

ILGALAIKIS FINANSAVIMAS

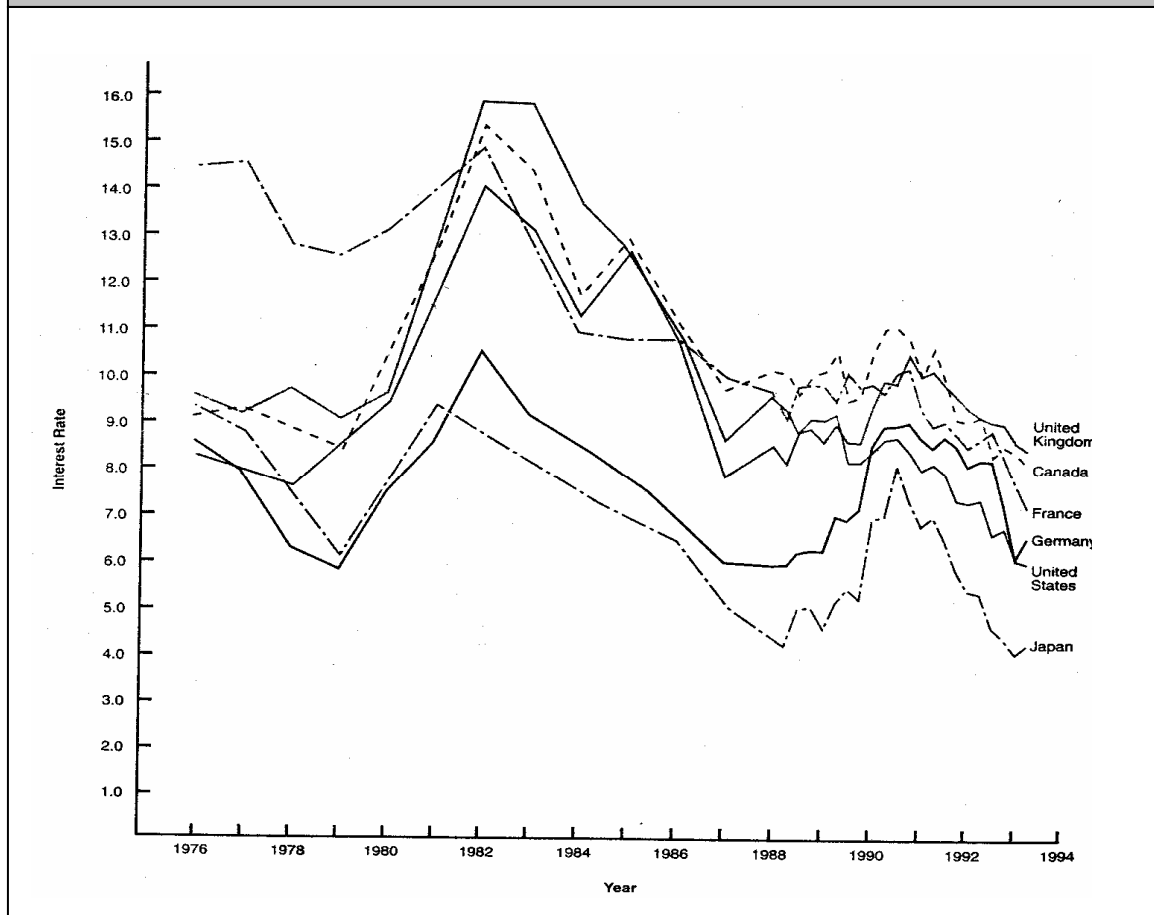
Daugianacionalinėms korporacijoms (DNK) paprastai ilgalaikių projektų finansavimui naudoja ilgalaikius lėšų šaltinius. Jos turi priėjimą prie vietinių ir užsienio lėšų šaltinių. Prieš priimančią galutinį sprendimą, DNK pirmiausiai verta apsvarstyti visas galimas finansavimo formas. Šio skyriaus tikslai yra:

- išsiaiškinti, kodėl DNK nagrinėja ilgalaikį finansavimą užsienio valiuta;
- išsiaiškinti, kaip pasinaudoti ilgalaikio finansavimo užsienio valiuta teikiamomis galimybėmis;
- išsiaiškinti, kaip ilgalaikio finansavimo užsienio valiuta įvertinimas yra pritaikomas obligacijoms su kintamomis palūkanų normomis.

ILGALAIKIO FINANSAVIMO SPRENDIMAS

Kai kurie DNK ilgalaikio finansavimo sprendimų aspektai yra panašūs į trumpalaikio finansavimo sprendimus. Prisiminkime, kad “efektyvi” trumpalaikio finansavimo kaina apima tiek nustatytą palūkanų normą, tiek procentinius valiutos, kuria pasiskolinta, kurso pokyčius per visą paskolos laikotarpį. Kaip skiriasi trumpalaikių banko paskolų palūkanų normos priklausomai nuo valiutos, taip gali skirtis ir obligacijų palūkanos. Paveikslas 20.1 parodo kelių skirtingų šalių ilgalaikių obligacijų palūkanų normas. Bet kuriuo laiko momentu palūkanų skirtumas yra akivaizdus. Palūkanos, pavaizduotos paveiksle, negali būti paaiškintos valiutų kursų svyravimais. Tai yra, kiekviena pavaizduota palūkanų norma atspindi tai, ką investitorius tam tikros šalies *viduje* uždirbtų iš obligacijų, denominuotų vietine valiuta.

Paveikslas 20.1. Obligacijų pelningumas įvairiose šalyse



Kadangi obligacijos, denominuotos užsienio valiutomis, kartais turi mažesnes palūkanas, JAV korporacijos dažnai svarsto galimybę išleisti denominuotas šiomis valiutomis obligacijas tose užsienio šalyse. Tačiau faktinės JAV korporacijos finansavimo sąnaudos, išleidžiančios užsienio valiuta denominuotas obligacijas, priklauso nuo tos valiutos ir JAV dolerio santykio per visą finansavimo laikotarpį. Todėl nėra jokios garantijos, kad obligacijos kainuos mažiau nei denominuotos JAV doleriais. Besiskolinanti firma turi apmokėti kuponus ta valiuta, kuria denominuotos obligacijos. Jei šios valiutos vertė firmos vietinės valiutos atžvilgiu pakilo, lėšų apmokėti kuponus poreikis išaugs. Dėl šios priežasties firmos ne visada denominuos skolą ta valiuta, kuri sąlygojo žemą palūkanų normą.

Priimti ilgalaikio finansavimo sprendimą DNK turi (1) nustatyti reikalingų lėšų sumą, (2) atlikti kainos, už kurią ji gali išleisti obligacijos, prognozę ir (3) atlikti valiutos, kuria bus denominuotos obligacijos, periodinių kurso verčių prognozę. Ši informacija gali būti panaudota obligacijų finansavimo sąnaudų, kurios gali būti palygintos su finansavimo sąnaudomis, nustatymui, jei firma pasinaudota savo vietine valiuta. Galų gale, turi būti atsižvelgta ir į neapibrėžtumą, susijusį su faktinėmis finansavimo sąnaudomis, patirtinomis dėl užsienio finansavimo. Toliau pateikiamas finansavimo Euroobligacijomis analizės pavyzdys.

PRAKTIKOJE

PASAULINĖS OBLIGACIJŲ RINKOS KAINOS

Kaip čia parodyta, The Wall Street Journal pateikia vyriausybinių obligacijų įvairiose šalyse kainas ir palūkanas. Obligacijų indeksas įvertintas kiekvienai šaliai, siekiant nustatyti pelną vietine valiuta. Pelnas yra matuojamas kaip procentinis pokytis palyginus su ankstesne diena, su ankstesniu mėnesiu ir su metų pradžia. Indeksas taip nustatytas ir JAV požiūriu, siekiant įvertinti JAV investitorių veiklą. Pastebėkite, kaip metinis obligacijų pelnas šiai dienai (year-to-date) obligacijų pelnas, nustatytas vietine valiuta, gali gerokai skirtis nuo tų pačių obligacijų pelno, išmatuoto JAV investitorių požiūriu.

ŠALTINIS: *The Wall Street Journal*, 1994 m. Liepos 21, p. C22. Perspausdinta *The Wall Street Journal* leidimu © 1994, Dow Jones & Company, Inc. Visos teisės apsaugotos.

| Tarptautinių obligacijų bendros pelno normos | | | | | | | | | | |
|---|-----------------------------|---------|--------|--------|--------------|-----------------------|---------|--------|--------|--------------|
| Procentais, remiantis Salomon Brother's pasaulio vyriausybinių obligacijų indeksu | | | | | | | | | | |
| | VIETINĖS VALIUTOS ATŽVILGIU | | | | | JAV DOLERIO ATŽVILGIU | | | | |
| | INDEKSO VERTĖ-A | 1 DIENA | 1 MĖN. | 3 MĖN. | NUO 31/12 | INDEKSO VERTĖ-A | 1 DIENA | 1 MĖN. | 3 MĖN. | NUO 31/12 |
| Japonija | 186,45 | -0,18 | +1,32 | +0,25 | -3,75 | 475,19 | +0,09 | +4,61 | +4,86 | +8,77 |
| Britanija | 282,06 | -0,41 | +3,56 | -0,02 | -8,16 | 377,24 | -1,10 | 4,22 | +4,23 | -3,84 |
| Vokietija | 196,49 | -0,38 | +2,52 | +1,12 | -1,44 | 395,56 | -0,97 | +4,64 | +9,38 | +9,28 |
| Prancūzija | 271,47 | -0,13 | +3,37 | -0,44 | -4,45 | 488,54 | -0,57 | +5,27 | +7,99 | +5,15 |
| Kanada | 273,91 | -1,05 | +1,98 | -1,94 | -7,99 | 261,17 | -1,08 | +2,99 | -1,72 | -11,83 |
| Olandija | 202,66 | +0,02 | +3,36 | +1,22 | -2,96 | 410,63 | -0,68 | +5,45 | +9,60 | +7,27 |
| Ne JAV | 222,57 | -0,18 | +2,1 | -0,20 | -3,86 | 404,32 | -0,42 | +4,28 | +5,51 | +5,60 |
| Pasaulis* | 238,98 | -0,28 | +1,39 | +0,16 | -3,6 | 319,72 | -0,43 | +2,76 | +3,71 | +2,17 |

* Apima 14 tarptautinių vyriausybinių obligacijų rinkas NP= nepritaikoma a-1984 gruodžio 31 d. = 100

Finansavimas stabilia valiuta

Panagrinėkime JAV DNK, kuriai reikia trims metams pasiskolinti \$1.000.000. Tai yra palyginus maža lėšų suma ir trumpas laikotarpis, kalbant apie obligacijų finansavimą, bet paprastumo dėlei priimkime tokias prielaidas. Tarkime, kad firma tikisi parduoti doleriais denominuotas obligacijas už jų nominalią vertę, jei ji pasiūlys kuponų normą, lygią 14%. Taip pat ji gali denominuoti obligacijas Vokietijos markėmis ir parduoti jas Euroobligacijų rinkoje. Šiuo atveju ji turėtų konvertuoti pasiskolintas markes į dolerius tam, kad galėtų pasinaudoti lėšomis pagal paskirtį. Be to, kiekvienas metais jai reikės gauti markių apmokėti kuponus. Tarkime, kad esamas Vokietijos markės kursas yra \$ 0,5. Firmai reikia 2.000.000 DM (apskaičiuota kaip \$ 1.000.000/\$ 50 už markę), siekiant gauti \$ 1.000.000. Firma tikisi parduoti denominuotas markėmis obligacijas už jų nominalią vertę, jei ji pasiūlys 10% kuponų normą.

