



**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ
ΤΜΗΜΑ ΟΡΓΑΝΩΣΗΣ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ
ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ
ΣΤΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΓΙΑ ΣΤΕΛΕΧΗ (ΠΜΣ.ΔΕ.Σ)
(Ε-ΜΒΑ)**

Διπλωματική Εργασία

**ΤΑ ΕΤΑΙΡΙΚΑ ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΑ ΔΑΝΕΙΑ ΩΣ ΕΠΙΛΟΓΗ
ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΜΙΑΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ**

Γεώργιος Αθ. Σκιάνης

Πειραιάς, Οκτώβριος 2011

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Ένα πολύ μεγάλο και θερμό ευχαριστώ στον Καθηγητή μου και επιβλέποντά της συγκεκριμένης πτυχιακής εργασίας κ. Γεώργιο Αρτίκη, για την ακαδημαϊκή καθοδήγησή του και για την καθοριστική συνδρομή του στην εκπόνηση και ολοκλήρωσή της. Νιώθω την ανάγκη να εκφράσω παράλληλα την ευγνωμοσύνη μου, καθώς μέσω των διαλέξεών του με βοήθησε στο να καταλήξω στην επιλογή του συγκεκριμένου θέματος.

Ευχαριστώ τον Καθηγητή κ. Πέτρο Μάλλιαρη, Διευθυντή του ΠΜΣ.ΔΕ.Σ, που μου έδωσε την ευκαιρία να παρακολουθήσω το συγκεκριμένο Μεταπτυχιακό Πρόγραμμα.

Τις συμφοιτήτριες και συμφοιτητές μου από το Μεταπτυχιακό Πρόγραμμα για τις εμπειρίες που ανταλλάξαμε σε αυτά τα δύο χρόνια διάρκειας του Προγράμματος.

Τον Διευθυντή Διαχείρισης Διαθεσίμων της Credicom Consumer Finance Bank Α.Ε κ. Νικόλαο Ξανθό για τις πολύτιμες εμπειρικές κατευθύνσεις.

Τέλος, θα επιθυμούσα να αποστείλω τις ευχαριστίες μου στα μέλη της οικογενείας μου αλλά και τους φίλους μου, οι οποίοι όλο αυτόν τον καιρό της προετοιμασίας της συγκεκριμένης εργασίας αλλά και έρευνας με στήριξαν σε υπέριπτο βαθμό.

ΤΑ ΕΤΑΙΡΙΚΑ ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΑ ΔΑΝΕΙΑ ΩΣ ΕΠΙΛΟΓΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΜΙΑΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ

Γεώργιος Αθ. Σκιάνης

Σημαντικοί Όροι: Εταιρικό Ομολογιακό Δάνειο, Χρηματοδότηση, Επιχείρηση.

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Η Διοίκηση μιας επιχείρησης έχει την υποχρέωση να κάνει την πλέον κατάλληλη επιλογή που θα οδηγήσει την επιχείρηση στην ανάπτυξη, αλλά ταυτόχρονα θα διατηρήσει και στο μέλλον υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης. Η ανάπτυξη προϋποθέτει ύπαρξη επαρκών κεφαλαίων, πόσο μάλλον σε μια εποχή όπου η ανάγκη εδραίωσης σε ένα όλο και πιο ανταγωνιστικό εταιρικό περιβάλλον γίνεται επιτακτική. Ως εκ τούτου, η Διοίκηση οδηγείται σε μια προσπάθεια εύρεσης τρόπων χρηματοδότησης που, αφενός να διασφαλίζουν την εξασφάλιση κεφαλαίων με ανταγωνιστικούς όρους, αφετέρου να παρέχουν στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και στους επενδυτές, τα απαιτούμενα εχέγγυα προκειμένου να υποστηρίξουν αυτές τις χορηγήσεις. Στη σύγχρονη εποχή οι βασικές πηγές άντλησης κεφαλαίων είναι ο τραπεζικός δανεισμός, η Άυξηση Μετοχικού Κεφαλαίου και η έκδοση εταιρικών ομολογιακών δανείων.

Τα τελευταία χρόνια, η έκδοση εταιρικών ομολόγων προάχθηκε ως βασική μορφή χρηματοδότησης, στα οποία στρέφονται όλο και περισσότερες εισηγμένες και μη εταιρείες προκειμένου να αντιμετωπίσουν τις προκλήσεις της τρέχουσας διεθνούς συγκυρίας, αλλά συγχρόνως προσέλκυσε το ενδιαφέρον και του επενδυτικού κοινού. Ωστόσο ένα σημαντικό θέμα που προκύπτει είναι η παρουσία και η χρήση των εταιρικών ομολόγων όσον αφορά τα αποτελέσματα και τις επιλογές που έχουν στη διάθεσή τους οι επιχειρηματίες και τα διοικητικά στελέχη επιχειρήσεων με σκοπό την επίτευξη της άριστης λύσης.

Σκοπός της διπλωματικής εργασίας είναι να εστιάσει την προσοχή του μελετητή στα Εταιρικά Ομολογιακά Δάνεια ως πηγή άντλησης κεφαλαίων μιας επιχείρησης, πέρα από τον Τραπεζικό Δανεισμό και την Άυξηση Μετοχικού Κεφαλαίου, παρουσιάζοντας το μεγαλύτερο δυνατό βαθμό τις παραμέτρους από χρηματοοικονομικής, νομικής και διοικητικής πλευράς, που κρίνονται σκόπιμο να γνωρίζει τόσο η Διοίκηση μιας επιχείρησης όσο και το επενδυτικό κοινό. Παράλληλα, ο φοιτητής επιδιώκει να εμβαθύνει και να αυξήσει τις γνώσεις του σε ένα θέμα που παρουσιάζει ακαδημαϊκό και επαγγελματικό ενδιαφέρον για τον ίδιο, συνεπικουρούμενη της συνεργασίας με τα μέλη του Διδακτικού και Ερευνητικού Προσωπικού του Πανεπιστημίου Πειραιώς για να αποκτήσει εξειδικευμένη γνώση και εμπειρία.

Επειδή το συγκεκριμένο γνωστικό πεδίο έχει καλυφθεί στο παρελθόν επιμεριστικά και σε συγκεκριμένους ακαδημαϊκούς τομείς, η διπλωματική εργασία χρησιμεύει στο να αναλάβει το ρόλο να συνθέσει τις διαφορετικές φιλοσοφίες προσέγγισης του θέματος και να αποτελέσει τον κορμό πάνω στον οποίο ο μελετητής θα ανατρέξει να αποκομίσει μια ολοκληρωμένη εικόνα για τα Εταιρικά Ομολογιακά Δάνεια και τις δυνατότητές τους.

