ker pa nobeden od drugih motivov za uporabo zamenljivih obveznic ne predvideva kakšnih dodatnih investicij v času zamenjave, bi dokazi, povezani z investicijsko aktivnostjo v času zamenjave podprli hipotezo zaporednega financiranja (Lončarski et al., 2006, str. 319).

Mayers (1998) je postregel z empiričnimi dokazi v podporo tej teoriji na podlagi analiz podjetij, ki so odpoklicala zamenljive obveznice. Mayers poroča o veliki kapitalni porabi in refinanciranju dolga v času odpoklica zamenljivih obveznic. Affleck-Graves in Miller (2003) prav tako poročata o presežku izdatkov za naložbe, ki so sledili odpoklicu obveznic, ter se strinjata z Mayersom, da podjetja povečajo odpoklic obveznic, ko so optimistična glede prihodnosti. Poleg tega sta Korkeamaki in Moore (2004a) ugotovila, da izdajatelji obveznic prilagajajo pogodbene pogoje izdaj zamenljivih obveznic, da bi omogočila izsiljeno zamenjavo v času, ko se poveča njihova investicijska aktivnost.

3.2.3 Druge teorije

3.2.3.1 Izločanje na trgih lastniškega kapitala (angl. *Rationing in equity markets*)

Lewis, Rogalski in Seward (2001, str. 447-474) so pri preučevanju dolgoročnega poslovanja podjetij, ki so izdala zamenljive obveznice, ponudili alternativni model, ki temelji na razlagi izločanja podjetij na dolžniškem trgu.

Kot smo že spoznali, empirični testi kratkoročnih vplivov napovedi izdaj na vrednost podjetja potrjujejo, da so le-ti za podjetja bolj ugodni pri izdajah zamenljivih obveznic kot pri izdajah navadnih delnic. Dolgoročni rezultati poslovanja in gibanje cene izdajateljeve delnice po izdaji pa ne morejo potrditi, da zamenljivi dolg vzpostavlja ugodne investicijske vzpodbude, saj zaslužki in cena delnice občutno padejo v obdobju po izdaji. Pri tem Lewis, Rogalski in Seward (2001, str. 447-474) trdijo, da slabo strukturirani zamenljivi dolg le ne more biti vzrok slabših rezultatov podjetij, ampak da tipičnim izdajateljem zamenljivega dolga ni v interesu pošiljanje signalnih informacij in zmanjševanje prostega denarnega toka.

Z opazovanjem dolgoročnega poslovanja podjetij so tudi pokazali, da zamenljive obveznice v celoti ne rešijo problema prekomernega investiranja in prenosa tveganja in tako prišli v nasprotje z argumenti Greena (1984) in Mayersa (1998), ki sta po mnenju Lewisa in soavtorjev predpostavila, da naj bi podjetja, ki so izdala zamenljive obveznice, investirala samo v projekte s pozitivno neto sedanjo vrednostjo. Rezultati so namreč pokazali poslabšanje poslovanja tistih podjetij, ki so izdala zamenljive obveznice v

primerjavi s tistimi, ki niso izdajala. Podoben rezultat je bil tudi v primeru izdaj navadnih delnic.

Nekatera podjetja lahko dostopajo na trg lastniškega kapitala le, če se njihova dolgoročna poslovna uspešnost izkaže kot »zadostna«. Investitorji namreč neradi priskrbijo lastniški kapital nekaterim podjetjem in jih izločijo iz participacije na trgu sekundarnih javnih ponudb. Ta podjetja nimajo druge možnosti, kot da zbirajo sredstva na trgih zamenljivih obveznic, kjer imajo zagotovljen dostop do pogojnih lastniških sredstev, torej odvisno od gibanj njihovih delnic po izdaji. Ta izločitveni argument je dobra razlaga za nezahtevnega opazovalca, da je zamenljivi dolg pogosto izdan tudi kot zadnja možnost.

Kleidt (2006, str. 15) je mnenja, da investorjevo izločanje lahko prisili nekatera podjetja, da izdajo zamenljivi dolg, vendar pa se izločanje ne pojavi na temelju izdajateljevega poslovanja, ampak na podlagi negotovosti glede tveganja. Če so vlagatelji nenaklonjeni tveganju ali negotovi, da bo sprememba v sistematičnem tveganju primerno poplačana z višjimi zaslužki, lahko zavrnejo direktni dostop podjetju do trga lastniškega kapitala. Zamenljivi dolg pa daje možnost investorjem, da preučujejo podjetje, dokler ni mogoča zamenjava.

3.2.3.2 Teorija vplivnega managerja (angl. *Managerial entrenchment*)

Isagawa (2002, str. 255-270) je preučeval uporabo zamenljivih vrednostnih papirjev z vidika, ko vplivni manager obvladuje in postavlja finančno politiko podjetja, ki temelji na njegovem lastnem interesu³⁵. Ko se z delnicami podjetja trguje na borzi, tak manager samovoljno izdaja navadni dolg zato, da bi se izognil sovražnemu prevzemu. Na ta način in z deljenjem dividend se managerji lahko zavežejo, da ne bodo prevzemali projektov, ki bi zmanjševali vrednost podjetja. Ko se z delnicami podjetja ne trguje na organiziranem trgu, pa managerji nimajo interesa za izdajo dolga, saj tako zadolževanje lahko vodi podjetje v bankrot, kar posledično pomeni izgubo managerske pozicije. Management sicer najbolje zasleduje svoje cilje, če ohrani svoj vodstveni položaj in prevzema vse širitvene projekte.

Ta teorija pa zatrjuje, da se vplivni manager lahko istočasno izogne tako sovražnemu prevzemu kot bankrotu na način, da izda dobro strukturirano zamenljivo obveznico, ki mora vključevati opcijo odpoklica. Čeprav tako zadolževanje z odpoklicnimi zamenljivimi obveznicami zmanjšuje vrednost podjetja, jim vplivni manager daje prednost pred navadnimi obveznicami. Tu na investicijske odločitve, ki jih sprejema vodstvo podjetja, bolj vpliva tveganje, da podjetje ne bo sposobno poravnati dolga, kot pa finančni pritiski, tako kot v Mayersovem modelu. Ta pristop je primeren za podjetja, v katerih je management ločen od lastništva.

³⁵ Ta model se odmiha od druge literature, ki večinoma predpostavlja, da je finančna politika postavljena tako, da maksimira vrednost podjetja in s tem premoženje delničarjev.

V primerih, ko ni nobenih drugih instrumentov financiranja, managerji izdajo navadni dolg (obveznice), kar zvišuje možnosti za bankrot, ter prevzemajo projekte, ki zvišujejo vrednost podjetja. Z izdajo zamenljivih obveznic pa lahko zmanjšajo verjetnost za bankrot s predpostavko, da bodo kasneje te zamenljive obveznice tudi zamenjane za delnice. Zamenljiva obveznica je učinkovit finančni instrument tudi za močno vplivne managerje, vendar pa ni zaželena s stališča vrednosti podjetja. V tem modelu se vrednost podjetja zmanjša s tem, ko se zmanjša verjetnost zamenjave neuspešnega managerja (Lončarski et al., 2006, str. 320).

3.2.3.3 Davčni argumenti

Jalan in Barone-Adesi (1995, str. 187-206) sta mnenja³⁶, da naj bi bile zamenljive obveznice privlačne za podjetja zaradi različne davčne obravnave kuponskih obresti in dividendnih izplačil v tržnih trenjih in tržnih nepopolnostih. V teh pogojih izdaja zamenljivih obveznic povečuje preostalo vrednost lastniškega kapitala. Podjetje namreč pridobi iz naslova davčnega ščita³⁷ kot nasprotje vnaprejšnjemu lastniškemu financiranju.