Abiejų finansavimo alternatyvų sąnaudos pateiktos paveiksle žemiau. Pateikiamas mokėjimų planas kiekvienam finansavimo būdui.

Paveikslas 20.2. Finansavimas, išleidžiant obligacijas, denominuotas doleriais ir markėmis

| Finansavimo alternatyva | Metų pabaiga | | | Metinė finansavimo kaina |
|--|--------------|-----------|-------------|--------------------------|
| | 1 | 2 | 3 | |
| 1) Doleriais denominuotos obligacijos (kupono norma = 14%) | \$140.000 | \$140.000 | \$140.000 | 14% |
| 2) Markėmis denominuotos obligacijos (kupono norma = 10%) | DM200.000 | DM200.000 | DM2.200.000 | - |
| Prognozuojamas DM valiutos kursas | \$0,50 | \$0,50 | \$0,50 | - |
| Mokėjimai doleriais | \$100.000 | \$100.000 | \$1.100.000 | 10% |

Mokėjimai, jei firma taiko finansavimą doleriais denominuotomis obligacijomis, yra žinomi. Be to, žinoma ir markių suma, reikalinga kiekvieno laikotarpio gale, jei firma pasirinko markėmis denominuotas obligacijas. Tačiau būsimas markės kursas neaiškus, todėl dolerių suma, reikalinga įsigyti markes kiekvienais metais, nėra žinoma. Jei valiutų kursas nesikeis, metinė finansavimo kaina, pasirinkus markes, yra 10% ir ji yra mažesnė už 14% metinę finansavimo kainą, pasirinkus dolerius.

Finansavimo sąnaudų palyginimas, esant skirtingų valiutų obligacijomis, gali būti atliktas, nustatant metinę finansavimo kainą kiekvienai obligacijų rūšiai JAV firmos požiūriu. Palyginimas yra parodytas paskutiniame paveikslo 20.2 stulpelyje. Metinė finansavimo kaina atspindi diskonto normą, kurią naudojant, diskontuotų būsimų mokėjimų suma, t.y. jų dabartinė vertė, bus lygi pasiskolintai sumai. Tai panašu į taip vadinamą pelną laikotarpio pabaigai (yield to maturity), tik jis yra įvertintas skolininko, o ne investitoriaus, požiūriu. Kuomet pradinė obligacijų kaina yra lygi jų nominaliai vertei ir nėra jokių valiutų kursų pasikeitimų, metinė finansavimo kaina paprasčiausiai lygi kuponų normai. Taigi, metinės finansavimo sąnaudos doleriais denominuotoms obligacijoms būtų lygios 14%. Jeigu tikėtina, jog markės vertė laikui bėgant kils, metinės finansavimo sąnaudos gali būti nustatytos, naudojant tą patį skaičiavimą.

Mūsų pavyzdžio atveju, denominuota markėmis skola yra pigesnė. Tačiau nerealu priimti, kad laikui bėgant markė išliks stabili. Todėl kai kurios DNK gali nuspręsti išleisti doleriais dominuotą skolą, net tuo atveju, jei tai atrodo brangiau. Potencialūs sutaupymai, išleidžiant obligacijas užsienio valiuta, turi būti palyginti su tokio būdo potencialia rizika. Mūsų pavyzdžio atveju, rizika apima galimybę, kad markės kursas pakils tiek, jog markėmis denominuotos obligacijos taps brangesnėmis nei obligacijos doleriais.

Finansavimas stipria valiuta

Siekiant atspindėti riziką, susijusią su finansavimu, išleidžiant denominuotas markėmis obligacijas, tarkime, kad markės kursas pakils nuo \$0,50 iki \$0,55 pirmųjų metų pabaigoje, iki \$0,60 - antrųjų metų pabaigoje ir iki \$0,65 - trečiųjų metų pabaigoje. Šiuo atveju mokėjimai, kuriuos turi atlikti JAV firma, pavaizduoti paveiksle 20.3.

Paveikslas 20.3. Finansavimas, išleidžiant denominuotas Vokietijos obligacijas markėmis, stiprios markės laikotarpiu

| | Metų pabaiga | | | Metinė finansavimo kaina |
|-----------------------------------|--------------|-----------|-------------|--------------------------|
| | 1 | 2 | 3 | |
| Mokėjimai Vokietijos markėmis | DM200.000 | DM200.000 | DM2.200.000 | - |
| Prognozuojamas DM valiutos kursas | \$0,55 | \$0,60 | \$0,65 | - |
| Mokėjimai doleriais | \$110.000 | \$120.000 | \$1.430.000 | 20,11% |

Palyginus tokio scenarijaus mokėjimus doleriais su mokėjimais, kuriuos turėtų atlikti firma, jei pasirinktų doleriais denominuotas obligacijas, tampa akivaizdi rizika, su kuria firma susiduria išleisdama obligacijas užsienio valiuta. Obligacijų užsienio valiuta finansavimui ypatingai kritiškas yra paskutinis mokėjimų laikotarpis. Tuomet reikia apmokėti ne tik kuponus, bet ir padengti nominalią obligacijų vertę. Paprastai valiutų kursų svyravimą ilgesniam laikotarpiui prognozuoti sunku. Todėl kai nominalios vertės padengimo laiko momentas yra gerokai nutolęs, gali būti faktiškai neįmanoma turėti patikimą įvertinimą, koks valiutų kursas bus tuo metu. Dėl šios priežasties kai kurios firmos gali jaustis gana nejaukiai, išleisdamos obligacijas užsienio valiuta.

Finansavimas silpna valiuta

Kaip valiutos kurso augimas padidina periodinis obligacijų išleidėjo mokėjimus, tokiu pat būdu valiutos kurso smukimas sumažina juos. Siekiant tai pavaizduoti, panagrinėkime ankstesnę trijų metų obligacijų, denominuotų Vokietijos markėmis, išleidimo situaciją. Tarkime, kad pirmųjų metų pabaigai markė nukrito nuo \$0,50 iki \$0,48, antrųjų metų pabaigai – iki \$0,46 ir trečiųjų metų - \$0,40. JAV firmos mokėjimai tokioje situacijoje parodyti paveiksle 20.4. Palyginus šio scenarijaus išmokas doleriais su išmokomis, jei obligacijos būtų denominuotos doleriais, akivaizdu, jog užsienio finansavimas lemia nemažus potencialius sutaupymus.

Paveikslas 20.4. Finansavimas per obligacijas denominuotas Vokietijos markėmis silpnos markės laikotarpiu

| | Metų pabaiga | | | Metinė finansavimo kaina |
|-----------------------------------|--------------|-----------|-------------|--------------------------|
| | 1 | 2 | 3 | |
| Mokėjimai Vokietijos markėmis | DM200.000 | DM200.000 | DM2.200.000 | - |
| Prognozuojamas DM valiutos kursas | \$0,48 | \$0,46 | \$0,40 | - |
| Mokėjimai doleriais | \$96.000 | \$92.000 | \$880.000 | 2,44% |

Iki šiol buvo įvertinti trys scenarijai: 1) stabili markė; 2) kylanti markė; 3) krentanti markė. Paveikslas 20.5 apibendrina visų trijų scenarijų rezultatus, parodydamas kiek valiutos kursas gali įtakoti denominuotų užsienio valiuta obligacijų mokėjimus.