Για να γίνει πράξη η παραπάνω χρησιμότητα και να επιτευχθεί ο σκοπός της, η διπλωματική εργασία διαρθρώθηκε ως εξής:

Στο 1^ο Κεφάλαιο με θέμα “ΟΜΟΛΟΓΑ”, γίνεται μια προσπάθεια να καταγραφεί το σύνολο των ειδών ομολόγων που υπάρχουν, τα χαρακτηριστικά τους, τον τρόπο

εκτίμησης της απόδοσής τους και τη διάκρισή τους σχετικά με ένα άλλο είδος χρεωγράφων, τις μετοχές.

Στο 2^ο Κεφάλαιο με θέμα “ΕΤΑΙΡΙΚΑ ΟΜΟΛΟΓΑ”, γίνεται μια ξεχωριστή παρουσίαση των εταιρικών ομολόγων ως χρεώγραφα, καθώς και οι αγορές στις οποίες γίνονται αντικείμενο διαπραγμάτευσης.

Στο 3^ο Κεφάλαιο με θέμα “ΕΚΔΟΣΗ ΕΤΑΙΡΙΚΩΝ ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΩΝ ΔΑΝΕΙΩΝ”, παρουσιάζεται το νομικό πλαίσιο που διέπει την έκδοση εταιρικών ομολογιακών δανείων, τα είδη εταιρικών ομολογιακών δανείων, οι διαδικασίες έκδοσης και η χρήση των κεφαλαίων που αντλούνται.

Στο 4^ο Κεφάλαιο με θέμα “Ε.Ο.Δ. ΩΣ ΕΠΙΛΟΓΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ”, καταγράφονται τα πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα αυτής της πηγής άντλησης κεφαλαίων, μια σύγκριση σε σχέση με τον Τραπεζικό Δανεισμό και την Αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου, καθώς μια προσέγγιση από την πλευρά του επενδυτή που καλείται να επιλέξει το εταιρικό ομόλογο ως επενδυτική επιλογή.

Στο 5^ο Κεφάλαιο με θέμα “ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΚΑΙ ΔΙΕΘΝΗΣ ΑΓΟΡΑ Ε.Ο.Δ.”, χαρτογραφείται η ελληνική και ευρωπαϊκή αγορά Ε.Ο.Δ., καθώς και η αγορά των Η.Π.Α και η μεγαλύτερη ήπειρος του κόσμου Ασία, με ξεχωριστή αναφορά στην περίπτωση της Ιαπωνίας.

Στο 6^ο Κεφάλαιο με θέμα “ΑΓΟΡΑ ΕΤΑΙΡΙΚΩΝ ΟΜΟΛΟΓΩΝ ΣΕ ΕΥΡΩ ΚΑΙ ΣΤΕΡΛΙΝΑ: ΜΙΑ ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΣΥΓΚΡΙΤΙΚΗ ΜΕΛΕΤΗ”, γίνεται μια προσπάθεια σύγκρισης των αγορών εταιρικών ομολόγων στη ζώνη του ευρώ και της στερλίνας, που αποτελούν τα κύρια νομίσματα όπου απαρτίζεται η ευρωπαϊκή αγορά εταιρικών ομολόγων, εντός της οποίας εντάσσεται η ελληνική αγορά εταιρικών ομολόγων.

Στο 7^ο Κεφάλαιο με θέμα «ΕΠΙΛΟΓΟΣ» υπογραμμίζονται τα κυριότερα σημεία, τα συμπεράσματα που προκύπτουν από την παρουσίαση όλων των Κεφαλαίων και προτάσεις για περαιτέρω έρευνα.

Τα Κεφάλαια 1, 2 και 3 αποτελούν θεωρητικό μέρος πάνω στο οποίο βασίζεται η παρουσίαση των Εταιρικών Ομολογιακών Δανείων.

Τα Κεφάλαια 4, 5 και 6 αποτελούν το θεωρητικό και το πρακτικό μέρος, στο οποίο ο φοιτητής παρουσιάζει τα συμπεράσματά του.

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1. ΟΜΟΛΟΓΑ	1
1.1. Τι είναι ομόλογο	1
1.2. Στοιχεία ενός ομολόγου	1
1.3. Είδη ομολόγων	3
1.4. Πιστοληπτική διαβάθμιση ομολόγου	5
1.4.1 Εξωτερικοί οργανισμοί πιστοληπτικής αξιολόγησης	6
1.5. Εκτίμηση ομολόγου	6
1.6. Διάκριση από μετοχές	11
Βιβλιογραφία και πηγές κεφαλαίου 1	12
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2. ΕΤΑΙΡΙΚΑ ΟΜΟΛΟΓΑ	13
2.1. Ορισμός	13
2.2. Commercial papers	13
2.3. Αγορές διαπραγμάτευσης εταιρικών ομολόγων	14
2.3.1. Πρωτογενής αγορά	14
2.3.2. Δευτερογενής αγορά	14
Βιβλιογραφία και πηγές κεφαλαίου 2	17
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3. ΕΚΔΟΣΗ ΕΤΑΙΡΙΚΩΝ ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΩΝ ΔΑΝΕΙΩΝ	18
3.1. Νομικό πλαίσιο	18
3.2. Κατηγορίες εταιρικών ομολογιακών δανείων	19
3.3. Ενημερωτικό δελτίο έκδοσης εταιρικού ομολογιακού δανείου	23
3.4. Διαδικασία έκδοσης κατ' είδος ομολογιακών δανείων	23
3.4.1. Έκδοση κοινού ανταλλάξιμου ομολογιακού δανείου	24
3.4.2. Έκδοση μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου	24
3.4.3. Τρόποι διάθεσης ομολογιών	25
3.5. Χρήση κεφαλαίων από έκδοση εταιρικών ομολογιακών δανείων	27
Βιβλιογραφία και πηγές κεφαλαίου 3	29
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4. Ε.Ο.Δ. ΩΣ ΕΠΙΛΟΓΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ	30
4.1. Πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα	30
4.1.1. Έναντι Τραπεζικού Δανεισμού	32
4.1.2. Έναντι Αύξησης Μετοχικού Κεφαλαίου	33
4.2. Το Εταιρικό Ομόλογο Ως Επενδυτική Επιλογή	34
4.2.1. Οφέλη για τους Επενδυτές	36
Βιβλιογραφία και πηγές κεφαλαίου 4	38
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5. ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΚΑΙ ΔΙΕΘΝΗΣ ΑΓΟΡΑ Ε.Ο.Δ.	39
5.1. Η Ελληνική Αγορά	39
5.1.1. Πιστοληπτική ικανότητα κλάδων	39
5.1.2. Ε.Ο.Δ. στην Ελλάδα	79
5.2. Η Διεθνής Αγορά	83
5.2.1 Η αγορά των Η.Π.Α.	83
5.2.2 Η αγορά της Ασίας	86
5.2.2.1 Η περίπτωση της Ιαπωνίας	88
5.2.3 Η Ευρωπαϊκή αγορά	95
Βιβλιογραφία και πηγές κεφαλαίου 5	97
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6. ΑΓΟΡΑ ΕΤΑΙΡΙΚΩΝ ΟΜΟΛΟΓΩΝ ΣΕ ΕΥΡΩ ΚΑΙ ΣΤΕΡΛΙΝΑ	98
6.1. Εισαγωγή	98
6.2. Δεδομένα	100
6.2.1. Παροχή δεδομένων	100