Interes za uporabo zamenljivih obveznic in za deljenje prednosti, ki jih te prinašajo, imajo tako podjetja kot investitorji. To se kaže tudi v njihovem sodelovanju. Pri zamenljivih obveznicah je potreba po odločanju med obrestnim davčnim ščitom in finančnim stresom manjša v primerjavi z navadnimi obveznicami. Pri slednjih je višji obrestni davčni ščit možno doseči le preko večje zadolženosti in posledično večje možnosti za finančno stisko. Drugače je pri zamenljivih obveznicah, saj te omogočajo izkoristek obrestnega davčnega ščita in ne povečujejo možnosti finančnega stresa v tolikšni meri kot navadni dolg.

Kar podpira teorijo o davčnih motivih, so tudi empirične ugotovitve, da podjetja odlašajo z odpoklicem zamenljivih obveznic. Z odlašanjem odpoklica pa koristijo lastnikom zamenljivih obveznic in na ta način sodelujejo z investitorji v nekakšni krožni igri. To sodelovanje jih sili, da se vedno znova vračajo na trg po sredstva za financiranje. Če tega sodelovanja ne bi bilo in podjetja ne bi delila davčnih koristi z investitorji, izdajatelji ne bi mogli izdajati novih zamenljivih obveznic in s tem koristiti davčnih ugodnosti (Lončarski et al., 2006, str. 320).

³⁶ Se tudi strinjata, da je motiv odloženega lastniškega kapitala razlog uporabe zamenljivih obveznic.

³⁷ Kaže se kot zmanjšanje davka na dohodek, ki izhaja iz odtegljaja obrestnih plačil.

3.3 ZAMENLJIVI DOLG V FUNKCIJI »SLADKANEGA« DOLGA IN ODLOŽENEGA LASTNIŠKEGA KAPITALA

Predstavljeni praktični in teoretični modeli nam ponudijo dva strnjena pogleda na funkcijo zamenljivega dolga, ki jih finančna literatura postavlja v ospredje. In sicer - zamenljivi dolg v funkciji »sladkanega« dolga (angl. *Sweetened debt*) in zamenljivi dolg v funkciji odloženega lastniškega kapitala.

Zamenljive obveznice kot »sladkani« dolg:

- Soroden praktičnemu motivu, da ima podjetje koristi, ker plačuje nižje kuponske obresti, je pogled, da mu to omogoča opcija zamenjave, ki služi kot »sladilo«, ki privabi investitorje v nakup sicer dražjih zamenljivih obveznic (nižja kuponska obrestna mera kot pri navadni obveznici). To je v interesu podjetij, ki se hočejo financirati z dolgom in se pri tem izogniti nekaterim stroškom povezanih z navadnim zadolževanjem (Billingsley, Lamy, Marr & Thompson, 1985).
- In da zamenljive obveznice ščitijo podjetja z visokim in srednjim tveganjem pred naraščajočimi stroški navadnega dolga.

Predhodno že predstavljeni modeli Greena (1984), Brennana in Krausa (1987), Brennana in Schwartza (1988) in Mayersa (1998) vidijo zamenljive vrednostne papirje kot »sladkani« dolžniški instrument, ki omogočajo zmanjševanje stroškov povezanih z zadolževanjem³⁸. Spomnimo, ti modeli se razlikujejo glede na specifične stroške izhajajoče iz dolga, ki naj bi jih zmanjšala izdaja zamenljivih obveznic - in sicer; stroške prevzemanja večjega tveganja v modelu Greena, stroške narobe izbire, ki izhajajo iz negotovosti glede tveganja podjetja pri Brennanu in Schwartzu in Brennanu in Krausu ter stroške prekomernega investiranja, ki so posledica negotovosti glede vrednosti prihodnjih investicijskih projektov v Mayersu.

Zamenljive obveznice kot odloženi lastniški kapital:

- Predstavlja model Steina (1992), ki gleda na zamenljiv dolg kot na odložen lastniški kapital, ki ga podjetja izdajajo v situacijah, ko je zaradi asimetričnosti informacij navaden kapital nepriljubljen zaradi velikih stroškov izdaje in razpršitve. Sicer pa je v interesu podjetja, da so zamenljive obveznice čim prej zamenjane v delnice, zato vedno vključujejo možnost odpoklica s strani izdajatelja, kar omogoča hitrejšo zamenjavo. Stein (1992) tak način financiranja imenuje tudi financiranje »skozi zadnja vrata«. Na zamenljive obveznice v smislu odloženega lastniškega kapitala gleda tudi Jalan in Barone-Adesi (1995) v modelu davčnih ugodnosti.

³⁸ Skupna začetna točka vsem modelom je predpostavka, da visoki stroški lastniškega financiranja, preprečujejo izdajo lastniškega kapitala in se zato odločajo med navadnim in zamenljivim dolgom.

- Ker je primarni interes podjetja, da v končni fazi pride do lastniškega financiranja, je praktični motiv podjetja, da pridobi lastniško financiranje s premijo, to je po višji ceni od trenutne tržne cene navadne delnice, zelo soroden pogledu odloženega lastniškega kapitala.

Prvo informacijo o namenu izdaje zamenljivih obveznic nam lahko da tudi struktura zamenljive obveznice. Zamenljiva obveznica je namreč lahko ob izdaji strukturirana na način, da je po lastnostih bolj podobna navadni obveznici ali tako, da je bolj podobna navadni delnici. Na to vplivajo cena zamenjave, rok dospelja in obdobje zaščite pred odpoklicem. Zamenljive obveznice, ki imajo krajše roke dospelja ali kratka obdobja zaščite pred odpoklicem in nižje postavljeno ceno zamenjave, so bolj »delniške« zamenljive obveznice (to so tiste za katere obstaja velika verjetnost, da bodo zamenjane v delnice). Ravno nasprotno pa daljši roki dospelja in obdobja zamenjave ter višje cene zamenjave naredijo zamenljivo obveznico bolj »dolžniško« (to so tiste zamenljive obveznice, za katere je malo verjetno, da bodo zamenjane v delnice).

Ta struktura naj bi nakazovala, kateri način financiranja podjetje preferira in v ta namen strukturira zamenljivo obveznico tako, da ga nadomesti. Lewis et al. (1999) so preučevali zamenljivi dolg na podlagi modela, ki je vključeval izbiro med navadnim dolgom, zamenljivim dolgom in lastniškim financiranjem. Ugotovili so, da »dolžniški« zamenljivi papirji služijo kot »sladkani« dolg, medtem ko se »lastniški« zamenljivi papirji uporabljajo bolj kot odložen lastniški kapital.