Paveikslas 20.5. Valiutos kurso poveikis markėmis denominuotų obligacijų mokėjimams

| Valiutos kurso scenarijus | Mokėjimai doleriais metų pabaigoje | | | Metinė finansavimo kaina |
|-----------------------------|------------------------------------|-----------|-------------|--------------------------|
| | 1 | 2 | 3 | |
| 1 scenarijus: stabili markė | \$100.000 | \$100.000 | \$1.100.000 | 10,00% |
| 2 scenarijus: stipri markė | \$110.000 | \$120.000 | \$1.430.000 | 20,11% |
| 3 scenarijus: silpna markė | \$96.000 | \$92.000 | \$880.000 | 2,44% |

FAKTINĖS OBLIGACIJŲ FINANSAVIMO SĄNAUDOS

Panagrinėkime JAV firmą, kuri 1976 metų sausyje pardavė obligacijas, denominuotas Britanijos svarais, už £10 mln. nominalią vertę ir su 10% kuponų norma. Tokiu būdu firmai kiekvienų metų gale reikėjo mokėti £1 mln. Tarkime, kad ši firma D. Britanijoje neturėjo jokio verslo, todėl kiekvienais metais jai reikėjo keisti dolerius į svarus tam, kad galėtų atlikti kuponų mokėjimus. Paveikslas 20.6 parodo, kaip kiekvienais metais kistų mokėjimai, remiantis faktiniu valiutos kursu. 1980 metais, kai svaras buvo vertas \$2,3950, kuponų mokėjimai sudarytų \$2 395 000. Po ketverių metų svaras buvo vertas \$1,1592 ir tai lemtų \$1 159 000 kuponų mokėjimus. Taigi 1984 metų firmos kuponų mokėjimai JAV doleriais buvo beveik du kartus mažesni nei 1980 metais, nors reikalinga mokėti suma svarais kiekvienais metais buvo vienoda. Bendrai paėmus, kuponų mokėjimai doleriais išaugo 80-ųjų pabaigoje (kai svaras pakilo) ir nukrito 90-ųjų pradžioje (kai svaras smuko). Šiame pavyzdyje aiškiai parodyta stipri valiutų kursų svyravimo įtaka obligacijų, denominuotų užsienio valiuta, finansavimo sąnaudoms. Faktinė įtaka priklausys nuo denominavimo valiutos, kadangi valiutų kursai dolerio atžvilgiu juda skirtingai. Vis dėlto, dauguma valiutų kursų svyravimų yra tarpusavyje tiesiogiai susiję, todėl bendros finansavimo sąnaudų tendencijos yra panašios.

| Paveikslas 20.6 Svarais denominuotų obligacijų metinio finansavimo faktinės sąnaudos JAV požiūriu | Metų pabaiga | Valiutos kursas | JAV \$ reikalingi padengti £1 mln. metinius kuponų mokėjimus |
|--|--------------|-----------------|---|
| | | 1976 | \$ 1,7025 |
| | 1977 | 1,9200 | 1 920 000 |
| | 1978 | 2,0435 | 2 043 500 |
| | 1979 | 2,2145 | 2 214 500 |
| | 1980 | 2.3950 | 2 395 000 |
| | 1981 | 1,9280 | 1 928 000 |
| | 1982 | 1,6200 | 1 620 000 |
| | 1983 | 1,4250 | 1 452 500 |
| | 1984 | 1,1592 | 1 159 200 |
| | 1985 | 1,4445 | 1 444 500 |
| | 1986 | 1,4745 | 1 474 500 |
| | 1987 | 1,8570 | 1 857 000 |
| | 1988 | 1,8095 | 1 809 500 |
| | 1989 | 1,6055 | 1 605 500 |
| | 1990 | 1,9255 | 1 925 500 |
| | 1991 | 1,8707 | 1 870 700 |
| | 1992 | 1,7827 | 1 782 700 |
| | 1993 | 1,4925 | 1 492 500 |

OBLIGACIJŲ DENOMINAVIMO ALTERNATYVŲ PALYGINIMAS

Firma, kuriai reikalingos ilgalaikės lėšos, turi nuspręsti, kuria valiuta denominuoti obligacijas. Nagrinėdama tokią užsienio valiutą, kuria ateityje ji neturės jokių įplaukų, firma turi įvertinti, ar potencialiai ši valiuta stipri ar silpna. Vienas iš galimų būdų įvertinti kiekvieną valiutą yra numatyti jos kurso prognozę kiekvienam laikotarpiui, už kurį reikės sumokėti obligacijų turėtojams, ir, remiantis prognozuojamais valiutų kursais, apskaičiuoti vietinės valiutos sumą, reikalingą padengti mokėjimus. Tačiau tiksliai nustatyti būsimas valiutos kurso reikšmes yra sunku, todėl toks būdas gali atvesti ir prie klaidingo sprendimo. Todėl, prognozuojant būsimus valiutos kursus, reikėtų naudoti kelis alternatyvius būdus.

Valiutos kurso tikimybių panaudojimas

Alternatyvus būdas numatyti ateities valiutų kursus yra valiutos kursų tikimybinio pasiskirstymo sudarymas kiekvienam laikotarpiui, kuriuo bus vykdomi mokėjimai obligacijų turėtojams. Šiuo atveju valiutos kurso *tikėtina vertė* kiekvienam laikotarpiui gali būti apskaičiuota, dauginant kiekvieną galimą valiutos kursą iš su juo susijusios tikimybės ir susumuojant gautas sandaugas. Tuomet valiutos kurso tikėtina vertė gali būti panaudota prognozuojant pinigų srautus, reikalingus sumokėti obligacijų turėtojams už kiekvieną laikotarpį. Valiutos kurso tikėtina vertė priklausomai nuo laikotarpio gali kisti. Po tikimybinio pasiskirstymo sudarymo ir tikėtinų verčių apskaičiavimo, galima įvertinti tikėtiną finansavimo kainą ir palyginti ją su finansavimo kaina, išleidžiant obligacijas vietine valiuta.

Naudojant šį būdą, gaunami atskiri mokėjimai kiekvienam mokėjimų laikotarpiui ir iš šių mokėjimų nustatoma metinė finansavimo kainą per visą obligacijų galiojimo trukmę. Šis būdas nenustato galimų rezultatų ribų, todėl sunku įvertinti tikimybę, kad denominuotos užsienio valiuta obligacijos bus brangesnės nei vietine valiuta denominuotos obligacijos. Šią riziką įmanoma išmatuoti, panaudojant modeliavimą. Šis būdas pristatytas žemiau.

Modeliavimo panaudojimas

Kai įmonė svarsto obligacijų užsienio valiuta išleidimo klausimą, ji gali sudaryti valiutos kurso tikimybinį pasiskirstymą kiekvienų metų pabaigai (arba bet kokiam laiko momentui, kai reikia apmokėti kuponus). JAV firma gali įvesti šį valiutos kursų tikimybinį pasiskirstymą į kompiuterinę modeliavimo programą. Tuomet programa iš valiutų kursų pasiskirstymo atsitiktinai pasirenks vieną iš galimų reikšmių kiekvienų metų pabaigai ir, remdamasi šiais kursais, nustatys būtinus mokėjimus. Toliau bus nustatyta finansavimo kaina. Iki šiol aprašytas veiksmas apibūdina vieną iteraciją. Toliau programa pakartos šį veiksmą, vėl iš valiutų kursų pasiskirstymo atsitiktinai pasirinkdama vieną iš galimų reikšmių kiekvienų metų pabaigai. Tai leis pateikti naują mokėjimų, atspindinčių šias atsitiktinai pasirinktas reikšmes, planą. Nustatoma antros iteracijos finansavimo kainą. Modeliavimo programa kartoja šį veiksmą, galbūt net 100 ar pan. kartų (tiek kartų, kiek norima).

Kiekvienos iteracijos atveju pasiūlomas būsimų valiutų kursų galimas scenarijus, kuris toliau naudojamas nustatyti metinę finansavimo kainą, jei scenarijus taptų realybe. Taigi modeliavimas sudaro metinių finansavimo kainų tikimybinį pasiskirstymą, kuris gali būti palygintas su žinoma finansavimo kaina, jei obligacijos būtų denominuotos JAV doleriais (vietine valiuta). Toks palyginimas nustatys tikimybę, jog užsienio valiuta denominuotos obligacijos bus pigesnės nei doleriais denominuotos obligacijos.

FINANSAVIMAS, ESANT KINTAMAI EUROOBLIGACIJŲ NORMAI

Dažnai Euroobligacijos išleidžiamos ne su pastovia, o su kintama kupono norma. Tai reiškia, kad kupono norma svyruoja laike priklausomai nuo palūkanų normų. Pavyzdžiui, kuponų norma gali būti tam tikru būdu susieta su **Londono tarpbankine palūkanų norma (LIBOR)**, t.y. norma už kurią Europos bankai skolinga lėšas vieni kitiems. Jei LIBOR išauga, pakyla ir kintamų normų obligacijų kuponų norma. Svyruojanti kuponų norma gali būti naudinga obligacijų emitentams krentančių palūkanų normų laikotarpiu, kai kitu atveju firmos būtų "surakintos" aukštesnės kuponų normos per visą obligacijų galiojimo trukmę. Iš kitos pusės, svyruojanti kuponų norma nėra naudinga kylančių palūkanų normų laikotarpiu.

Kai kuponų normos yra pastovios, vienintelis neapibrėžtas kintamasis, kurį reikia įvertinti, svarstant obligacijų denominavimą užsienio valiuta, yra valiutų kursas. Jei kuponų norma yra svyruojanti, tuomet prognozuoti reikia ne tik valiutų kursus, bet ir palūkanų normas. Prisiminkime, kad modeliavimas gali būti naudojamas įvertinti finansavimo, išleidžiant obligacijas, galimas išlaidas, remiantis įvairiais galimais valiutos kurso scenarijais. Modeliavimas gali būti kartu naudojamas ir vertinti galimas kuponų normos išlaidas per visą paskolos laikotarpį bei sudaryti metinės finansavimo kainos tikimybinį pasiskirstymą.

UŽSIENIO OBLIGACIJŲ VALIUTOS KURSO RIZIKA

Kalbant apie finansavimą, išleidžiant obligacijas, reikia įvertinti ne tik potencialius sutaupymus dėl obligacijų denominavimo užsienio valiuta, bet ir riziką, sąlygotą valiutos kurso svyravimo. Ne visos užsienio valiutos susijusios su ta pačia rizika. JAV skolininko požiūriu obligacijos, denominuotos Kanados doleriais, yra mažiau rizikingos negu obligacijos, denominuotos Vokietijos markėmis (priėmus prielaidą, kad nėra jokios kompensuojančios šių valiutų pozicijos). Priežastis yra ta, kad laikui bėgant Kanados doleris JAV dolerio atžvilgiu svyruoja mažiau. Todėl mažiau tikėtina, kad jis smarkiai nukryps nuo prognozuojamo valiutos kurso. Jei visos kitos dviejų obligacijų, denominuotų skirtingomis valiutomis, charakteristikos yra panašios, JAV skolininkas turėtų teikti pirmenybę obligacijoms, denominuotoms stabilesne valiuta.