6.2.2. Μέγεθος έκδοσης	101
6.2.3. Κλάδοι	101
6.2.4. Λήξη και ταξινόμηση	102
6.3. Εμπειρικά αποτελέσματα	105
6.3.1. Επενδυτική δραστηριότητα	105
6.3.1.1. Ημερήσιος αριθμός συναλλαγών	105
6.3.1.2. Μέγεθος συναλλαγών	107
6.3.1.3. Συνολικός όγκος συναλλαγών ανά εταιρικό ομόλογο	107
6.3.2. Περιθώρια (spreads)	109
6.3.2.1. Ευρήματα	110
6.3.2.2. Αποτελέσματα	112
6.3.3. Αποτελεσματικά περιθώρια (Effective spreads)	113
6.3.3.1. Μέθοδος	113
6.3.3.2. Αποτελέσματα	117
6.3.4. Πληροφοριακό περιεχόμενο συναλλαγών	118
6.3.4.1. Μέθοδος	118
6.3.4.2. Ευρήματα	120
6.3.5. Ανταγωνισμός στη ρευστότητα	124
6.4. Συμπέρασμα	126
Βιβλιογραφία και πηγές κεφαλαίου 6	129
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7. ΕΠΙΛΟΓΟΣ	130
7.1. Συμπεράσματα	130
7.2. Προτάσεις για Περαιτέρω Έρευνα	132
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	133

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1^ο

ΟΜΟΛΟΓΑ

1.1 Τι είναι ομόλογο

Ένα ομόλογο (bond), είναι η υποχρέωση του εκδότη του (issuer) να καταβάλει τόκο στον κάτοχό του, καθώς και το αρχικό ποσό που ο κάτοχος του ομολόγου κατέβαλε προκειμένου να το αποκτήσει, όταν επέλθει η ημερομηνία λήξης του ομολόγου (maturity date)¹. Στην περίπτωση που υπάρχουν ομόλογα με κουπόνι, εκείνα θα πρέπει να εξοφληθούν σε τακτά χρονικά διαστήματα. Επίσης, υπάρχουν και άλλοι όροι που έχουν σχέση με τα ομόλογα όπως κάποιες πληροφορίες που μπορούν να αποδοθούν από τις τράπεζες σχετικά. Κάποιες από αυτές είναι οι πληροφορίες που παρέχονται από τον εκδότη προς τον κάτοχο των ομολόγων ή κάποιιο περιορισμοί που αφορούν την λήξη του πάνω από έναν χρόνο.

Το ομόλογο είναι ένα δάνειο που συνδέεται με κεφαλαιαγορές και όχι με τραπεζική διαμεσολάβηση. Αυτός που κατέχει το ομόλογο μπορεί να είναι ο κάτοχος, οφειλέτης ή ακόμα και ο ίδιος ο εκδότης. Η δυνατότητα που παρέχεται από τα ομόλογα είναι ότι ο εκδότης μπορεί να διαθέσει κάποια χρηματικά ποσά με εξωτερικά κεφάλαια για κάποιες επενδύσεις μακροπρόθεσμες. Τα στοιχεία τα οποία μπορεί κανείς να διακρίνει σε ένα ομόλογο, είναι ο εκδότης με τα στοιχεία του, η χρονική διάρκεια που έχει και το κουπόνι με το οποίο θα γίνουν οι πληρωμές².

1.2 Στοιχεία ενός ομολόγου

Είναι σημαντικό επίσης κάποιος που κατέχει ένα ομόλογο να προσέξει τα παρακάτω στοιχεία³:

- *Εκδότης*. Μπορεί να είναι μια τράπεζα, μια εταιρεία ή και το κράτος, που δανείζεται από τους επενδυτές τα κεφάλαια.
- *Τοκομερίδιο*. Οι πληρωμές του τόκου σε τακτά χρονικά διαστήματα. Καταβάλλονται από τον εκδότη του ομολόγου.

¹Ο ορισμός προέρχεται από το διαδικτυακό τόπο el.wikipedia.org

²ό.π

³ό.π

- *Απόδοση στην λήξη.* Είναι η απόδοση που προσφέρει το ομόλογο από την αγορά του μέχρι την λήξη του.
- *Απόδοση από την ημερομηνία εξαγοράς του.* Είναι η απόδοση που προσφέρει από την ημερομηνία αγοράς του μέχρι την ημερομηνία λήξη του.
- *Απόδοση είναι το καθαρό κέρδος της αγοράς των ομολόγων το οποίο βασίζεται στον τόκο και στην τιμή αγοράς του, που θα πάρει ο επενδυτής.*
- *Ονομαστική αξία* είναι το ποσό το οποίο είναι και το αρχικό ποσό έκδοσης του χρεογράφου.
- *Τιμή.* Η οποία ορίζεται με βάση το 100. Στην περίπτωση που η τιμή του ομολόγου είναι μεγαλύτερη από την ονομαστική του αξία, τότε υπάρχει διαπραγμάτευση με ανατίμηση. Αν είναι χαμηλότερη, τότε υπάρχει έκπτωση.
- *Τιμή έκδοσης.* Η τιμή που δίνεται από τον εκδότη όταν εκδίδεται.
- *Τιμή αγοράς.* Είναι η τιμή στην οποία αγοράζεται από τον επενδυτή.
- *Τιμή πώλησης.* Είναι η τιμή που ο επενδυτής πουλάει το ομόλογο.
- *Τιμή αποπληρωμής.* Είναι η τιμή με την οποία αποπληρώνεται το ομόλογο κατά την λήξη του.
- *Ονομαστικά ή «εις το κομιστή».*
- *Ημερομηνία έκδοσης.* Είναι η ημερομηνία την οποία έχει εκδοθεί το ομόλογο.
- *Ημερομηνία λήξης.* Είναι η ημερομηνία την οποία λήγει το ομόλογο.
- *Επιτόκιο ή Τοκομερίδιο.* Με αυτό υπολογίζεται ο τόκος του ομολόγου σε συγκεκριμένη χρονική περίοδο. Μεταφράζεται με ποσοστό επί τις 100. Μπορεί να είναι σταθερό ή και κυμαινόμενο. Να σημειωθεί ότι υπάρχουν τα ομόλογα εκείνα τα οποία έχουν σε όλη τους την διάρκεια το ίδιο τοκομερίδιο και υπάρχουν και ομόλογα τα οποία έχουν κυμαινόμενο επιτόκιο. Δηλαδή το επιτόκιο τους δεν είναι σταθερό αλλά αλλάζει. Μπορεί να κυμαίνεται ανάλογα με το επιτόκιο της αγοράς. Συνδεδεμένο με κάποιο επιτόκιο αναφοράς είναι το ποσό που έχει κάθε γραμμάτιο και ο τόκος του, κυμαινόμενου επιτοκίου.
- *Συχνότητα τοκομεριδίου.* Καθορίζονται από το αρχικό επιτόκιο και η πληρωμή τους διαφέρει στην κάθε έκδοση. Δηλαδή στα κρατικά τοκομερίδια η πληρωμή τους γίνεται μια φορά τον χρόνο. Τα τοκομερίδια των ΗΠΑ η πληρωμή γίνεται 2 φορές τον χρόνο.
- *Δικαιώματα μετατροπής.* Μπορούν να μετατραπούν σε μετοχές ή σε άλλα αξιόγραφα.
- *Εγγύηση.* Ενέχυρο ομολόγου.
- *Εύλογη αξία.* Η παρούσα αξία των μελλοντικών χρηματοροών του ομολόγου και το άθροισμά της.