Lewis et al. (1999) so bili tudi prvi, ki so pokazali, da zgoraj opisani pogledi na »sladkani« dolg in na odložen lastniški kapital niso izključujoči. Njihova hipoteza je bila, da se podjetja odločajo v dveh korakih. Prvi korak je zbira med emisijo dolžniških in lastniških vrednostnih papirjev, odvisno od relativne velikosti stroškov, ki jih povzročata oba načina financiranja. Če se v prvem koraku odloči za dolžniško financiranje, sledi v drugem koraku izbira med navadnim dolgom in bolj dolžniško strukturiranim zamenljivim dolgom (oziroma - če uporabimo zgornje poimenovanje za »dolžniške« zamenljive obveznice). V kolikor se podjetje v prvem koraku odloči za lastniško financiranje, pa sledi izbira med emisijo delnic in bolj delniško strukturiranim zamenljivim dolgom. Pri izbiri za dolžniško financiranje sledi v drugem koraku v bistvu izbira med predhodno predstavljenimi modeli (»sladkani« dolg), ko naj bi podjetja zaradi stroškov povezanih s financiranjem izdala »dolžniško« zamenljivo obveznico. Druga izbira glede lastniških vrednostnih papirjev pa je v soglasju s Steinovo hipotezo odloženega lastniškega kapitala. Glede na ta motiv, se le tega poslužujejo podjetja z visokimi stroški izdaje delnic in zato preferirajo izdajo »dolžniških« zamenljivih obveznic.

Lewis et al. tako uskladijo na prvi pogled izključujoče teoretične poglede, z razdelitvijo na dolžniške in lastniške zamenljive obveznice, pri čemer prve služijo kot »sladkani« dolg, druge pa kot odloženi kapital.

Na podlagi tega modela, ki je temeljil na trgu zamenljivih papirjev v ZDA, sta Dutordoir in Van de Gucht izvedli študijo motivov, ki vodijo evropska podjetja k izdajam zamenljivih obveznic (410 izdaj obveznic, 179 konvertibilnih izdaj, 214 izdaj delnic). Ugotovitve v Evropi so bile, da podjetja v zahodni Evropi uporabljajo zamenljivi dolg večinoma kot »sladkani« dolžniški instrument, ne pa kot odloženi lastniški kapital. Kar naj bi se kazalo tudi v bolj dolžniški zasnovi zamenljivih papirjev večine zahodno evropskih podjetij, saj je verjetnost zamenjave teh instrumentov le 27,1%, in le malo teh izdaj ima možnost odpoklica. (Dutordoir & Van de Gucht, 2006, str. 5).

Kljub temu pa ocenjevanje le na podlagi strukture izdaj, ali so zamenljive obveznice nadomestilo za lastniško financiranje oz. dolžniško zadolževanje, nima zadostne teoretične podpore in zahteva dodatno empirično obravnavo, saj se lahko interesi tudi prepletajo. (Lončarski et al., 2006, str. 324).

3.4 ANKETNE RAZISKAVE MANAGERSKIH MOTIVOV ZA IZDAJO ZAMENLJIVIH OBVEZNIC

Akademiki, ki so empirično raziskovali posamezne teoretične modele, so s presečnimi raziskavami v večini primerov potrdili določene teoretične motive. Tako so potrdili model odloženega kapitala Steina (1992), signalno teorijo Kima (1990), model zaporednega financiranja Mayersa (1998), nekaj empirične podpore pa je deležen tudi model prenosa tveganja Greena (1984). Omejene dokaze so s presečnimi raziskavami našli tudi za model ocenjevanje tveganja Brennana in Krausa (1987) in Brennana in Schwartz (1988). Spet drugi pa niso bili empirično preučevani – npr. teorija davčnih motivov Jalan in Barone-Adesia (1995) in teorija vplivnega managerja Isagawe (2002).

Empirične dokaze za motive, ki jih zasledujejo managerji pri izdaji zamenljivih obveznic, so različni raziskovalci ocenjevali z izvajanjem anket med managerji. Prva raziskava med managerji je bila opravljena s strani Picherja leta 1955, sledita ji Brigham leta 1966 in Hoffmeister leta 1977. Te najzgodnejše anketne raziskave niso testirale teoretičnih motivov, ki smo jih predstavili v predhodnih poglavjih, ampak so temeljile na splošnem pogledu managerjev glede zamenljivih obveznic in motivih, ki so jih sami izpostavljali. To so predvsem motivi, ki izhajajo iz dveh praktičnih prednosti, ki jih ima izdaja zamenljivih obveznic za podjetje. Prvič, managerji vidijo zamenljivi dolg predvsem kot sredstvo poceni financiranja v primerjavi z izdajo navadnih obveznic (zaradi nižje kuponske obrestne mere). Drugič, podjetje lahko z izdajo zamenljivih obveznic pridobi lastniški kapital s premijo, kar izhaja iz teze, da je cena zamenjave višja od trenutne tržne cene delnice. Temu soroden je tudi motiv odloženega lastniškega kapitala, saj gre v obeh primerih za primarni interes podjetja, t.j. končno lastniško financiranje.

Pilcher (1955) je 22 predsednikom uprav postavil vprašanje o motivih za izdajo zamenljivih obveznic. Dvainosemdeset odstotkov vprašanih je navedlo motiv odloženega lastniškega kapitala, občutno manj, le 9 odstotkov, pa motiv »sladkanega« dolga.

Prav tako je Brigham (1966) na vzorcu 22 podjetij prišel do podobnih ugotovitev, saj je potrdil pogled, da je velik del podjetij izdal zamenljive obveznice kot indirektni način polnjenja strukture kapitala podjetja z lastniškim kapitalom v prepričanju, da bo delnica podjetja v prihodnje zrasla. Ta motiv je navedlo 68 odstotkov vprašanih, medtem ko jih je le nekaj več kot četrtina odgovorilo, da gre za »sladkani« navadni dolg, ki ga je sicer zelo težko prodati (Brigham, 1966, str. 51).

Hoffmeister (1977) je vprašanja, ki so se nanašala na takratno popularnost zamenljivega dolga, zniževanje obrestnih mer, opazno podcenjenost lastniškega kapitala, povečanje izdaj težko prodajnega dolga in razvodenitvi osnovnega kapitala, postavil 55 vodjem podjetij. Štirideset odstotkov vprašanih je opredelilo odloženi kapital kot pomembno lastnost zamenljivega dolga, 37 odstotkov pa jih je menilo, da je pomemben vidik izdaje predvsem v zmanjšanju stroškov kuponskih obrestnih mer. Prodajnost izdaje ali druge motive je navedla manj kot četrtina vprašanih.

Tabela 2: Ugotovitve anketnih vprašalnikov z vidika odloženega lastniškega kapitala in »sladkanega« dolga

	Pilcher (1955)	Brigham (1966)	Hoffmeister ³⁹ (1977)
odloženi lastniški kapital	82%	68%	40%
»sladkani« dolg	9%	27%	37%
ostalo	9%	5%	23%

Vir: Avtorji v tabeli; Lasten prikaz.

Novejše raziskave so, poleg praktičnih motivov, testirale tudi nekatere teoretične modele. Te raziskave so opravili Billingsley in Smith leta 1996, Graham in Harvey leta 2001 in Bancel in Mittoo leta 2004.