Praktikoje

EUROOBLIGACIJŲ RINKOS PANAUDOJIMAS

Daugelis JAV DNK, tame tarpe ir Johnson & Johnson, Monsanto, RCA Corporation, Burroughs Corporation, General Electric, Procter & Gamble, Westinghouse ir IBM, naudoja Euroobligacijų rinką kaip finansavimo šaltinį. Kai kurios JAV DNK naudoja Euroobligacijų rinką išleisti obligacijas, denominuotas kita valiuta nei doleriai. Tuo tarpu vienos obligacijų yra susijusios su valiutos kurso rizika, kitos padengiamos pajamomis ta pačia valiuta. Pavyzdžiui, Sperry Corporation išleido 10 metų obligacijas Šveicarijoje. Kuponų mokėjimai buvo atliekami Šveicarijos frankais. Šveicarijos palūkanų normos buvo žemesnės nei JAV normos, todėl Sperry sumažino savo palūkanų mokėjimus. Tuo tarpu kartais tokia strategija atsisuka prieš obligacijų išleidėjus, kai valiuta, kuria denominuota skola, stiprėja, tačiau Sperry apsisaugojo

nuo tokios tikimybės. Jos Šveicariškas filialas panaudojo dalį savo dividendų, kurie paprastai buvo pervedami į motininę kompaniją, apmokėti obligacijų palūkanas. Kai kurios DNK panaudoja įvairias valiutas denominuoti savo obligacijas. Pavyzdžiui, CPC International Inc. neseniai išleido vieną denominuotą Vokietijos markėmis obligacijų emisiją ir kitą – denominuotą Šveicarijos frankais. Dow Chemical turi obligacijų, kurios denominuotą jenomis, markėmis, svarais ir net Kuveito dinarais. Valiutų diversifikavimo tikslas gali būti tiek valiutos kurso rizikos sumažinimas (palyginus su viena užsienio valiuta denominuotų obligacijų rizika), tiek įvairių pajamų skirtingomis valiutomis suderinimas.

Apsidraudimas nuo valiutos kurso rizikos

Nuo finansavimo, išleidžiant denominuotas užsienio valiuta obligacijas, valiutos kurso rizikos galima apsidrausti, kompensuojant ją pajamomis šia valiuta arba pasinaudojant išankstiniais sandoriais.

Kompensavimas pajamomis. Kai kurios firmos gali turėti pajamų tam tikromis valiutomis, kurios galėtų kompensuoti mokėjimus, susijusius su finansavimu, išleidžiant obligacijas. Taigi įmanomas finansavimas, išleidžiant obligacijas užsienio valiuta, kuris lemia žemesnę kupono normą, kartu nesusiduriant su valiutos kurso rizika. Vis dėlto mažai tikėtina, kad firma galėtų tobulai suderinti laiką ir išlaidas, sąlygotas užsienio valiuta denominuotų obligacijų, su pajamomis šia valiuta. Todėl tam tikru laipsniu valiutos kurso svyravimo rizika egzistuos. Tačiau rizika gali būti žymiai sumažinta, jei firma gauna pajamas būtent ta valiuta, kuria išleistos obligacijos. Tai gali padėti stabilizuoti firmos pinigų srautus. Ne mažai DNK, tam tarpe Allied-Signal Inc. ir Coca-Cola Company, išleidžia obligacijas kai kuriomis užsienio valiutomis, kuriomis jos gauna iš savo veiklos.

Net tuomet kai firma nesitiki gauti pajamų užsienio valiuta, ji kartais gali išleisti obligacijų, denominuotų užsienio valiuta, siekdama stabilizuoti grynuosius pinigų srautus. Pavyzdžiui, panagrinėkime JAV firmą, kuri dažnai eksportuoja produktus į Vokietiją, kurių kainą išreikšta JAV doleriais. Jei doleris stiprėja, eksportas Vokietijos pirkėjui tampa brangus ir tokiu būdu JAV produktų paklausa sumažėja. Paprastai tai sumažins pajamas. Tačiau, jei prieš tai būtų išleistos markėmis denominuotos obligacijos, stipresnis doleris nulemtų, jog reikėtų mažiau dolerių įsigyti pakankamą markių sumą, reikalingą apmokėti kuponus, o tai sumažintų išlaidas. Bendrai paėmus, tiek pajamų, tiek išlaidų sumažėjimas gali neturėti žymios įtakos

gryniesiems pinigų srautams. Jeigu doleris susilpnėtų, obligacijų kuponų padengimo mokėjimai išaugtų. Tačiau padidėjusius išlaidos būtų mažiausiai dalinai kompensuotos padidėjusiomis pajamomis dėl didesnio JAV firmos eksporto, kurį lemtų silpnas doleris.

Išankstiniai sandoriai. Kai obligacijų, denominuotų užsienio valiuta, kuponų norma yra žemesnė nei obligacijos vietine valiuta, firma gali nuspręsti išleisti obligacijas užsienio valiuta ir kartu apsidrausti nuo valiutos kurso rizikos išankstinėje rinkoje. Kartais išankstinė rinka gali pasiūlyti sandorius penkeriems ir daugiau metams, todėl toks sprendimas įmanomas. Firma iš anksto gali susitarti dėl užsienio valiutos pirkimo kiekvienu momentu ateityje, kai reikės atlikti mokėjimus. Tačiau tikėtina, kad išankstinis kursas kiekvienam laiko horizontui bus aukštesnis nei momentinio pirkimo kursas. Todėl šių būsimųjų mokėjimų apdraudimas gali būti tiek pat brangus kaip ir finansavimo sąnaudos, išleidžiant obligacijas doleriais. Šis ryšis yra panašus į palūkanų normos paritetą, aptartą ankstesniame skyriuje, išskyrus tai, kad šiame skyriuje nagrinėjame ilgalaikėje, o ne trumpalaikėje, perspektyvoje.

DAUGIAVALIUTINIS ILGALAIKIS FINANSAVIMAS

Iki šiol nagrinėjome obligacijų denominavimo tinkamiausia valiuta klausimą. Kai kuriais atvejais skolininko geriausias pasirinkimas gali būti ne vienintelė valiuta ar vienos rūšies obligacijos, o valiutų portfelis. Kadangi obligacijų galiojimo trukmė yra per ilga, siekiant įvertinti atskirą valiutą kaip saugią, diversifikuotų valiutų portfelis galėtų sumažinti obligacijų emitento riziką. Pavyzdžiui, JAV firma gali denominuoti obligacijas ne viena, o keliomis užsienio valiutomis, tokiu būdu žymus atskiros valiutos kurso šuolis nepadarys žymios įtakos dolerių sumai, reikalingai padengti finansinius mokėjimus. Siekiant parodyti potencialius obligacijų diversifikavimo privalumus, panagrinėkime JAV DNK pavyzdį. Kompanija planuoja išleisti obligacijas ir svarsto keturias alternatyvas:

1. išleisti obligacijas, denominuotas JAV doleriais,
2. išleisti obligacijas, denominuotas Japonijos jenomis,
3. išleisti obligacijas, denominuotas Šveicarijos frankais,
4. išleisti dalį obligacijų Japonijos jenomis ir dalį Šveicarijos frankais.

Tarkime, kad DNK neturi jokių atvirų pozicijų nei Japonijos jenomis nei Šveicarijos frankais. Taip pat priimkime, kad JAV doleriais denominuotų obligacijų kuponų norma yra 14 %, o jenomis bei frankais denominuotų obligacijų – 8%. Tikimasi, kad bet kokios obligacijos galėtų būti parduotas už nominalią vertę.

Obligacijų, denominuotų doleriais, ir obligacijų, denominuotų kitomis valiutomis, kuponų normos gerokai skiriasi. Jei Šveicarijos frankas dolerio atžvilgiu pakils, faktinės finansavimo sąnaudos, išleidus frankais denominuotas obligacijas, gali būti didesnės už sąnaudas, išleidus doleriais denominuotas obligacijas. Jei Japonijos jenos kursas dolerio atžvilgiu gerokai šoktels, jenomis denominuotų obligacijų finansavimo sąnaudos gali būti didesnės nei doleriais denominuotų obligacijų. Jei frankų ir jenu valiutų kursai dolerio atžvilgiu kils priešingomis kryptimis, gali būti taip, kad abiejų rūšių obligacijos nebus vienu kartu brangesnės už doleriais denominuotas obligacijas. Tokiu būdu finansavimas, išleidus dviejų rūšių obligacijas, beveik užtrikintų, kad bendros JAV firmos finansavimo sąnaudos bus mažesnės už sąnaudas, išleidus doleriais denominuotas obligacijas.

Realybėje nėra jokios garantijos, kad Šveicarijos frankų ir Japonijos jenu valiutų kursai judės priešingomis kryptimis. Tačiau, jei valiutų kursų kitimas nėra stipriai susijęs, mažai tikėtina, kad abi valiutos vienu metu pakils tiek, kad tai kompensuotų jų žemesnių kuponų normų

teikiamus privalumus. Todėl finansavimas, išleidžiant obligacijas, denominuotas daugiau nei viena užsienio valiuta, gali padidinti tikimybę, kad bendros užsienio finansavimo sąnaudos bus mažesnės už finansavimo vietine valiuta (mūsų atveju JAV doleriais). Šis pavyzdys apima tik dvi užsienio valiutas. Realybėje firma gali svarstyti kelias valiutas, kurių naudojimas siūlo žemesnes palūkanų normas ir išleisti obligacijas kiekviena iš šių valiutų. Tokia strategija gali padidinti kitas obligacijų išleidimo sąnaudas (reklamos, spausdinimo ir pan.), bet mažesni mokėjimai obligacijų turėtojams gali kompensuoti jas.

Valiutų “kokteilio” obligacijos

Egzistuoja būdas, kai firma gali vykdyti finansavimą keliomis valiutomis, neišleisdama skirtingų rūšių obligacijų (tokiu būdu išvengdama didesnių sandorių sąnaudų). Ji gali sukurti **valiutų kokteilio obligacijas**, denominuotas ne viena valiuta, o valiutų deriniu (arba “kokteiliu”). Euroobligacijų rinkoje valiutų kokteilio obligacijoms gali būti teikiama pirmenybė prieš vienos valiutos obligacijas, nes tai gali sumažinti valiutų kurso riziką.