- *Απόδοση μέχρι την λήξη.* Εκφράζεται σε ποσοστό επί τις 100 και είναι η απόδοση που θα καταβάλει ο εκδότης του ομολόγου.
- *Απλό περιθώριο.*
- *Προεξοφλητικό περιθώριο.* Αν αφορά τα κυμαινόμενα επιτόκια αναφέρεται στο περιθώριο το οποίο εκφράζει ομόλογο σε σχέση με το αντίστοιχο επιτόκιο αναφοράς. Φυσικά βάση της τρέχουσας τιμής. Μπορεί να μεταβληθεί σε όλη την διάρκεια ζωής του.
- *Διαβάθμιση εξασφάλισης.* Σε περίπτωση εκκαθάρισης της εταιρείας δίνεται προτεραιότητα κάλυψης των απαιτήσεων των κατόχων.
- *Senior Debt Instruments.* Τίτλοι υψηλής εξασφάλισης
- *Subordinated Debt Instruments.* Τίτλοι μειωμένης εξασφάλισης
- *Tier 2 Capital.* Συμπληρωματικά ίδια κεφάλαια
- *Lower Tier 2 Capital.* Κύρια συμπληρωματικά κεφάλαια
- *Tier 1 Capital.* Βασικά ίδια κεφάλαια
- *Lower Tier 1 Capital.* Πρόσθετα βασικά ίδια κεφάλαια
- *Upper Tier 1 Capital.* Κύρια βασικά κεφάλαια.
- *Πιστοληπτική διαβάθμιση.* Τα ομόλογα κατατάσσονται ανάλογα με τον πιστωτικό κίνδυνο. Από την οικονομική φερεγγυότητα των εκδοτών εξαρτάται και η πιστοληπτική αξιολόγηση. Εξειδικευμένοι οίκοι αναλαμβάνουν την αξιολόγηση αυτή, συλλέγοντας και διασταυρώνοντας πληροφορίες γύρω από τον εκδότη. Οι πληροφορίες αυτές έχουν να κάνουν με την δραστηριότητά του, την οικονομική του κατάσταση και με την ικανότητά του να είναι συνεπής απέναντι στις οικονομικές του υποχρεώσεις.

1.3 Είδη ομολόγων

Ανάλογα με τον εκδότη τα Ομόλογα κατατάσσονται στις εξής κατηγορίες⁴ :

- *Κυβερνητικά*
- *Δημοτικά*
- *Υπερεθνικά.*
- *Επιχειρηματικά*

Επίσης διαχωρίζονται ανάλογα με :

⁴ Ο ορισμός προέρχεται από το διαδικτυακό τόπο el.wikipedia.org

- *Το είδος του επιτοκίου, σταθερό ή κυμαινόμενο*
- *Τον τρόπο αποπληρωμής.*
- *Την διάρκεια ζωής τους.* Κάποια ομόλογα διαρκούν μερικούς μήνες και κάποια άλλα δεν έχουν λήξη.
- *Με το κουπόνι και το είδος πληρωμών.* Αν έχουν διαπραγματευτεί κάποια έκπτωση από την ονομαστική τους αξία.
- *Πιστοληπτική ικανότητα.* Με το πόσο πιστοληπτικά αξιολογήσιμο είναι ένα ομόλογο γίνεται και η ανάλογη κατάταξη. Η απόδοσή τους είναι άμεσα συνδεδεμένη με την πιστοληπτική τους ικανότητα. Όσα ομόλογα έχουν χαμηλή πιστοληπτική ικανότητα διαθέτουν και υψηλότερη απόδοση με αυτά που έχουν καλύτερη πιστοληπτική ικανότητα.
- *Έντοκο γραμμάτιο.* Τίτλος μικρής διάρκειας, ο οποίος πωλείται στους επενδυτές σε χαμηλότερη τιμή από την τελική ονομαστική του αξία. Έχουμε εκδόσεις διάρκειας 13, 26 και 52 εβδομάδων.
- *Τίτλοι μικρής διάρκειας.* Αυτοί πωλούνται στους επενδυτές σε χαμηλότερη τιμή από ότι είναι η ονομαστική τους αξία. Οι εκδόσεις διάρκειας μπορεί να είναι 13, 26 ή και 52 εβδομάδων
- *Ομόλογα με μηδενικό επιτόκιο.* Ομόλογα τα οποία δεν προβλέπουν άλλες ενδιάμεσες πληρωμές κουπονιών. Η διάρκειά τους είναι 1-3 χρόνια. Εδώ υπάρχει η αρχική πληρωμή του αγοραστή και η τελική πληρωμή σε όποιον προσκομίζει το έγγραφο. Συνήθως η απόδοση στον επενδυτή είναι και χαμηλότερη σε αυτά τα ομόλογα σε σχέση με την τελική πληρωμή. Φυσικά και σε αυτή την περίπτωση ο επενδυτής μπορεί να επανεπενδύσει τους τόκους τους οποίους θα εισέπραττε σε κάθε πληρωμή κουπονιού.
- *Ομόλογα με περιοδικές πληρωμές τοκομεριδίων πριν την λήξη τους.*
- *Ομόλογα με σταθερό επιτόκιο.* Είναι και τα πιο δημοφιλή και με μεγάλη διάρκεια. Τα επιτόκιο είναι σταθερό και δεν επηρεάζεται από τις αλλαγές της αγοράς. Η πληρωμές είναι ανά 6 μήνες ή ανά χρόνο.
- *Ομόλογα με κυμαινόμενο επιτόκιο.* Το επιτόκιο αναπροσαρμόζεται ανά διαστήματα και σε αυτά τα ομόλογα συνήθως υπάρχει ένα περιθώριο που αντιστοιχεί σε ένα ασφαλιστρο. Οι πληρωμές των ομολόγων αυτών γίνονται κατά τρίμηνο, εξάμηνο ή και χρόνο. Το 3μηνο Euribor χρησιμοποιείται συνήθως στις ευρωπαϊκές.
- *Τιμαριθμοποιημένα.* Είναι εξειδικευμένες εκδόσεις ομολόγων. Είναι ομόλογα σταθερού επιτοκίου, αλλά λαμβάνεται σοβαρά υπόψη μια μεταβαλλόμενη ονομαστική αξία προκειμένου να υπολογισθεί η αξία του τοκομεριδίου. Για αυτόν τον υπολογισμό χρησιμοποιείται ένας δείκτης ο οποίος αναπροσαρμόζει την αξία για το σταθερό επιτόκιο. Ο πιο συνηθισμένος δείκτης είναι ο δείκτης πληθωρισμού. Πλεονέκτημα