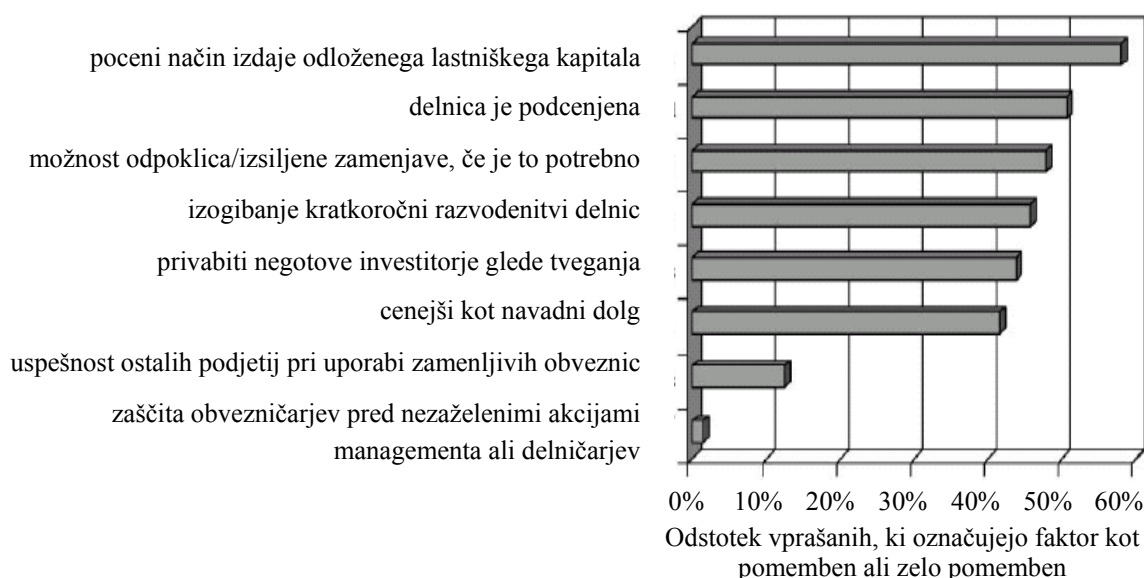
Billingsley in Smith (1996, str. 93-99) sta na vzorcu 88 podjetij preverjala, ali motivi Greena o prenosu tveganja in Steina o odloženem kapitalu držijo. Raziskava je pokazala, da so zamenljive obveznice priljubljene kot odložen lastniški kapital in tudi zato, ker management meni, da so navadne delnice podcenjene. Nasprotno skoraj nič podpore pa ni bilo Greenovim argumentom o prenosu tveganja. Pokazalo se je tudi, da so pri večini managerjev nižji stroški v smislu nižje kuponske obrestne mere, primarna motivacija za izdajo zamenljivih obveznic, v splošnem pa imajo mešane poglede glede na prodajo delnic

³⁹ Ta avtor je odkril nekaj razlik med velikimi in srednje velikimi podjetji, pri čemer naj bi managerji velikih podjetij dajali prednost zamenljivim obveznicam kot sredstvu cenejšega zadolževanja, managerji srednjih podjetij pa naj bi dajali prednost zamenljivi obveznici kot odloženemu lastniškemu kapitalu.

s premijo. Kot alternativni vir financiranja z zamenljivimi obveznicami so managerji rangirali obveznice in delnice. Izdajo navadnega dolga so postavili na prvo, izdajo lastniškega kapitala pa na drugo mesto. Močno podporo sta našla tudi v tem, da na podjetja vpliva uporaba zamenljivih obveznic drugih podjetij v njihovi industriji. Raziskava je vključevala še poglede o zaščiti obvezničarjev in nasvetih investicijskih bankirjev glede zamenljivih obveznic ter o popularnosti zamenljivega dolga v tistem času.

Graham in Harvey (2001, str. 187-243) sta se v svojih anketah osredotočila na tri področja - na stroške kapitala, finančno načrtovanje in strukturo kapitala. Njuna raziskava⁴⁰, ki je temeljila na podlagi odgovorov 392 glavnih finančnih direktorjev, je testirala model ocenjevanja tveganja, model prenosa tveganja, model zaporednega financiranja in tudi model odloženega lastniškega kapitala⁴¹.

Slika 2: Dejavniki izdaje zamenljivih obveznic



Vir: Graham & Harvey, 2001, str. 231.

Delno podporo sta Graham in Harvey našla za model ocenjevanja tveganja, saj je več kot 40 odstotkov vprašanih mnenja, da je izdaja zamenljivega dolga način podjetja, da privabi tiste investitorje, ki so negotovi glede tveganosti podjetja. Tak odziv je še bolj zaznan pri manjših podjetjih in z velikim managerskim lastništvom, pri katerih je bolj verjetno, da zunanji investitorji vedo glede tveganja manj od managementa. Tako kot Billingsley in Smith nista našla podpore Greenovim argumentom o prenosu tveganja. Pri tem je zelo šibek dokaz, da podjetja izdajajo zamenljive obveznice, ker želijo zaščititi imetnike

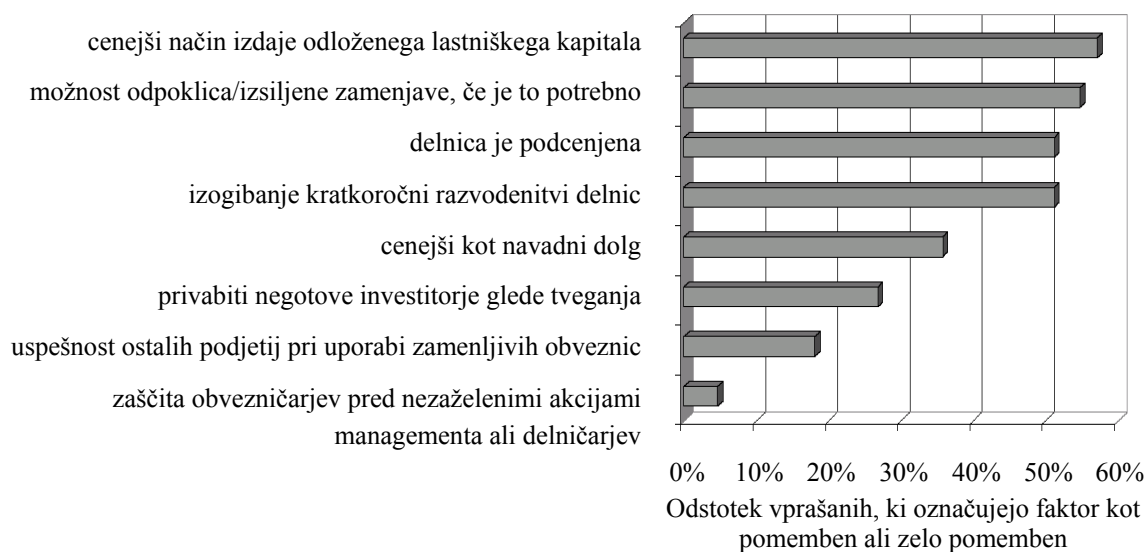
⁴⁰ Vzorec podjetij se je gibal od malih 26 % do velikih podjetij 42 % - imajo najmanj 1 milijardo prihodkov. Od teh je bilo 45 % proizvodnih podjetij. Pokazala se je že znana ugotovitev, da so manjša podjetja (in tudi rastoča podjetja) imela nižji rating, večje managersko lastništvo in večjo verjetnost privatnega lastništva.

⁴¹ Razlika s študijo Billingsleya in Smitha je v tem, da sta Billingsley in Smith zahtevala odgovor le v povezavi z dejansko izdajo zamenljivih obveznic, medtem ko ta anketa pogojuje le, da podjetje resno razmišlja o izdaji zamenljivih obveznic.

obveznic pred neželenimi akcijami managementa ali delničarjev. Zato pa sta našla močan dokaz Steinovim argumentom, saj blizu 60 odstotkov finančnih direktorjev uporablja zamenljivi dolg kot cenejši način za izdajo odloženega lastniškega kapitala in več kot 40 odstotkov vprašanih je kot pomemben motiv za izdajo zamenljivih obveznic navedlo nižjo kuponsko obrestno mero (Graham & Harvey, 2001, str. 222-226).