Valiutų koktelis paprasčiausiai atspindi daugiavaliutinę sąskaitą. Siekiant denominuoti tarptautines obligacijas, buvo sukurti keli valiutų kokteiliai ir kai kurie iš jų tokiu būdu buvo panaudoti. Du iš labiau populiarių kokteilių yra **Europos valiutinis vienetas** (European Currency Unit, ECU) ir **Specialios skolinimo teisės** (Special Drawing Right, SDR). ECU yra susijęs su Europos valiutų svertinėmis valiutos vertėmis ir jo vertė kinta tik tuomet, kai keičiasi sudėtinių valiutų vertė. Kadangi ECU nustatomas, remiantis Europos valiutomis, jo pagrindiniai vartotojai yra Europos valiutinės sistemos nariai.

Specialios skolinimo teisės (SDR) iš pradžių buvo sukurtos kaip alternatyvus užsienio rezervų, bet dabar naudojamos denominuoti obligacijas ir bankų sąskaitas bei įkainoti įvairias paslaugas. SDR dabar apibrėžiamas kaip svertinis JAV dolerio, Vokietijos markės, Japonijos jenos, Britanijos svaro ir Prancūzijos franko derinys. Kiekvienai valiutai priskirtas svoris yra pagrįstas valiutos santykinė svarba tarptautinėje prekyboje ir finansavime.

APSIKEITIMO SANDORIŲ PANAUDOJIMAS DRAUDŽIANT FINANSAVIMO SĄNAUDAS

Kai DNK išleidžia obligacijas, kurios sukuria palūkanų normas arba valiutos kurso riziką, gali panaudoti apsikaitimo sandorius, siekdamas apsidrausti nuo šių rizikų. Palūkanų normas apsikaitimo sandoriai gali būti naudojami apsidrausti nuo palūkanų normos rizikos, o valiutos apsikaitimo sandoriai – nuo valiutos kurso rizikos.

Palūkanų normų apsikaitimo sandoriai

Kadangi Euroobligacijų rinkos populiarumas pakilo, panagrinėkime palūkanų normų apsikaitimo sandorius, kurie leidžia firmai pakeist fiksuotas normas mokėjimus į svyruojančios normas mokėjimus. Obligacijų išleidėjai naudoja palūkanų normų apsikaitimo sandorius, nes tokiu būdu jie gali performuoti būsimuosius obligacijų mokėjimus link patrauklesnės struktūros. Pavyzdžiui, panagrinėkime dvi firmas, kurios nori išleisti obligacijas:

- Stipri kompanija, turinti aukštus kreditinius reitingus, teikia pirmenybę skolinimuisi už svyruojančią palūkanų normą.

- Rizikinga kompanija, turinti žemus kreditinius reitingus, teikia pirmenybę skolinimuisi už fiksuotą palūkanų normą.

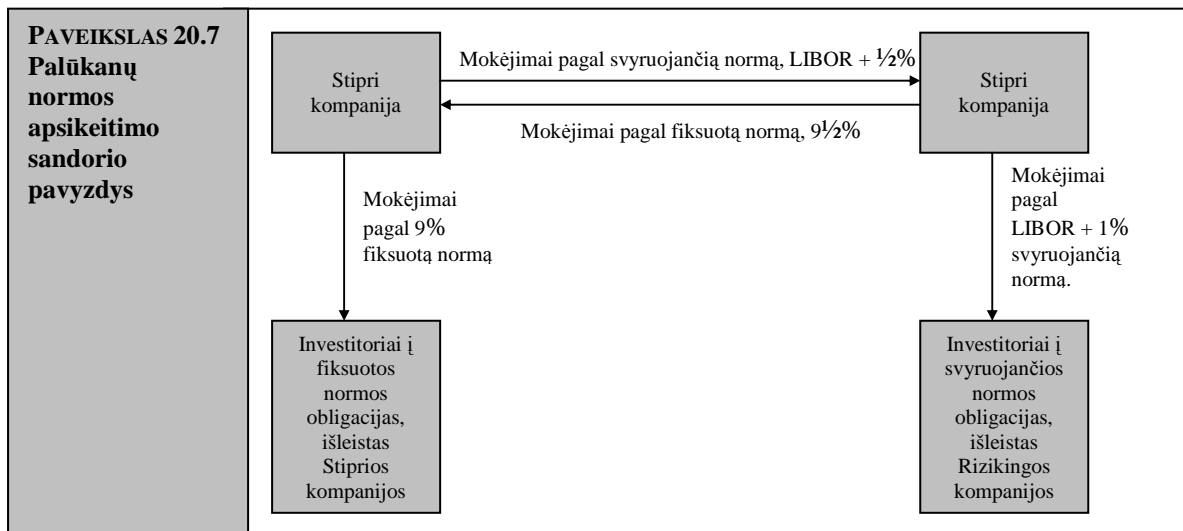
Tarkime, kad išleisdamos tiek svyruojančių normų, tiek fiksuotų normų Euroobligacijas, kompanijos turėtų mokėti tokias palūkanų normas:

| | Fiksuotos normos obligacijos | Svyruojančios normos obligacijos |
|---------------------|------------------------------|----------------------------------|
| Stipri kompanija | 9% | LIBOR + ½% |
| Rizikinga kompanija | 10½% | LIBOR + 1% |

LIBOR, Londono tarpbankinė palūkanų norma, laike keičiasi. Remiantis duota informacija, Stipri kompanija turi lyginamuosius privalumus, išleisdama tiek fiksuotos, tiek svyruojančios normos obligacijas. Tačiau lyginamasis fiksuotos normos obligacijų patrauklumas yra didesnis. Stipri kompanija galėtų išleisti fiksuotos normos obligacijas, o Rizikinga kompanija – svyruojančios normos obligacijas. Tuomet Stipri kompanija galėtų pasiūlyti Rizikingai kompanijai mokėti mokėjimus pagal svyruojančią normą mainais į mokėjimus pagal fiksuotą normą.

Tarkime, kad Stipri kompanija susitaria su Rizikinga kompanija, kad ji mokės LIBOR+1% svyruojančios normos mokėjimus mainais į 9½% fiksuotos normos mokėjimus. Paveikslas 20.7 parodo, kaip bus vykdomi palūkanų normų mainai. Stipriai kompanijai šis sandoris naudingas tuo, kad mainais gaunami fiksuotos normos mokėjimai viršija mokėjimus obligacijų turėtojams ½%. Jos svyruojančios normos mokėjimai Rizikingai kompanijai yra lygūs mokėjimams tuo atveju, jei kompanija būtų išleidusi svyruojančios normos obligacijas. Rizikinga kompanija mainais gauna LIBOR + ½%, kas yra ½% mažiau už tai, ką ji turi sumokėti savo svyruojančios normos obligacijos turėtojams. Tačiau ji moka 9½%, kas yra 1% mažiau už tai, ką ji turėtų mokėti, jei išleistų fiksuotos normos obligacijas. Bendrai paėmus, Rizikinga kompanija sutaupo ½% metinės finansavimo kainos.

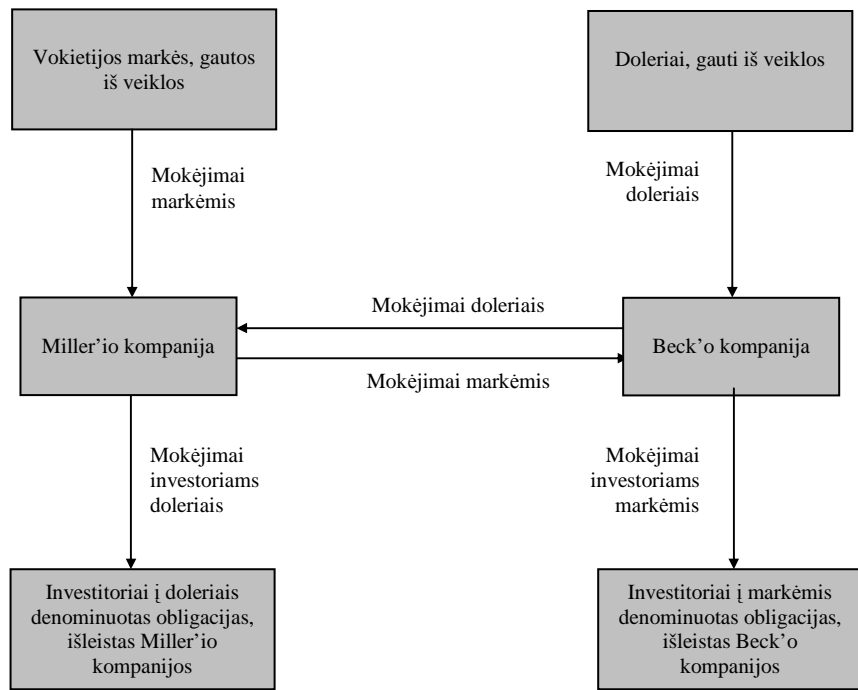
Verta paminėti du aprašytų apsikeitimo sandorių apribojimus. Pirmiausiai, egzistuoja laiko ir išteklių sąnaudos, susijusios su tinkamo kandidato apsikeitimo sandoriui paieška bei derybomis dėl apsikeitimo sandorio sąlygų. Antra, kiekvienas mainų dalyvis susiduria su rizika, kad kita pusė gali neįvykdyti mokėjimų. Dėl šios priežasties, paprastai į mainų susitarimus įtraukiami finansiniai tarpininkai. Jie suderina sandorio dalyvius, o taip pat prisiima išipareigojimų nevykdymo riziką. Už savo vaidmenį finansiniai tarpininkai ima mokesį, kuris sumažintų mūsų pavyzdyje įvertintą naudą, tačiau jų įtraukimas į sandorį yra esminis dalykas, siekiant efektyviai suderinti apsikeitimo sandorių dalyvius bei sumažinti susirūpinimą dėl išipareigojimų nevykdymo rizikos.