αυτού του είδους ομολόγου είναι ότι σε περιπτώσεις ανόδου του πληθωρισμού παρέχεται προστασία στους επενδυτές. Σε αντίθετη περίπτωση απλά έχουν μια ελάχιστη σταθερή απόδοση. Με τον δείκτη τιμών του χρηματιστηρίου είναι σε σύνδεση οι εταιρείες που τα εκδίδουν.

- *Ομόλογα με δικαίωμα ανάκλησης ή πρόωρης εξόφλησης.* Τα συγκεκριμένα ομόλογα ενσωματώνουν δικαιώματα αγοράς πριν την λήξη τους. Το στοιχείο αυτό τα διαφοροποιεί από τα υπόλοιπα ομόλογα. Επίσης ενσωματώνουν και δικαιώματα πώλησης από τον κάτοχό τους πριν από την λήξη τους.

Ανάλογα με την διεθνή διάσταση και υπόσταση, εντοπίζονται και τα εξής ομόλογα:

- *Εγχώριο ομόλογο*
- *Διεθνές ομόλογο*
- *Αναλόγως με το πως καταγράφεται ο κάτοχος*
- *Ανώνυμο ομόλογο*
- *Ονομαστικό ομόλογο*
- *Αυλο ομόλογο*

1.4 Πιστοληπτική διαβάθμιση ομολόγου

Τα ομόλογα κατατάσσονται με βάση τον πιστωτικό κίνδυνο που αυτά εμπεριέχουν και ο οποίος απορρέει κυρίως από τον εκδότη τους. Εξωτερικοί Οργανισμοί Πιστοληπτικής Αξιολόγησης (Ε.Ο.Π.Α.) εκτιμούν τον πιστωτικό κίνδυνο (Κίνδυνος Πτώχευσης) των εκδοτών των ομολόγων όπως κυβερνήσεων, χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, επιχειρήσεων και γενικά των εκδοτών χρεογράφων σταθερού εισοδήματος. Αναλυτικότερα, οι **Ε.Ο.Π.Α.** συγκεντρώνουν και διασταυρώνουν πληροφορίες από πολλές πηγές που αφορούν τον εκδότη των χρεογράφων, την αγορά στην οποία αναπτύσσει τη δραστηριότητά του, τη γενική οικονομική του κατάσταση, τη φύση του χρεογράφου και γενικότερα την ικανότητα του εκδότη να ανταποκριθεί στις υποχρεώσεις του απέναντι στον κάτοχο ομολόγου. Τα αποτελέσματα αυτά πρέπει να αξιολογούνται από τους επενδυτές, οι οποίοι πρέπει να σταθμίζουν τους πιθανούς κινδύνους μη αποπληρωμής ή πτώσης της αγοραίας τιμής των ομολόγων. Λόγω των διαφόρων τύπων των εκδιδόμενων χρεογράφων, για παράδειγμα βραχυπρόθεσμα ή μακροπρόθεσμα ομόλογα που αντιπροσωπεύουν χρέος υψηλής ή μειωμένης εξασφάλισης, διαφορετικά χρεόγραφα (Issues) του ίδιου εκδότη μπορούν να έχουν διαφορετική αξιολόγηση.

1.4.1 Εξωτερικοί Οργανισμοί Πιστοληπτικής Αξιολόγησης

Οι τρεις πιο γνωστοί Ε.Ο.Π.Α. που αναπτύσσουν τη δράση τους σε διεθνές επίπεδο χρησιμοποιούν τις εξής κλίμακες για την πιστοληπτική διαβάθμιση των ομολόγων:

i. Standard and Poor's⁵

Μακροπρόθεσμη Αξιολόγηση: AAA, AA+, AA, AA-, A+, A, A-, BBB+, BBB, BBB-, BB+, BB, BB-, B+, B, B-, CCC+, CCC, CCC-, CC, C, RD, D.

Βραχυπρόθεσμη Αξιολόγηση: F1+,F1, F1-, F2, F3,B, C, D.

i. Fitch⁶

Μακροπρόθεσμη Αξιολόγηση: AAA, AA+, AA, AA-, A+, A, A-, BBB+, BBB, BBB-, BB+, BB, BB-, B+, B, B-, CCC+, CCC, CCC-, CC, C, RD, D.

Βραχυπρόθεσμη Αξιολόγηση: F1+,F1, F1-, F2, F3,B, C, D.

ii. Moody's Investors Service⁷

Μακροπρόθεσμη Αξιολόγηση: Aaa, Aa1, Aa2, Aa3, A1, A2, A3, Baa1, Baa2, Baa3, Ba1, Ba2, Ba3, B1, B2, B3, Caa1, Caa2, Caa3, Ca, C.

Βραχυπρόθεσμη Αξιολόγηση: P-1, P-2, P-3, NP.

Θα πρέπει να σημειωθεί ότι η τιμή των ομολόγων επηρεάζεται σε αρκετά μεγάλο βαθμό από την πιστοληπτική τους διαβάθμιση και από τυχόν αλλαγή της κατά τη διάρκεια της ζωής του ομολόγου.

1.5 Εκτίμηση ομολόγου

Όταν μια κυβέρνηση ή μια εταιρία επιθυμεί να δανειστεί χρήματα από το κοινό για μια μακροπρόθεσμη περίοδο συνήθως αυτό γίνεται με το να εκδώσουν τίτλους χρέους οι οποίοι ονομάζονται ομόλογα. Ο εκδότης υποχρεούται να καταβάλλει ένα σταθερό ποσό ως τόκο (κουπόνι, coupons) σε τακτά χρονικά διαστήματα (π.χ. ετησίως) και κατά την ημερομηνία λήξης (maturity) του ομολόγου να επιστρέψει στον κάτοχο - δανειστή το αρχικό του κεφάλαιο (ονομαστική αξία, face value ή par value).