Bancel in Mittoo (2004a, str. 1-68) sta preiskovala izbiro strukture kapitala med 87 evropskimi podjetji. Več kot polovica vprašanih podjetij iz tega vzorca je v zadnjih desetih letih izdalo tudi zamenljiv dolg⁴².

Slika 3: Dejavniki izdaje zamenljivih obveznic



Vir: Bancel & Mittoo, 2004a, str. 49.

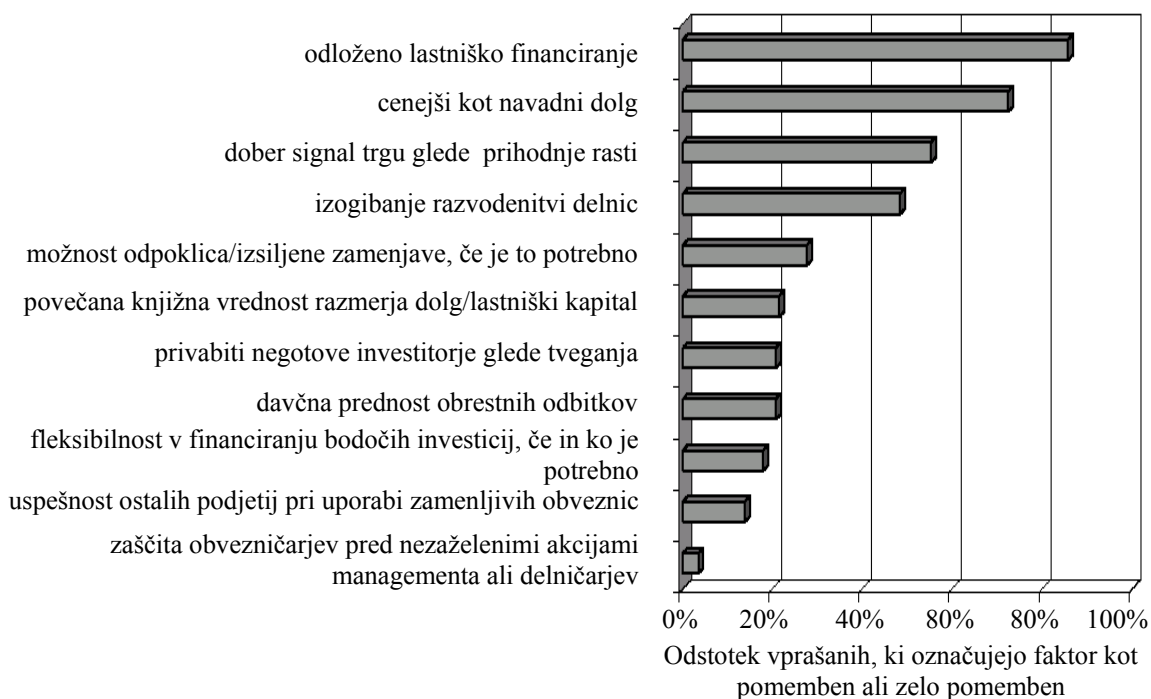
Rezultati na Sliki 3 kažejo, da managerji visoko vrednotijo zamenljive obveznice kot poceni način izdaje odloženega lastniškega kapitala⁴³ in možnost odpoklica ali fleksibilnost pri izvršitvi izsiljene zamenjave, ko to želijo. Ta dva faktorja sta pomembna ali zelo pomembna za približno 55 odstotkov vprašanih in so v soglasju s teorijo o informacijski asimetriji. Skladno s pogledi o lastniškem kapitalu managerji (posebno malih podjetij) vidijo možnost izdaje zamenljivih obveznic, ko so delnice podcenjene in z namenom izognitve kratkoročni razvođenitvi delnic. Ostali faktorji so dobili bolj skromno podporo, in sicer, da je zamenljivi dolg cenejši od navadnega dolga ali da je privlačen za investitorje, ki so negotovi glede tveganja podjetja. Dejavniki, ki so v povezavi z teorijo problema agentov, kot je zaščita obvezničarjev, so videni kot relativno nepomembni.

⁴² Pogoji, ki ga je podjetje moralo izpolnjevati, ni bila nujno izdaja zamenljivih obveznic, ampak le, da je podjetje resno razmišljalo o njihovi izdaji.

⁴³ Obstajajo sicer razlike glede pomembnosti faktorjev med podjetji različnih velikosti. Večja podjetja dajejo prednost odloženemu lastniškemu kapitalu in cenejšemu navadnemu dolgu glede na njihove manjše konkurente.

Anketna raziskava Bancela in Mittooa (2004b, str. 1-45) je zajemala 29 podjetij iz osmih evropskih držav. Vprašanja niso zajemala le razlogov izdaje zamenljivih obveznic, ampak tudi druge aspekte, ki lahko doprinesejo indirektne dokaze o njihovi uporabnosti, kot je na primer uporaba sredstev, vpliv tržnih razmer na odločitev in politika odpoklica. Vprašali so jih tudi o alternativah zamenljivemu dolgu in njihovih prednostih. Ugotovitve so pokazale, da je bil največje potrditve deležen motiv odloženega lastniškega kapitala⁴⁴ (Slika 4). Poleg vseh že omenjenih modelov v prejšnjih anketah je njuna raziskava vključevala tudi vprašanja o signalnem modelu. Namreč sposobnost, da zamenljive obveznice posredujejo signal o prihodnjih obetih podjetja (Kim, 1990; Stein, 1992) je opredeljena kot pomembna lastnost s petinpetdesetimi odstotki podpore. Nekaj manj podpore je prejela hipoteza zaporednega financiranja z manj kot tridesetimi odstotki. Dobrih dvajset odstotkov managerjev je mnenja, da je najpomembnejši razlog za izdajo zamenljivih obveznic, da privabiš investitorje, ki so negotovi glede tveganja podjetja, kar daje omejene dokaze za model ocenjevanja tveganja. Enako slaba podpora gre davčnim argumentom, ki so pomembnejši za podjetja s počasno rastjo, nič podpore pa za model vplivnega managerja in model prenosa tveganja.

Slika 4: Dejavniki izdaje zamenljivih obveznic



Vir: Bancel & Mittoo, 2004b, str. 15.

⁴⁴ Na nek način v nasprotju s tem je ugotovitev, da je za večino managerjev zamenljivi dolg alternativa navadnemu dolgu, kar pa je v soglasju z ugotovitvami Dutordoir in Van de Gucht (2005) za zahodnoevropske trge, kjer imajo zamenljive obveznice bolj lastnosti navadnega dolga. Ugotovili so tudi, da pomembnost odloženega lastniškega kapitala sicer ni povezana z znižanimi delnicami ali nezmožnostjo podjetja, da izda delnice, ali pomembnostjo pravice do predčasnega odpoklica, kot je to predpostavljala Stein. Še več, podjetja, ki so izdala zamenljive obveznice, naj bi celo imela precenjene delnice in poudarjajo izogibanje razvodenitvi delnic kot primarno motivacijo izdaje zamenljivih obveznic.