Valiutų apskaitimo sandoriai

Kiti apskaitimo sandoriai, naudojami papildyti obligacijų išleidimą – **valiutų apskaitimo sandoriai**, - leidžia firmoms periodiškai apskaiti valiutomis. Panagrinėkime JAV firmą, pavadinimu Miller kompanija. Ji ketina išleisti Vokietijos markėmis denominuotas obligacijas, nes ji obligacijų mokėjimus galėtų dengti pajamomis markėmis, kurias gautų iš esamos veiklos. Tačiau ši firma nėra gerai žinoma investitoriams, kurie svarstytų markėmis denominuotų obligacijų įsigijimo klausimą. Tarkime, kad kita firma, pavadinimu Beck kompanija, nori išleisti doleriais denominuotas obligacijas, nes didžioji dalis jos pajamų yra doleriais. Tačiau, investitoriai, kurie pirktų šias obligacijas, gerai nežino kompanijos. Jeigu Miller'is yra gerai žinomas doleriais denominuotų obligacijų rinkoje, o Beck'as – markėmis denominuotų obligacijų rinkoje, galėtų įvykti toliau aprašomas sandoris. Miller'is galėtų išleisti doleriais denominuotas obligacijas, o Beck'as – obligacijas markėmis. Miller'is suteiktų Beck'ui mokėjimus markėmis mainais į mokėjimus doleriais. Šie valiutų mainai leistų kompanijoms vykdyti mokėjimus savo obligacijų turėtojams be jokio susirūpinimo dėl valiutos kurso rizikos. Paveikslas 20.8 parodo tokio pobūdžio valiutos apskaitimo sandorį. Kartais pozicijas užima dideli komerciniai bankai, kurie veikia kaip valiutos mainų finansinis tarpininkas. Tai yra, jie gali sutikti mainyti fiksuotus mokėjimus į svyruojančius mokėjimus arba mainyti valiutomis su firmomis vietoj to, kad paprasčiausiai derinti tinkamus mainų kandidatus.

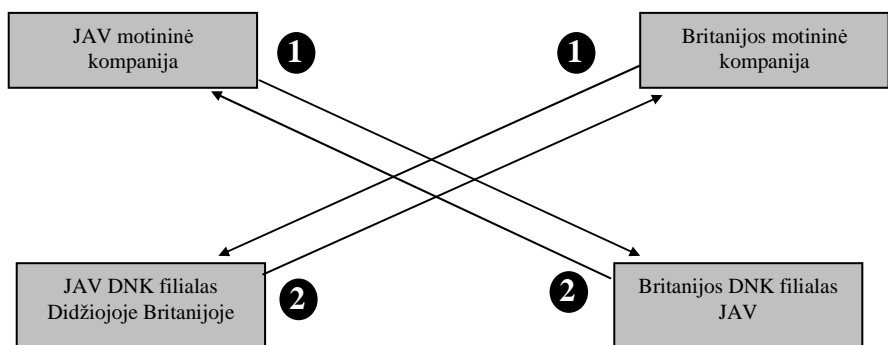
PAVEIKSLAS 20.8
Valiutos
apsikeitimo
sandorio
pavyzdys



Alternatyvus būdas, kaip firmos galėtų gauti finansavimą užsienio valiuta, yra lygiagreti paskola, kuri atspindi paskolas, kurias vienu metu suteikia dvi šalys, su sąlyga, kad paskola bus gražinta tiksliai nustatytu momentu ateityje. Pavyzdžiui, tarkime, kad motininė JAV DNK ketina išplėsti savo filialą Britanijoje, kai tuo tarpu Britanijos DNK nori išplėsti savo filialą Amerikoje. Britanijos motininė kompanija suteikia svarų JAV DNK filialui Britanijoje, o JAV motininė kompanija už tai suteikia dolerių Britanijos DNK filialui Amerikoje (kaip parodyta paveiksle 20.6). Paskolos gražinamos laiko momentu, nustatytu paskolos sutartyje. JAV DNK filialas Britanijoje pajamas svarais panaudoja paskolos Britanijos kompanijai gražinimui. Tuo pačiu metu Britanijos DNK filialas Amerikoje panaudoja gautas pajamas doleriais paskolos JAV kompanijai gražinimui.

PAVEIKSLAS 20.9
Lygiagrečios
paskolos
pavyzdys

1. Motininės DNK vienu metu suteikia paskolas viena kitos filialams
2. Nustatytu laiku ateityje paskolos gražinamos ta pačia valiuta, kuria buvo pasiskolinta



1. Motininės DNK vienu metu suteikia paskolas viena kitos filialams
2. Nustatytu laiku ateityje paskolos gražinamos ta pačia valiuta, kuria buvo pasiskolinta

SANTRAUKA

- Vienos DNK gali svarstyti ilgalaikio finansavimo užsienio valiutomis klausimą, tikėdamosi kompensuoti finansavimo sąnaudas būsimomis pajamomis šiomis valiutomis ir tokiu būdu sumažindamos valiutos kurso riziką. Kitos DNK gali nagrinėti ilgalaikį finansavimą užsienio valiuta, siekdamos sumažinti finansavimo sąnaudas. Jei užsienio palūkanų norma palyginus žema arba pasiskolintos užsienio valiutos kursas per finansavimo laikotarpį krenta, ilgalaikis finansavimas šia valiuta gali nulemti žemas finansavimo sąnaudas.
- DNK gali įvertinti finansavimo užsienio valiutomis patrauklumą, pritaikydama valiutos kurso prognozes periodiniams kuponų mokėjimams ir obligacijų nominalios vertės padengimui. Tokiu būdu ji nustatys savo vietinės valiutos sumą, reikalingą padengti mokėjimus tam tikru laikotarpiu. Metinė finansavimo kaina gali būti įvertinti, nustatant diskonto normą, kuri sulygina periodinių mokėjimų sumą su pradine pasiskolinta suma (matuojant vietine valiuta). Tokiu būdu gauta diskonto norma parodo metinę finansavimo užsienio valiuta kainą, kuri gali būti palyginta su vietinio finansavimo kaina. Ilgalaikio finansavimo užsienio valiuta kaina priklauso nuo to, kaip kis valiutos kursas per visą finansavimo laikotarpį, todėl išlieka tam tikras netikrumas jos atžvilgiu. Taigi DNK automatiškai nepriims sprendimo dėl finansavimo užsienio valiuta, kai tokio finansavimo palūkanų norma mažesnė, nes valiutos kurso kitimo prognozė gali būti klaidinga. Dėl šios priežasties, DNK gali įvertinti užsienio finansavimo sąnaudas, esant skirtingiems valiutos kurso kitimo scenarijams.
- Kalbant apie Euroobligacijas su svyruojančiomis palūkanų normomis, kuponų mokėjimai investitoriams taip pat yra susiję su tam tikru netikrumu. Tai sukuria kitą neapibrėžtą kintamąjį (priedo prie valiutų kursų), vertinant firmos vietinės valiutos sumą, reikalingą vykdyti periodinius mokėjimus. Šis netikrumas gali būti įvertintas, apskaičiuojant kuponų mokėjimams reikalingą sumą, esant skirtingiems palūkanų normos kitimo scenarijams. Tuomet, naudojant šiuos įvertinimus, firmos vietinės valiutos suma, reikalinga vykdyti mokėjimus, gali būti įvertinta, remiantis įvairiais valiutos kurso kitimo ateityje scenarijais.

SAVIKONTROLĖS KLAUSIMAI IŠ 20 SKYRIAUS

(Atsakymai pateikti priede A teksto pabaigoje)

1. Paaiškinkite, kodėl firma gali išleisti obligacijas denominuotas kita, nei jos vietinė, valiuta finansuoti vietinę veiklą. Paaiškinkite su tuo susijusią riziką.
2. JAV DNK svarsto 20 metų denominuotų Šveicarijos frankais obligacijų išleidimo klausimą. Įplaukos bus konvertuotos į Vokietijos markes paremti firmos veiklą Vokietijoje. DNK neturi jokios veiklos Šveicarijoje, tačiau nori išleisti obligacijas frankais, o ne markėmis, dėl 2% žemesnės kuponų normos. Paaiškinkite riziką, susijusią su tokia strategija. Kaip manote, ar šiuo atveju rizika yra didesnė ar mažesnė nei atveju, jei iš obligacijų pardavimų gautos įplaukos būtų panaudotos finansuoti veiklą JAV? Kodėl?
3. Kai kurios didelės Lotynų Amerikos kompanijos galėtų skolintis lėšas (išleisdamos obligacijas arba skolindamosi iš JAV bankų) už palūkanų normą, kuri būtų žymiai žemesnė nei palūkanų normas jų šalyse. Tarkime, kad jos JAV laikomos sugebančiomis gražinti paskolas. Kodėl vis dėl šios kompanijos, finansuodamos vietinius projektus,

galėtų teikti pirmenybę skolinimuisi savo šalyse (net tuo atveju, jei palūkanų normos būtų 80% ir didesnės)?

4. Pripažintas ekonomistas paskelbė prognozę, kad net Vokietijoje nedidėjant infliacijai, per ateinančius penkerius metus Vokietijos palūkanų normos pastoviai augs. JAV firma Paxson Co., neturinti jokios veiklos užsienyje, neseniai išleido Vokietijos markėmis denominuotas obligacijas finansuoti veiklą JAV. Ji pasirinko denominaciją markėmis dėl tuo metu buvusios žemos kuponų normos. Fimos viceprezidentas pareiškė - "Tokia prognozė man nekelia jokio susirūpinimo, nes mes išleidome fiksuotos normos obligacijas ir tokiu būdu esame apsaugoti nuo rizikos". Ar sutinkate? Paaiškinkite.
5. Kai kuriuose Lotynų Amerikos šalyse metinės ilgalaikės palūkanų normos paprastai viršija 100%. Pateikite savo nuomonę, kodėl šios palūkanų normos yra tiek didesnės už palūkanas išsivysčiusiuose pramoninėse šalyse, ir kodėl kai kurie projektai šiose šalyse vis tiek patrauklūs vietinėms firmoms, net esant tokiai aukštai projektų finansavimo kainai.