Καθώς περνάει ο καιρός, τα επιτόκια αλλάζουν. Οι χρηματικές ροές από το ομόλογο όμως παραμένουν οι ίδιες. Ως αποτέλεσμα αυτού, η αξία του ομολόγου αλλάζει. Όταν

⁵ Οι βαθμοί ταξινόμησης και ο ορισμός τους παρουσιάζονται στον επίσημο διαδικτυακό τόπο του Ε.Ο.Π.Α. www.standardpoor.com

⁶ Οι βαθμοί ταξινόμησης και ο ορισμός τους παρουσιάζονται στον επίσημο διαδικτυακό τόπο του Ε.Ο.Π.Α. www.fitchibca.com

⁷ Οι βαθμοί ταξινόμησης και ο ορισμός τους παρουσιάζονται στον επίσημο διαδικτυακό τόπο του Ε.Ο.Π.Α. www.moody.com

τα επιτόκια ανεβαίνουν, η Παρούσα Αξία (PV) των υπολοιπόμενων χρηματικών ρών μειώνεται και το ομόλογο αξίζει λιγότερα. Όταν τα επιτόκια πέφτουν, το ομόλογο κοστίζει περισσότερο. Άρα επιτόκια και τιμές ομολόγων κινούνται πάντα αντίστροφα. Προκειμένου να καθορίσουμε την αξία του ομολόγου σε μια δεδομένη χρονική στιγμή θα πρέπει να ξέρουμε τον αριθμό των περιόδων μέχρι τη λήξη του, την ονομαστική αξία, το κουπόνι και το επιτόκιο για ομοειδή ομόλογα. Αυτό το επιτόκιο που ζητά η αγορά για τα ομόλογα ονομάζεται η απόδοση του ομολόγου στη λήξη (yield to maturity) ή απλά η απόδοση του ομολόγου. Έχοντας αυτήν την πληροφορία μπορούμε να υπολογίσουμε την παρούσα αξία των χρηματικών ρών ως μια εκτίμηση της τρέχουσας αξίας του ομολόγου ⁸.

$$\text{Αξία Ομολόγου} = \text{Παρούσα Αξία Ονομαστικής Αξίας} + \text{Παρούσα Αξία κουπονιών} \\ = C * [1 - 1/(1+r)^t] / r + F/(1+r)^t$$

Όπου:

C = κουπόνι,

F = ονομαστική αξία,

r = απόδοση ομολόγου,

t = περίοδοι ως τη λήξη

ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑΤΑ

1. Εκτίμηση ομολόγου Α1

Εκδίδεται ομόλογο ονομαστικής αξίας € 1.000,00 και 10ετή λήξη.

Το κουπόνι είναι 80€. Παρόμοια ομόλογα έχουν αποδόσεις 8%. Ποια είναι η αξία του ομολόγου αυτού;

Έχουμε:

Ονομαστική αξία	€ 1.000,00
Λήξη	10 έτη
Απόδοση ομολόγων στην αγορά	8%

⁸ Από τον διαδικτυακό τόπο www.grinvest.gr

Χρηματικές Ροές (Κουπόνια):

Έτος	1	€ 80,00
Έτος	2	€ 80,00
Έτος	3	€ 80,00
Έτος	4	€ 80,00
Έτος	5	€ 80,00
Έτος	6	€ 80,00
Έτος	7	€ 80,00
Έτος	8	€ 80,00
Έτος	9	€ 80,00
Έτος	10	€ 80,00

Ψάχνω να βρω την παρούσα αξία αυτών των χρηματικών ροών αλλά και της ονομαστικής αξίας ή διαφορετικά το ποσό που θα πρέπει πληρώσουμε για αυτήν την επένδυση:

Παρούσα αξία των χρηματικών ροών	€ 536,81
Παρούσα αξία της ονομαστικής αξίας	€ 463,19
Αξία Ομολόγου	€ 1.000,00

Δεν είναι τυχαίο που το ομόλογο κάνει όσο και η ονομαστική του αξία. Κι'αυτό διότι οι αποδόσεις των ομολόγων στην αγορά είναι στο 8% δηλαδή όσο πληρώνει και το ομόλογο ως επιτόκιο.

2. Εκτίμηση ομολόγου A2

Η αξία του παραπάνω ομολόγου όταν οι αποδόσεις ομολόγων στην αγορά αυξηθούν στο 10%.

Ονομαστικά αξία	€ 1.000,00
Λήξη	10 έτη
Απόδοση ομολόγων στην αγορά	10%
Παρούσα αξία των χρηματικών ροών	€ 491,57
Παρούσα αξία της ονομαστικής αξίας	€ 385,54
Αξία Ομολόγου	€ 877,11 discount bond

3. Εκτίμηση ομολόγου Α3

Η αξία του παραπάνω ομολόγου όταν οι αποδόσεις ομολόγων στην αγορά μειωθούν στο 6%.

Ονομαστικά αξία	€ 1.000,00
Λήξη	10 έτη
Απόδοση ομολόγων στην αγορά	6%
Παρούσα αξία των χρηματικών ρών	€ 588,81
Παρούσα αξία της ονομαστικής αξίας	€ 558,39
Αξία Ομολόγου	€ 1.147,20 premium bond

4. Εκτίμηση ομολόγου με εξαμηνιαία κουπόνια

Η αξία ενός ομολόγου που πληρώνει κουπόνι 2 φορές το χρόνο και όταν:

Ονομαστικά αξία	€ 1.000,00
Λήξη	7 έτη
Απόδοση ομολόγων στην αγορά	8%
Κουπόνι	€ 140,00
Άρα τώρα οι περίοδοι είναι	14 εξάμηνα
και το κουπόνι ανά εξάμηνο	€ 70,00
Παρούσα αξία των χρηματικών ρών	€ 577,10
Παρούσα αξία της ονομαστικής αξίας	€ 340,46
Αξία Ομολόγου	€ 917,56

5. Απόδοση του ομολόγου στη λήξη

Ένα 6ετές ομόλογο έχει ονομαστική αξία 1.000€ και κουπόνι 8%. Προσφέρεται στην τιμή των 955,14€. Ποια είναι η απόδοση του ομολόγου;

Έχουμε:

Ονομαστικά αξία	€ 1.000,00
Λήξη	6 έτη
Κουπόνι	€ 80,00

Τιμή πώλησης ομολόγου € 955,14

$$955,14€ = 80€ * [1 - 1/(1+r)^6]/r + 1.000/(1+r)^6$$

Η εξίσωση αυτή δεν λύνεται. Το ομόλογο έχει κουπόνι 80€ που σημαίνει ότι το επιτόκιο του είναι 8%

(coupon rate = 80/1000 = 8%).

Αφού η τιμή πώλησης είναι 955,14€ < 1.000€ => η απόδοση του ομολόγου που ψάχνουμε είναι >8%.