Pokazalo se je, da potreba po finančni fleksibilnosti in zaskrbljenost za razvodenitev zaslužkov, ki je dokumentirana v anketah o kapitalni strukturi Grahama in Harveya (2001) in Bancela in Mittooa (2004), prav tako vpliva na izdaje zamenljivih obveznic. Anketa je obsegala še vprašanja o pomembnosti pogodb, zmanjšanju tveganja sovražnih prevzemov, popularnosti takratnih zamenljivih obveznic in pomembnosti različnih faktorjev, kot so preценjenost ali podcenjenost delnic, stopnje obrestnih mer ter nestanovitnost delniških trgov. Pri tem jih večina trdi, da so visoka nestanovitnost delniških trgov, ki se prenese v višjo vrednost opcije zamenjave in nižje obrestne mere, ključni faktorji pravega trenutka izdaje zamenljivih obveznic. Podjetja tudi izkoristijo razmere in se poslužujejo izdaje zamenljivih obveznic namesto navadnega dolga v obdobjih splošno nizkih obrestnih mer in na ta način ohranijo nizke obrestne mere.

Anketni vprašalniki se v zadnjem času med seboj ne razlikujejo veliko in so postavljeni kot direktni test teoretičnim motivom za izdajo zamenljivega dolga. Kar lahko hitro opazimo iz strnjene pregleda opravljenih anketnih raziskav v Tabeli 3, je, da vse študije kažejo močno podporo odloženemu lastniškemu kapitalu in praktičnim motivom nižjih obrestnih mer in prodaje delnic s premijo. V raziskavi Grahama in Harveya (2001) ter obeh raziskavah Bancela in Mittooa (2004a, 2004b) pa tudi nekaj podpore za model ocenjevanja tveganja in model zaporednega financiranja, ni pa nobene podpore za model vplivnega managerja in model prenosa tveganja, s čimer so se pokazale tudi določene razlike med teorijo in prakso.

Lončarski et al. (2006, str. 335) za to neskladje podajajo dve možni razlagi. Prvič, razlike so posledica vsebinske občutljivosti anketnih vprašalnikov, zaradi česar ne prinašajo zanesljivih rezultatov. Managerji namreč pogosto »delujejo bolj pametno, kot govorijo«, zaradi česar je možno, da nevede zasledujejo teoretične motive. In drugič, vzrok lahko leži v šibkih kazalnikih pri presečnih raziskavah (spomnimo - te kažejo na podporo za večino teoretičnih motivov), saj je na primer zelo težko meriti koncept asimetričnih informacij le na borznih in računovodskih podatkih.

Tabela 3: Pregled anketnih raziskav tradicionalnih/praktičnih in teoretičnih motivov

raziskava	velikost vzorca	področje raziskave	testirani motivi	dokaz
Pilcher (1955)	22	ZDA	nižja kuponska obrestna mera do lastniškega kapitala s premijo	delni da
Brigham (1966)	22	ZDA	nižja kuponska obrestna mera do lastniškega kapitala s premijo	delni da
Hoffmeister (1977)	55	ZDA	nižja kuponska obrestna mera do lastniškega kapitala s premijo	da da
Billingsley in Smith (1996)	88	ZDA	nižja kuponska obrestna mera do lastniškega kapitala s premijo	da da
			odložen lastniški kapital - Stein (1992)	da
			prenos tveganja - Green (1984)	ne
Graham in Harvey (2001)	392	ZDA	nižja kuponska obrestna mera do lastniškega kapitala s premijo	delni da
			ocenjevanje tveganja - BK (1987)	da
			ocenjevanje tveganja - BS (1988)	da
			odložen lastniški kapital - Stein (1992)	da
			prenos tveganja - Green (1984)	ne
			zaporedno financiranje - Mayers (1998)	da
Bancel in Mittoo (2004a)	87	Evropa	nižja kuponska obrestna mera do lastniškega kapitala s premijo	da delni
			ocenjevanje tveganja - BK (1987)	delni
			ocenjevanje tveganja - BS (1988)	delni
			odložen lastniški kapital - Stein (1992)	da
			prenos tveganja - Green (1984)	ne
Bancel in Mittoo (2004b)	29	Evropa	nižja kuponska obrestna mera do lastniškega kapitala s premijo	da delni
			ocenjevanje tveganja - BK (1987)	delni
			ocenjevanje tveganja - BS (1988)	delni
			signalna teorija - Kim (1990)	da
			odložen lastniški kapital - Stein (1992)	da
			prenos tveganja - Green (1984)	ne
			zaporedno financiranje - Mayers (1988)	da
			vplivni manager - Isagawa (2002)	ne
			davčni motivi - Jalan in Barone Adesi (1995)	delni
			izločanje na dolžniškem trgu - LRS (2001)	/

Okrajšave: BK (1987) = Brennan in Kraus (1987), BS (1988) = Brennan in Schwartz (1988), LRS (2001) = Lewis, Rogalski in Seward (2001)

tradicionalni/praktični motivi

teoretični motivi

SKLEP

Zamenljiva obveznica je vrednosti papir, pri katerem gre za kombinacijo obveznice in delnice. Pod vnaprej določenimi pogoji ima investitor možnost, da zamenljivo obveznico zamenja za delnice istega podjetja. Gre za obveznico, ki vključuje dodatne pravice (opcijo) in ima zaradi tega nižjo kuponsko obrestno mero. Tako je »dražja« za investitorja, ki lahko razliko nadoknadi ali celo preseže v primeru ugodnega gibanja cene izdajateljeve delnice, in »cenejša« za izdajatelja, ki si ponavadi pridrži pravico do odkupa in posredno do izsiljene zamenjave ter na ta način uravnava svojo politiko financiranja oziroma razmerje med dolgom in lastniškim kapitalom.

Po velikosti se trgi zamenljivih obveznic razlikujejo po državah. Največji posamični trg predstavljajo ZDA. Sledijo mu Japonska, Južna Koreja, in Kanada. V Evropi dominira francoski trg, ki močno vodi po izdajah novih zamenljivih obveznic.

Izdajatelji zamenljivih obveznic v Evropi so velika in finančno stabilna podjetja. Prav nasprotno pa so podjetja, ki izdajajo zamenljive obveznice v ZDA, majhna in hitro rastoča, z velikimi apetiti po kapitalu, visokimi stopnjami tveganja in veliko nestanovitnostjo prihodkov in denarnega toka. V takih podjetjih prihaja do visokih stopenj informacijske asimetrije glede tveganja in prihodnjega poslovanja. Te asimetrične informacije in problem agentov sta dve izmed najpomembnejših oblik nepopolnosti na kapitalskih trgih, ki povzročajo stroške podjetjem, ki se želijo financirati z zunanjim kapitalom.

Vprašanje, zakaj se podjetja odločajo za financiranje z zamenljivimi obveznicami, je hkrati vzpodbudilo in zmedlo finančne raziskovalce. Zamenljive obveznice so namreč le kombinacija navadnega dolga in nakupne opcije na delnice izdajatelja, zato je pomembno vprašanje, kakšno dodatno vrednost ta paket zagotavlja, da ne more biti nadomeščen z ločenim dolžniškim in lastniškim financiranjem ali kombinacijo navadnega dolga in nakupnih bonov, ki so precej manj popularni.