KLAUSIMAI

1. Kokius veiksnius turi įvertinti JAV firma, planuodama išleisti svyruojančios normos Euroobligacijas?
2. Kokie modeliavimo panaudojimo privalumai, vertinant finansavimo, išleidžiant obligacijas, patrauklumą?
3. Paaiškinkite JAV firmos atžvilgiu finansavimo užsienio valiuta kainos skirtumą, palygindami 1981-1984 metus (stiprus doleris) ir 1990-1993 metus (silpnas doleris).
4. Paaiškinkite, kaip JAV DNK, išleisdama obligacijas Vokietijos markėmis, gali kompensuoti dalį valiutos kurso rizikos.
5. Kuriuo atveju firma susidurs su didesne rizika - išleisdama svyruojančios normos Euroobligacijas ar fiksuotos normos Euroobligacijos? Paaiškinkite.
6. Kolumbijos korporacija yra JAV kompanija, neturinti jokių piniginių srautų užsienio valiuta. Ji planuoja išleisti arba (1) fiksuotos palūkanų normos obligacijas, denominuotas Vokietijos markėmis, arba (2) svyruojančios palūkanų normos obligacijas, denominuotas JAV doleriais. Korporacija įvertino periodinis mokėjimus doleriais kiekvienai obligacijų rūšiai. Kaip manote, kurios obligacijos susiduria su didesniu netikrumu, liečiančiu būsimus mokėjimus doleriais? Paaiškinkite.
7. Kodėl JAV firma nagrinėtų obligacijų, denominuotų įvairiomis valiutomis, išleidimo klausimą?
8. Kodėl populiarios ECU obligacijos?
9. Tarkime, vertinate Euroobligacijų, denominuotų užsienio valiuta, potencialią finansavimo kainą. Koks dalykas yra pats svarbiausias tuo metu, kai valiutos kursas turės didžiausią įtaką?
10. Kaip skirtųsi investuojančios firmos ir besiskolinančios firmos priežastis (t.y., palūkanų norma ir ateities valiutos kursai), dėl kurių jos rinktųsi svyruojančios normos Euroobligacijas?
11. Tarkime, kad Seminole Inc. svarsto denominuotų markėmis obligacijų su dabartine 7% kuponų norma išleidimo klausimą. Tačiau ji neturi jokių įplaukų markėmis, kurios galėtų padengti obligacijų mokėjimus. Firmą patraukė žema finansavimo norma, nes JAV išleistų obligacijų doleriais kuponų norma būtų 12%. Tarkime, kad abiejų rūšių obligacijų galiojimo trukmė būtų 4 metai ir jos galėtų būti išleistos už nominalią vertę. Seminole firmai reikia pasiskolinti \$10 milijonų. Todėl ji išleistų \$10 milijonų

nominalios vertės obligacijas doleriais, arba DM20 milijonų nominalios vertės obligacijas markėmis. Šiuo metu markės kursas yra \$0,50. Seminole firma atliko markės prognozę kiekvienų ateinančių keturių metų pabaigai, kai reikės mokėti kuponų mokėjimus:

| Metų pabaiga | Markės valiutos kursas |
|--------------|------------------------|
| 1 | \$ 0,52 |
| 2 | 0,56 |
| 3 | 0,58 |
| 4 | 0,53 |

Nustatykite tikėtiną metinę finansavimo markėmis kainą. Kokias obligacijas turėtų išleisti Seminole firma – denominuotas markėmis ar doleriais? Paaiškinkite.

12. Tarkime, kad JAV kompanija Hurricane Inc. eksportuoja produktus į D. Britaniją, už kuriuos sąskaitos pateikiamos doleriais. Ji eksportuoja produktus ir į Vokietiją, už kuriuos sąskaitos taip pat pateikiamos doleriais. Šiuo metu ji neturi jokių išlaidų užsienio valiuta. Kompanija planuoja greitai išleisti obligacijas. Labai tikėtina, kad ji galės išleisti obligacijas už jų nominalią vertę arba (1) doleriais, su 12% kuponų norma, arba (2) markėmis, su 9% kuponų norma, arba (3) svarais, su 15% kuponų norma. Ji tikisi, kad ateityje markė ir svaras sustiprės. Kaip Hurricane kompanija galėtų peržiūrėti savo sąskaitų pateikimo politiką ir priimti sprendimą dėl obligacijų denominavimo, siekdama žemų finansavimo sąnaudų ir ne per didelės valiuto kurso svyravimo rizikos?

ATVEJIS: EURO DISNĖJAUS FINANSAVIMO DILEMA

Euro Disney restruktūrizavimas smogia obligacijoms

Prancūzijos kreditoriai sukelia kliūtis ir reikalauja Walt Disney pagalbos

PETER'IS GUMBEL'AS
THE WALL STREET JOURNAL
korespondentas

PARYŽIUS – Derybos, nukreiptos į Euro Disnėjaus SCA parko išgelbėjimą, net dar joms neprasidėjus, iššaukė nenumatytų problemų - pikti Prancūzijos obligacijų turėtojai reikalauja jų interesų atstovavimo derybose bei Walt Disney Co. pagalbos.

Paprastai Prancūzijoje, kur smulkūs investitoriai retai kada turi pakankamą įtaką apginti savo interesus, tokie reikalavimai sulauktų mažai dėmesio. Tačiau dėl prieštaravimų sąlygose, pridėtos prie Euro Disney obligacijų, susipažinę su situacija bankininkai teigia, kad šiuo atveju obligacijų turėtojai sukelia tam tikrą rinkinį teisinių problemų, kurios galėtų trukdyti restruktūrizavimo deryboms.

Tuo pačiu metu, kreditinių reitingų agentūros ir analitikai nagrinėjo pagrindinius bankus, įtrauktus į skolinimą Euro Disney. Nepaisant to, kad bendrai paėmus rizika atrodo gerai išsklaidyta, jie daro išvadą, kad kai kurie Prancūzijos bankai, ypač neseniai privatizuotas **Banque Nationale de Paris**, gali susidurti su nuostoliais.

Prieštaravimai liečia konvertuojamas obligacijas, išleistas 1991 m. birželį, už keturis bilijonus Prancūzijos frankų (\$676,4 mln.). Anglišku bukletu, naudojamu pristatant obligacijas Londono rinkoje, tekstas teigia, kad sąlygos gali būti pakeistos tik tuomet, jei to reikalauja visi obligacijų turėtojai. Tačiau prancūziškas tekstas teigia, kad reikalinga tik turėtojų dauguma.

Šie skirtumai parodo nuoseklumo stoką Europos obligacijų išleidimo praktikoje. Baiminamasi, kad skirtingos kalbos gali atvesti prie keblios teisinės padėties, nebent obligacijų turėtojai gali būti kažkokiu būdu iš viso palikti už restruktūrizavimo proceso ribų, kas mažai tikėtina. "Santykiai su obligacijų turėtojais gali būti labai problematiški," teigia vieno didelio kreditinio banko, dalyvaujančio derybose, atstovas. Jis priduria, kad pats restruktūrizavimo procesas nebus lengvas, pirmiausias dėl to, kad pastatyta nemaža suma bei laikas, per kurį problemos turi būti išspręstas, yra palyginus trumpas.

ATASKAITA KREDITORIAMS

60 Euro Disney bankų kreditorių rytoj numato gauti KPMG Peat Marwick auditorių ataskaitą, įvertinančią tiek parko finansinę situaciją, tiek jos ištaisytą verslo strategiją. Tikimasi, kad formalios derybos su Euro Disney ir Walt Disney prasidės kelias dienas po to, kai tik bankai susitarės dėl savo taktikos.

Euro Disney būsimas gyvybingumas priklausys nuo susitarimo tarp šalių sumažinti 21 bilijono frankų skolą, galimas dalykas, kad mažiausiai 50%, skolų nurašymo ir naujo kapitalo injekcijų dėka.

Dabar parko pajamas prarija aukšti palūkanų mokesčiai, kurie praeitais finansiniais metais, pasibaigusiais rugsėjo 30 d., sudarė 1,7 bilijonų frankų. Walt Disney, kuris valdo 49% Euro Disney SCA Europos parko veiklos kompanijos, pasakė, kad jis pasiruošęs tęsti parko finansavimą tik iki kovo.

Obligacijų turėtojus atstovauja Prancūzijos asociacija, vadovaujama Collette Neuville, aktyvisto, kuris dažnai vykdo obligacijų turėtojų mažumos teisių ginimo kompanijas. Legali ataskaita obligacijų turėtojams, išleista vakar, skatina juos būti atstovaujamiems derybose. Paruošęs ataskaitą teisininkas Georges'as Berlioz'as grasino teisiniais veiksmais, jei obligacijų turėtojai liks už proceso ribų. "Jei nebusime pakviesti, mes bylinėsime dėl savo teisės dalyvauti procese", pareiškė Berlioz'as per interviu telefonu.

Dėl vieno esminio dalyko, Berlioz'o ataskaita atkartojė reikalavimus, pareikštus pačių bankų kreditorių, būtent, kad Walt Disney turėtų prisiimti pagrindę atsakomybę dėl pagaliau įvyksiančios restruktūrizacijos.

Sudėtingos Euro Disney finansinės struktūros, apimančios akcininkų tinklą ir kryžminę nuosavybę (cross-holding), dėka Walt Disney didžiąja dalimi apribojo savo tiesioginę finansinę atsakomybę už projektą. Pavyzdžiui, dauguma parko skolų nėra tiesioginės Euro Disney skolos bankams kreditoriams. Šios skolos priklauso įvairioms finansinėms kompanijoms, valdančioms parką ir jos šešis viešbučius ir su kuriomis Euro Disney neturi jokių tiesioginių nuosavybės ryšių.

Nors Walt Disney turi tik ribotus teisiškai galiojančius ryšius su parku, obligacijų turėtojai bei bankai primygtinai reikalauja, kad, nepaisant to, kompanija išliktų atsakinga. Bankai kreditoriai, remiantis vienu aukšto lygio bankininko žodžiais, "nori asimetrinio skausmo pasidalijimo", Walt Disney prisiimant pagrindinę dalį.

WALT DISNEY IŠLIEKA NEBYLUS

JAV kompanija išvengė viešų komentarų pareiškimo dėl restruktūrizavimo derybų ir kompanijos atstovai negalėjo komentuoti specifinių klausimų, susijusių tiek su obligacijų turėtojais, tiek su galimu restruktūrizavimo naštos pasidalijimu.

Atsižvelgiant į derybų sudėtingumą, bankų analitikai ir kreditinių reitingų kompanijos nagrinėja kreditorių riziką, ypačingai tuo atveju, jei derybos nepasisektų ir Euro Disney užsidarytų, kas iki šiol yra mažai tikėtinas blogiausio atvejo scenarijus.