Δοκιμάζουμε να λύσουμε την παραπάνω εξίσωση με απόδοση 10%

Παρούσα αξία των χρηματικών ροών € 348,42

Παρούσα αξία της ονομαστικής αξίας € 564,47

Αξία Ομολόγου € 912,89

Η αξία 912,89 διαφέρει από την αξία 955,14 οπότε δοκιμάζουμε μια άλλη απόδοση.

Δοκιμάζουμε να λύσουμε την παραπάνω εξίσωση με απόδοση 9%

Παρούσα αξία των χρηματικών ροών € 358,87

Παρούσα αξία της ονομαστικής αξίας € 596,27

Αξία Ομολόγου € 955,14

και άρα η ζητούμενη απόδοση ομολόγου είναι 9%

6. Αποδόσεις ομολόγων

Έχουμε 2 ομόλογα:

	Ομόλογο A:	Ομόλογο B:
Ονομαστική Αξία (€)	€1.000,00	€1.000,00
Επιτόκιο	10%	13%
Κουπόνι (€)	€ 100,00	€130,00
Τιμή πώλησης (€)	€ 935,08	?

Ποια η τιμή πώλησης του ομολόγου B;

Από τα δεδομένα στοιχεία του ομολόγου Α πηγαίνω να βρω την απόδοση του ομολόγου:

Δοκιμάζω την απόδοση 11% (όπως παράδειγμα Νο.5)

Παρούσα αξία των χρηματικών ροών	€ 649,24
Παρούσα αξία της ονομαστικής αξίας	€ 285,84
Αξία Ομολόγου	€ 935,08

Πραγματικά αφού η αξία του ομολόγου = τιμή πώλησης ομολόγου => η απόδοση ομολόγου είναι 11%

Με απόδοση 11% η αξία του ομολόγου Β θα είναι:

Παρούσα αξία των χρηματικών ροών	€ 844,01
Παρούσα αξία της ονομαστικής αξίας	€ 285,84
Αξία Ομολόγου	€ 1.129,85

Δηλαδή το ομόλογο Β πωλείται σε τιμή πάνω από την ονομαστική του αξία (premium).

1.6 Διάκριση από μετοχές

Οι μετοχές και τα ομόλογα αποτελούν και τα δυο χρεόγραφα αλλά η διαφορά τους είναι ότι ο κάτοχος μιας μετοχής κατέχει μέρος κάποιας εταιρείας. Αντίθετα, ο κάτοχος ενός ομολόγου είναι μόνο δανειστής. Οι μετοχές δεν έχουν ημερομηνία λήξης, ενώ στα ομόλογα ο χρόνος αποπληρωμής είναι προκαθορισμένος. Επίσης, το στοιχείο που προηγείται στα ομόλογα είναι η πληρωμή του αντίστοιχου κουπονιού από την απόδοση του μερίσματος. Το γεγονός αυτό είναι πολύ σημαντικό στην περίπτωση πτώχευσης της εταιρείας. Ο κάτοχος του ομολόγου έχει το δικαίωμα να προσφύγει στην δικαιοσύνη. Για το μέρισμα όμως μιας μετοχής δεν μπορεί.

Βιβλιογραφία και πηγές κεφαλαίου 1

Διαδικτυακοί τόποι

- el.wikipedia.org
- www.fitchibca.com
- www.grinvest.gr
- www.moodys.com
- www.standardpoor.com

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΑΙΑ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2^ο

ΕΤΑΙΡΙΚΑ ΟΜΟΛΟΓΑ

2.1 Ορισμός

Είναι ομόλογο που εκδίδεται από μια εταιρεία για να αναπτύξει τις επιχειρηματικές της δραστηριότητες, με τη διακριτική ευχέρεια να προσφύγει, είτε σε συγκεκριμένα πρόσωπα και πιστωτικά ιδρύματα που θα την δανειοδοτήσουν μετέχοντας στο ομολογιακό δάνειο, οπότε η έκδοση του ομολογιακού δανείου γίνεται με ιδιωτική τοποθέτηση, είτε στο ευρύ επενδυτικό κοινό με δημόσια εγγραφή. Ο όρος χρησιμοποιείται συνήθως σε μακροπρόθεσμες μορφές επενδύσεων, γενικά με ημερομηνία λήξης μεγαλύτερης του έτους. Η εταιρεία υπόσχεται να αποπληρώσει το δάνειο σε μια συγκεκριμένη μελλοντική ημερομηνία και κάνει εξαμηνιαία αποπληρωμή τόκων στον επενδυτή σε συγκεκριμένες ημερομηνίες. Το κεφάλαιο και οι τόκοι των ομολόγων αποπληρώνονται πριν πληρωθούν τα μερίσματα στους μετόχους⁹.

2.2 Commercial papers¹⁰

Τα commercial papers είναι βραχυπρόθεσμα εταιρικά ομόλογα μειωμένης εξασφάλισης τα οποία εκδίδονται από εταιρίες με σκοπό τη χρηματοδότηση βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων τους, σε περιπτώσεις όπου θέλουν να αποφύγουν το δανεισμό από τράπεζες ή άλλους χρηματοοικονομικούς οργανισμούς. Χαρακτηριστικά των commercial papers είναι:

1. Η διάρκεια κυμαίνεται μεταξύ 1 ημέρας και 270 ημερών αλλά συνήθως εκδίδονται για πιο λίγο από 35 μέρες.
2. Ο επενδυτής αγοράζει το ομόλογο σε ποσό μικρότερο της ονομαστικής αξίας και λαμβάνει την ονομαστική αξία στην λήξη. Η διαφορά μεταξύ της τιμής αγοράς και της ονομαστικής αξίας είναι η απόδοση της επένδυσης.
3. Δεν απευθύνονται στο ευρύ επενδυτικό κοινό, αλλά σε πελάτες με υψηλά διαθέσιμα υπόλοιπα.
4. Λαμβάνουν πιστοληπτική αξιολόγηση η οποία εξαρτάται από την οικονομική φερεγγυότητα των εκδοτών, καθώς και από την ικανότητα εξόφλησης των οφειλών τους. Ανάλογα με την πιστοληπτική αξιολόγηση που λαμβάνει ένα ομόλογο

⁹ Ο ορισμός προέρχεται από το δικτυακό τόπο el.wikipedia.org

¹⁰ Η παρουσίαση προέρχεται από τον επίσημο διαδικτυακό τόπο της Τράπεζας Κύπρου www.bankofcyprus.gr

κατηγοριοποιείται σε υψηλής φερεγγυότητας, ικανοποιητικής φερεγγυότητας και χαμηλής φερεγγυότητας.

5. Ο πιστωτικός κίνδυνος τον οποίο λαμβάνει ο επενδυτής αποτελείται από τον κίνδυνο να κηρύξει πτώχευση η εταιρία κατά τη χρονική περίοδο που κατέχει το ομόλογο ο επενδυτής, και να μην είναι σε θέση ο εκδότης να αποπληρώσει τον αγοραστή και τον κίνδυνο ρευστότητας. Η αγορά των commercial papers είναι περιορισμένη λόγω της μικρής διάρκειας τους, αλλά οι αγοραστές έχουν την τάση να τα διατηρούν μέχρι την λήξη τους.