Odgovor ponujajo tradicionalni motivi, ki izhajajo iz dveh praktičnih prednosti, in sicer, da so zamenljive obveznice z nižjo kuponsko obrestno mero sredstvo poceni financiranja v primerjavi z izdajo navadnih obveznic in možnosti, da podjetje pridobi lastniški kapital s premijo. Teoretični modeli se razlikujejo glede na specifične stroške izhajajoče iz dolga, ki naj bi jih izdaja zamenljivih obveznic zmanjšala. Tu gre za stroške prevzemanja večjega tveganja v modelu Greena, stroške narobe izbire, ki izhajajo iz negotovosti glede tveganja podjetja pri Brennanu in Schwartzu in Brennanu in Krausu, ter stroške prekomernega investiranja, ki so posledica negotovosti glede vrednosti prihodnjih investicijskih projektov v modelu Mayersa. Model Steina obravnava zamenljiv dolg kot odloženo izdajo lastniškega kapitala, ki ga podjetja izdajajo v situacijah, ko je zaradi asimetričnosti

informacij navaden kapital neprivlačen zaradi velikih stroškov izdaje in razpršitve. Sicer pa je v interesu podjetja, da so zamenljive obveznice čim prej zamenjane v delnice. Akademiki, ki so empirično raziskovali posamezne teoretične modele, so s presečnimi raziskavami v večini primerov našli dokaze zanje (razen za teorijo davčnih motivov Jalan in Barone-Adesia in teorijo vplivnega managerja Isagawe, ki nista bili preučevani). Iz anketnih raziskav, ki so bile opravljene med managerji podjetij, pa je predvsem izstopajoč pogled, da so zamenljive obveznice pot do odložene izdaje lastniškega kapitala. Vse anketne študije so tudi potrdile praktične motive nižjih obrestnih mer in prodaje delnic s premijo. Ampak pogled, da je zamenljiva obveznica cenejši način financiranja od navadnega dolga, je varljiv zaradi vključene opcije zamenjave. Enako je tudi v pogledu managerjev, da lahko prodajajo lastniški kapital s premijo.

Na vprašanje torej, zakaj podjetja izdajajo zamenljive obveznice, nismo dobili popolnoma enoznačnega odgovora. Opazimo lahko, da obstaja določena neskladnost med teorijo in prakso, ki še naprej izziva raziskovalce, da postrežejo z racionalno razlago, ki bi premostila te razlike.

LITERATURA IN VIRI

1. Affleck-Graves, J. & Miller, R.E. (2003). The information content of calls of debt: Evidence from long-run stock returns. *Journal of Financial Research*, 26 (4), 421-447.
2. Asquith, P. & Mullins, D. (1991). Convertible Debt: Corporate Call Policy and Voluntary Conversion. *Journal of Finance*, 46 (4), 1273-1290.
3. Bancel, F. & Mittoo, U.R. (2004a). Cross-country determinants of capital structure choice: a survey of European firms. *Financial Management*, 33 (4), 103-132.
4. Bancel, F. & Mittoo, U.R. (2004b). Why do European firms issue convertible debt? *European Financial Management*, 10 (2), 339-373.
5. Billingsley, R.S., Lamy R.E., Marr, M.W. & Thompson, G.R. (1985). Split Ratings and Bond Reoffering Yields. *Financial Management*, 14 (2), 59-65.
6. Billingsley, R.S. & Smith, D.M. (1996). Why do firms issue convertible debt?. *Financial Management*, 25 (2), 93-99.
7. Brealey, A.R. & Myers, C.S. (1996). *Principles of corporate finance*. (5th ed.) New York: McGraw-Hill.
8. Brennan, M.J. & Kraus, A. (1987). Efficient financing under asymmetric information. *The Journal of Finance*, 42 (5), 1225-1243.
9. Brennan, M.J. & Schwartz, E.S. (1977). Savings Bonds, Retractable Bonds and Callable Bonds. *Journal of Financial Economics*, 5 (1), 67-88.
10. Brennan, M.J. & Schwartz, E.S. (1988). The case for convertibles. *Journal of Applied Corporate Finance*, 1 (2), 55-64.
11. Brigham, E.F. (1966). An analysis of convertible debentures: Theory and some empirical evidence. *The Journal of Finance*, 21 (1), 35-54.
12. Brigham, E.F. & Daves, P. R. (2002). *Intermediate Financial Management*. (7th ed.) Forth Worth: Thomson Learning.
13. Calamos, J.J. (1998). *Convertible securities: The latest instruments, portfolio strategies, and valuation analysis*. New York: McGraw-Hill.
14. 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*, 28 (5), 1163-1183.
15. Cheng, W., Visaltanachoti, N. & Kesayan, P. (2005). A Stock Market Reaction Following Convertible Bond Issuance: Evidence from Japan. *International Journal of Business*, 10 (4), 324-340.
16. Constantinides, G. M. & Grundy, B. D. (1989). Optimal investment with stock repurchase and financing as signals. *Review of Financial Studies*, 2 (4), 445-465.
17. Damodaran, A. (2001). *Corporate finance: Theory and practice*. (2th ed.) New York: J. Wiley cop.
18. Dann, L.Y. & Mikkelson, W.H. (1984). Convertible debt issuance, capital structure change and financing-related information. *Journal of Financial Economics*, 13 (2), 157-186.

19. Davidson III, W.N., Glascock, J.L. & Schwartz, T.V. (1995). Signaling with convertible debt. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 30 (3), 425–440.
20. Dutordoir, M. & Van de Gucht, L.M. (2005, november). Is There a Window of Opportunity for Convertible Debt Issuance? Evidence for Western Europe. *Working paper, Katholieke Universiteit Leuven*. Najdeno 10. januarja 2008 na spletnem naslovu <http://ssrn.com/abstract=846565>
21. Dutordoir, M. & Van de Gucht, L. (2006, 30. oktober). Why Do Western European Firms Issue Convertibles Instead of Straight Debt or Equity?. *Research Paper, Erasmus Research Institute of Management*. Najdeno 10. januarja 2008 na spletnem naslovu <http://ssrn.com/abstract=942151>
22. Essig, S.M. (1991). *Convertible Securities and Capital Structure Determinants* [Ph.D. dissertation]. Chicago: Graduate School of Business.
23. Fabozzi, J.F. (2000). *Bond markets, analysis and strategies* (4th ed). London: Prentice Hall International.
24. Graham, J.R. & Harvey, C.R. (2001). The theory and practice of corporate finance: evidence from the field. *Journal of Financial Economics*, 60 (2-3), 187–243.
25. Green, R.C. (1984). Investment incentives, debt, and warrants. *Journal of Financial Economics*, 13 (1), 115–136.
26. Hoffmeister, J.R. (1977). Use of convertible debt in the early 1970s: A reevaluation of corporate motives. *Quarterly Review of Economics and Business*, 17 (2), 23–32.
27. Ingersoll, J. (1977). An examination of corporate call policies on convertible securities. *The Journal of Finance*, 32 (2), 463–478.
28. Isagawa, N. (2000) Convertible debt: an effective financial instrument to control managerial opportunism. *Review of Financial Economics*, 9 (1), 15–26.
29. Isagawa, N. (2002). Callable convertible debt under managerial entrenchment. *Journal of Corporate Finance*, 8 (3), 255–270.
30. Jalan, P. & Barone-Adesi, G. (1995). Equity financing and corporate convertible bond policy. *Journal of Banking and Finance*, 19 (2), 187–206.
31. Jen, F.C., Choi, D. & Lee, S.-H. (1997). Some new evidence on why companies use convertible bonds. *Journal of Applied Corporate Finance*, 10 (1), 44–53.
32. Kim, Y.C. & Stulz, R. (1992). Is There a Global Market for Convertible Bonds? *Journal of Business*, 65 (1), 75–91.
33. Kim, Y.O. (1990). Informative conversion ratios: A signalling approach. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 25 (2), 229–243.
34. Kleidt, B. (2006). *The Use of Hybrid Securities; Market Timing, Investor Rationing, Signaling and Asset Restructuring*. Wiesbaden: Deutscher Universitäts Verlag.
35. Kodrič, S. (2006, 19. januar). Zamenljive obveznice: delniški donosi z varovalko. *Finančna točka*. Najdeno 20. marca 2008 na spletnem naslovu <http://www.finančna-točka.si/text.php?id=5190>
36. Korkeamaki, T. & Moore, W.T. (2004a). Convertible bond design and capital investment: The role of call provisions. *Journal of Finance*, 59 (1), 391–405