Prancūzijos bankams priklauso 50% visos 14 bilijonų frankų Euro Disney skolos bankams. Iki šiol didžiausias kreditorius yra Prancūzijos vyriausybės bankas **Caisse des Depots & Consignations**, kuriam priklauso daugiau nei 4 bilijonų frankų neapmokėtų paskolų. Tačiau organizacija yra vyriausybės finansuojama, todėl paprastai nėra taip kruopščiai tiriama kaip kiti komerciniai bankai.

Kalbant apie kitus skolintojus, kreditinių reitingų kompanijos apibrėžia keturis pagrindinius kreditorius: Banque Nationale de Paris, **Credit Agricole**, **Banque Indosuez** ir **Banques Populaire** grupę. Nors šie bankai neatskleidžia jų suteiktų paskolų dydžio, analitikai teigia, kad bendras paskolų dydis yra apie 500 milijonų frankų, iš kurių kiekvienam priklauso apie 1 bilijoną frankų dydžio paskolos.

Be šios grupės, su gerokai mažesne sumom dalyvauja ir keli Japonijos, Britanijos ir Vokietijos bankai. Mažiausiai du JAV bankai – **Citicorp** Citibank padalinys ir **J.P.Morgan & Co.** – taip pat yra suteikę paskolų. Visi bankai atsiskaidė nuo bet kokių oficialių komentarų.

"Aišku, mes esame susirūpinę", teigia Samuel'is S. Theodore, kreditinių reitingų agentūros Moody's France SA viceprezidentas, "bet kalbant apie daugumą bankų, mes negalvojame, kad tokia skola pati iš savęs galėtų būti reitingo rezultatas". Paryžiaus Standard

and Poor's Corp. analitikas Scott'as Bugie'is prideda "Rizika yra gerai pasiskirstyta. Todėl tai neturėtų sužlugdyti nei vieno banko".

Nepaisant to, žymių nuostolių rizika, su kuria susiduria įtraukti į skolinimą pagrindiniai Prancūzijos bankai, iššaukia tam tikrą susirūpinimą. Anot analitikų, galimas Euro Disney žlugimas ateityje ypačingai skaudžiai atsilieptų Banque Nationale de Paris, kuri Prancūzijos vyriausybės privatizavo praeitais metais.

Kaip tik šį mėnesį, Moody's įtraukė BNP į galimą reitingų sumažėjimo apžvalgą dėl priežasčių, nesusijusių su Euro Disney. Analitikai mano, kad bankas kol kas nesiėmė jokių atsargumo priemonių, susijusių su galimais Euro Disney nuostoliais. BNP atstovai neoficialiai teigė, kad pirmininkas Michael'is Peberreau suinteresuotas neleisti Euro Disney sumažinti pajamas iš karto po privatizavimo.

Šaltinis: *The Wall Street Journal* (1994 m. vasario mėn. 21 d.), p. A11. Perspausdinta *The Wall Street Journal* leidimu © 1994, Dow Jones & Company, Inc. Visos teisės apsaugotos.

Klausimai

1. Kai obligacijos išleidžiamos skirtingose šalyse ir kiekvienai šaliai reikalingi atskiri informaciniai

bukletai, sąlygose gali būti prieštaravimų. Paaiškinkite, kaip Euro Disney konvertuojamų obligacijų sąlygos buvo labiau komplikotos dėl prieštaravimų bukletuose.

2. Kas turėtų priimti nuostolius, susijusius su Euro Disney finansinėmis problemomis? Kreditoriai? Walt Disney (motininė kompanija)? Paaiškinkite ginčą ir išdėstykite savo nuomonę.
3. Euro Disney atvejis parodo, kaip gali atsirasti nesutarimų tarp kreditorių dėl skolų sąlygų (obligacijų, paskolų) ir taip pat tarp motininės firmos ir

kreditorių. Kodėl tokie nesutarimai labiau tikėtini DNK nei vietinių firmų atveju? Ar yra koks sprendimas išvengti tokių nesutarimų?

Devil VCR koporacija**Ilgalaikis finansavimas**

Devil VCR korporacija yra JAV kompanija, kuri gamina video magnetofonus. Ji planuoja stambią eksporto į Vokietiją programą, pagrindine rinka pasirenkant Rytų Vokietijos vartotojus. Prieš tris metus Devil įsteigė gamybos padalinį D.Britanijoje ir nuo tada ji parduoda videomagnetofonus ir Britanijoje. Devil planuoja plėsti savo gamybos pajėgumus ir panaudoti juos gaminti videomagnetofonus Rytų Vokietijos rinkai. Videomagnetofonai bus parduoti Rytų Vokietijos platintojams, pateikiant sąskaitas Vokietijos markėmis. Transportavimo sąnaudos bus žymiai mažesnės nei tuo atveju, jei magnetofonai būtų gaminami JAV. Jeigu eksporto programa bus labai sėkminga, Devil korporacija greičiausiai pastatys gamyklą Vokietijoje, tačiau dabar ji planuoja palaukti mažiausiai 10 metų.

Prieš pradėdant šią eksporto programą, Devil korporacija nusprendė paruošti apsidraudimo strategiją, skirtą apdrausti bet kokius piniginius srautus į JAV motininę kompaniją. Planuojama finansuoti visas eksporto programos investicijas, išleidžiant obligacijas. Faktiškai visos su šia programa susijusios išlaidos yra svarais. Tačiau programos generuojamos pajamos bus markėmis. Bet kokios metinės pajamos, viršijančios metines išlaidas, bus pervedamos į JAV. Nekalbant apie eksporto programą, Britanijos dukterinė kompanija generuos tokius piniginius srautus, kurių pakaks tik padengti išlaidas, todėl į motininę kompaniją nebus jokių pajamų pervedimo. Devil korporacija svarsto tris skirtingus programos finansavimo būdus 10 metų laikotarpiui:

Išleisti 10 metų markėmis denominuotas obligacijas už nominalią vertę; kuponų norma = 11%.

Išleisti 10 metų svarais denominuotas obligacijas už nominalią vertę; kuponų norma = 14%.

Išleisti 10 metų doleriais denominuotas obligacijas už nominalią vertę; kuponų norma = 11%.

Dabar valiutos kursai yra tokie: £1 = \$2, \$1 = 2 DM ir £1 = 4 DM. Britanijos dukterinei kompanijai reikės £20 milijonų išplėsti gamybą ir £2 milijonų per metus pagaminti papildomos videomagnetofonus. Tikimasi, kad videomagnetofonų pardavimai Vokietijoje generuos 25 milijonus Vokietijos markių. Jeigu prireiktų, Devil gali pasinaudoti išankstinių sandorių rinka. Išankstiniai valiutos kursai kitiems penkeriems metams yra tokie:

| Metų pabaiga | £/\$ išankstinis kursas | | DM/\$ išankstinis kursas | | £/DM išankstinis kursas | |
|--------------|-------------------------|-----------------|--------------------------|------------------|-------------------------|-----------------|
| | Keičiant \$ į £ | Keičiant £ į \$ | Keičiant \$ į DM | Keičiant DM į \$ | Keičiant DM į £ | Keičiant £ į DM |
| 1 | \$ 1,97 | \$ 1,95 | \$ 0,500 | \$ 0,495 | DM 3,94 | DM 3,92 |
| 2 | 1,94 | 1,91 | 0,500 | 0,495 | 3,82 | 3,79 |
| 3 | 1,90 | 1,86 | 0,500 | 0,490 | 3,80 | 3,76 |
| 4 | 1,87 | 1,83 | 0,500 | 0,490 | 3,74 | 3,69 |
| 5 | 1,83 | 1,78 | 0,505 | 0,485 | 3,66 | 3,60 |

- Tarkime, kad Devil VCR korporacija esant galimybei norėtų sumažinti valiutos kurso riziką. Apibūdinkite, kaip Devil galėtų išleisti obligacijas, siekiant sumažinti riziką.
- Įvertinkite eksporto projekto pelną, kurį gaus JAV motininė kompanija (doleriais) per kitus penkerius metus. Vertindami, priimkite prielaidą, kad Devil VCR kompanija pageidauja apdrausti bet kokio tikėtinus valiutos sandorius. Taip pat priimkite, kad nėra jokio mokesčio efekto.
- Paaiškinkite, kodėl eksporto programa Devil VCR korporacijai vis tiek sukurs valiutos kurso riziką (ypatingai, vykdant sandorius).

PROJEKTAS

Paruoškite Jūsų pasirinktos DNK metinės ataskaitos apžvalgą. Ar DNK išleido kokias nors obligacijas, denominuotas užsienio valiuta? Ar DNK generuoja piniginius srautus tokia valiuta, kuria ji galėtų padengti kuponų mokėjimus? (Pateikite savo nuomone, jei tai nėra aišku iš metinės ataskaitos). Apibendrinkite argumentus, susijusius su DNK sprendimu finansavimui panaudoti JAV dolerius, o ne užsienio valiutą.

LITERATŪRA

- Adler Michael, Bernard Dumas. "The Exposure of Long-Term Foreign Currency Bonds." *Journal of Financial and Quantitative Analysis* (1980 lapkritis), psl. 973-994.
- "Coping with Globally Integrated Financial Markets." *Quarterly Review*, Federal Reserve Bank of New York (1987 žiema), psl. 1-5.
- Fatemi, Ali. "The Effect of International Diversification on Corporate Financing Policy," *Journal of Business Research* (1988 sausis), psl. 17-30.
- Petry, Glenn H., James Sprow, "International Trends and Events in Corporate Finance and Management: A Survey," *Financial Practice and Education*, Pavasaris/Vasara 1993, psl. 21-28.
- Nigh, Douglas. "The Effect of Political Events on U.S. Direct Foreign Investment: A Pooled Time-Series Cross-Sectional Analysis." *Journal of International Business Studies* (1985 pavasaris), psl. 1-17.
- Saini, Krishan G., Philip S. Bates. "A Survey of the Quantitative Approaches to Country Risk Analysis." *Journal of Banking and Finance* (1984 birželis), psl. 341-355.
- Schmidt, David A. "Analyzing Political Risk." *Business Horizons* (1986 liepa-rugpjūtis), psl. 43-50.
- Tallman, Stephen B. "Home Country Political Risk and Foreign Direct Investment in the U.S." *Journal of International Business Studies* (1988 vasara), psl. 219-234.