37. Korkeamaki, T. & Moore, W.T. (2004b). Capital investment timing and convertible debt financing. *International Review of Economics and Finance*, 13 (1), 75–85.
38. Kwok, Y.K. (2006). Convertible bonds as an asset class. *University of Science & Technology*. Najdeno 25. februarja 2008 na spletnem naslovu http://www.math.ust.hk/~maykwok/courses/FINA690K/06/2.1_cv_general.pdf
39. Lewis, M., Rogalski, R.J. & Seward, J.K. (1998). Agency Problems, Information Asymmetries, and Convertible Debt Security Design. *Journal of financial intermediation*, 7 (1), 32-59.
40. Lewis, M., Rogalski, R.J. & Seward, J.K. (1999). Is convertible debt a substitute for straight debt or for common equity? *Financial Management*, 28 (3), 5–27.
41. Lewis, 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*, 7 (4), 447–474.
42. Lewis, M., Rogalski, R.J. & Seward, J.K. (2003). Industry conditions, growth opportunities and market reactions to convertible debt financing decisions. *Journal of Banking and Finance*, 27 (1), 153–181.
43. Lončarski, I., ter Horst, J. & Veld, C. (2006). Why do companies issue convertible bonds? A review of theory and empirical evidence. V L.D.R. Renneboog (ur.), *Advances in Corporate Finance and Asset Pricing* (str. 311-339). Amsterdam: Elsevier.
44. Mayers, D. (1998). Why firms issue convertible bonds: the matching of financial and real investment options. *Journal of Financial Economics*, 47 (1), 83–102.
45. Mikkelsen, W.H. & Partch, M.M. (1986). Valuation effects of security offerings and the issuance process. *Journal of Financial Economics*, 15 (1-2), 31–60.
46. Modigliani, F. & Miller, M.H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, 48 (3), 261–297.
47. Mramor, D. (1991). *Finančna politika podjetja: teoretični prikaz*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
48. Mramor, D. (1993). *Uvod v poslovne finance*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
49. Mramor, D. (1999). *Slovar poslovnofinančnih izrazov*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
50. Myers, S.C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5 (2), 147–175.
51. Myers, S.C. & Majluf, N.S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13 (2), 187-221.
52. Nyborg, G.K. (1995). Convertible debt as delayed equity: forced versus voluntary conversion and the information role of call policy. *Journal of financial intermediation*, 4 (4), str. 358-395.
53. Pagano, M., Panetta, F. & Zingales, L. (1998). Why do companies go public? An empirical analysis. *Journal of Finance*, 53 (1), 27-64.
54. Pilcher, J.C. (1955). Raising Capital with Convertible Securities. *Michigan Business Studies No. 21/2*, University of Michigan.
55. Prohaska, Z. (2004). *Finančni trgi*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.

56. Ribnikar, I. (1990). Konvertibilna ali zamenljiva obveznica. *Bančni vestnik*, 39 (11), 367-368.
57. Smith Jr, C.W. (1986). Investment banking and the capital acquisition process. *Journal of Financial Economics*, 15 (1), 3-29.
58. Safaty, S. (2002, januar). Japanese Convertible Bonds and Their Use by Small Cap Fund Managers. *Japan Inc.* Najdeno 20. februarja 2008 na spletnem naslovu <http://www.japaninc.com/article.php?articleID=681>
59. Stein, J.C. (1992). Convertible bonds as backdoor equity financing. *Journal of Financial Economics*, 32 (1), 3-21.
60. Stiglitz, J.E. & Weiss, A. (1981). Credit rationing in markets with imperfect information. *The American Economic Review*, 71 (3), 393-410.
61. Vernimmen, P. & Quiry, P. (2005). *Corporate finance, theory and practice*. Chichester, Hoboken (NJ): J. Wiley.
62. Veselinovič, M. (1990). *Dolgoročno financiranje z vrednostnimi papirji kot pomemben vidik finančnega upravljanja in njegov računovodski odraz* [magistrsko delo]. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
63. Zakon o gospodarskih družbah. (2006). *Uradni list RS*. (Št. 42/2006, 19. april 2006).
64. Zakon o trgu finančnih instrumentov. (2007) *Uradni list RS*. (Št. 67/2007, 27. julij 2007).
65. Zubulake, A.L. (1991). *The complete guide to convertible securities worldwide*. New York: John Wiley & Sons.
66. Zwiebel, J. (1996). Dynamic capital structure under managerial entrenchment. *The American Economic Review*, 86 (5), 1197-1215.
67. Weston, J.F. & Copeland, E.T. (1992). *Managerial finance* (9th ed). Fort Worth: Dryden Press.

Slovarček uporabljenih izrazov:

asset-linked convertibles	= zamenljive obveznice vezane na blago
assets in place	= obstoječe naložbe podjetja
average abnormal return	= povprečna presežna donosnost
back door financing	= financiranje »skozi zadnja vrata«
call option	= možnost odpoklica
call price	= odpoklicna cena
call privilege	= pravica do odpoklica
call protection	= obdobje zaščite pred odpoklicem
conversion option	= opcija zamenjave
conversion premium	= premija zamenjave
conversion price	= cena zamenjave
conversion ratio	= menjalno razmerje
conversion value	= vrednost zamenjave
convertible bonds with put features	= zamenljive obveznice s prodajno opcijo podjetju izdajatelju
convertible securities	= zamenljivi vrednostni papirji
convertibles with reset features	= zamenljive obveznice z možnostjo sprememb določil
delayed equity financing	= odložena izdaja lastniškega kapitala
exchangeable convertible bonds	= zamenljive obveznice, ki se zamenjajo v delnice drugega podjetja
floor value	= najmanjša vrednost
forced conversion	= izsiljena zamenjava
hard noncall provision	= absolutna zaščita pred odpoklicem
indenture	= sporazum med izdajateljem in lastniki obveznic
investment value	= investicijska vrednost
leverage	= finančni vzvod
mandatory convertibles	= zamenljivi vrednostni papirji z obvezo zamenjave
option value	= vrednost opcije
managerial entrenchment	= teorija vplivnega managerja
pecking order theory	= teorija vrstnega reda
preemptive right	= prednostna pravica nakupa
provisional call option	= pogojna odpoklicana opcija
put option	= prodajna opcija s strani investitorja
put strike price	= prodajna cena
rationing in equity markets	= izločanje na trgih lastniškega kapitala
residual claim	= preostala vrednost
risk estimation	= ocenjevanje tveganja
risk-shifting	= prenos tveganja
option value	= vrednost opcije
sequential financing	= zaporedno financiranje
signalling theory	= teorija signalov
soft call provision	= pogojna zaščita pred odpoklicem
stock split	= cepitev delnic
sweetened debt	= »sladkani« dolg
traditional convertible bonds	= navadne zamenljive obveznice
warrant	= nakupni bon
zero-coupon convertible bonds	= brezkuponske zamenljive obveznice