2.3 Αγορές διαπραγμάτευσης εταιρικών ομολόγων

2.3.1 Πρωτογενής Αγορά

Η πρωτογενής αγορά είναι η διαδικασία με την οποία δημοσιεύεται, εκδίδεται και κυκλοφορεί κάθε καινούριο ομόλογο, αφού προηγουμένως όλοι οι ενδιαφερόμενοι επενδυτές καταθέσουν τις αιτήσεις τους για να εγγραφούν στη νέα έκδοση. Οι αιτήσεις για εγγραφή και τοποθέτηση σε νέες εκδόσεις ομολόγων, καθώς και η κυκλοφορία τους στην αγορά γίνεται αποκλειστικά μέσω των αναδόχων τραπεζών και των αντίστοιχων χρηματιστηριακών εταιριών που συνιστούν την αγορά αυτή. Είναι μια μορφή δημοπρασίας που λαμβάνει χώρα μια φορά για κάθε νέο ομόλογο και στην οποία οι αιτήσεις των επενδυτών για την αγορά του ομολόγου (ζήτηση ομολόγων) συγκρίνονται με τη διαθέσιμη προσφορά του εν λόγω ομολόγου, δηλαδή με το μέγεθος της νέας έκδοσης και έτσι προκύπτει η τιμή προσφοράς (issue price), την οποία και τελικά πληρώνουν οι επενδυτές. Αυτή η τιμή μπορεί να μη συμπίπτει με την ονομαστική του αξία. Όταν η τιμή του υπολείπεται της ονομαστικής του αξίας, τότε το ομόλογο αγοράζεται με περιθώριο έκπτωσης (discount), ενώ όταν η τιμή του ξεπερνά την ονομαστική του αξία το ομόλογο διατίθεται με περιθώριο υπερτίμησης (premium)¹¹.

2.3.2 Δευτερογενής Αγορά

Η δευτερογενής αγορά είναι η διαδικασία με την οποία κάθε ομόλογο από την πρώτη ημέρα έκδοσης και κυκλοφορίας μέχρι και την ημερομηνία λήξης του, είναι ελεύθερα διαπραγματεύσιμο. Πρόκειται για μια διατραπεζική αγορά χωρίς φυσικά σύνορα και έδρα, στην οποία μπορούν να συμμετάσχουν όλες οι τράπεζες και οι μεγάλοι χρηματιστηριακοί οίκοι του κόσμου, διενεργώντας συναλλαγές για όλα τα διαθέσιμα ομόλογα. Συνεπώς η αγορά αυτή λειτουργεί με βάση την προσφορά και τη ζήτηση

¹¹ Χάρης Κουρούκλης, 2008, Εισαγωγή στα βασικά γνωρίσματα της αγοράς ομολόγων, Χρήμα Μηνιαίο Οικονομικό και Επενδυτικό περιοδικό, Τεύχος 339, σελ. 25-26

ομολόγων. Σε αυτή την αγορά ο κάτοχος του ομολόγου μπορεί να αναζητήσει αγοραστή για να το ρευστοποιήσει και ομοίως ένας επενδυτής μπορεί να αναζητήσει πωλητή του ομολόγου, από τον οποίο θα το αγοράσει. Στην αγορά αυτή συμμετέχουν κυρίως θεσμικοί επενδυτές (dealing rooms τραπεζών, αμοιβαία κεφάλαια, hedge funds), αλλά και ιδιώτες επενδυτές με σημαντικά χαρτοφυλάκια. Η πρόσβαση απλών ιδιωτών επενδυτών γίνεται όλο και πιο άμεση μέσω συμμετοχής των χρηματιστηριακών εταιριών που λειτουργούν ως αντισυμβαλλόμενοι στις αγοραπωλησίες ομολόγων, δηλαδή μεταπωλούν το ζητούμενο ομόλογο από τον ξένο συμβαλλόμενο οίκο (brokerage house).

Η λειτουργία της δευτερογενούς αγοράς ομολόγων είναι αντίστοιχη με τη λειτουργία του χρηματιστηρίου (γι' αυτό και κάθε δευτερογενής αγορά ομολόγων είναι μέλος του αντίστοιχου οργανωμένου χρηματιστηρίου της χώρας της, ώστε να διακρίνεται από όλες τις υπόλοιπες). Στην πράξη, οι συναλλαγές της δευτερογενούς αγοράς εκτελούνται με τηλεφωνική επικοινωνία μεταξύ των dealers οι οποίοι έχουν πάρει αντίστοιχες εντολές από τους πελάτες τους, ή τις εταιρίες τους, αν και οι τελευταίες διεθνείς τάσεις οδηγούν στην ανάπτυξη αυτοματοποιημένων συστημάτων συναλλαγών.

Η δευτερογενής αγορά ομολόγων είναι το δυναμικότερο κομμάτι της αγοράς σταθερού εισοδήματος, καθώς παρουσιάζει αξιοσημείωτες διακυμάνσεις τιμών και υποκρύπτει πολυάριθμες επενδυτικές ευκαιρίες.

Η τιμή κάθε ομολόγου εκφράζεται ως ποσοστό της ονομαστικής του αξίας. Όσον αφορά όμως στην ελάχιστη ποσότητα την οποία μπορεί ένας επενδυτής να διαπραγματευτεί, αυτή είναι πολύ μεγαλύτερη και συνήθως ξεκινά από το όριο των 100.000 ευρώ. Μάλιστα οι συναλλαγές μεταξύ θεσμικών γίνονται με ελάχιστη μονάδα διαπραγμάτευσης τα 1.000.000 ευρώ ή δολάρια. Η διαφορά μεταξύ αυτών των μεγεθών είναι σημαντική όσον αφορά στην εξεύρεση καλύτερων τιμών αγοράς. Στην αγορά ομολόγων υπάρχει το εξής ανορθόδοξο φαινόμενο: όσο μεγαλύτερη εντολή αγοράς δώσει ο επενδυτής για ένα ομόλογο, τόσο πιο πιθανό είναι να βρει καλύτερη τιμή από τους αντισυμβαλλόμενους (σε αντίθεση με ό,τι συμβαίνει στο χρηματιστήριο όπου όσο μεγαλύτερη εντολή αγοράς δοθεί, τόσο πιο έντονη θα είναι η άνοδος της τιμής και υψηλότερο τελικά το τίμημα αγοράς μιας μετοχής). Για να καταλάβουμε γιατί

συμβαίνει αυτό το φαινομενικά παράδοξο φαινόμενο, πρέπει πρώτα να κατανοήσουμε την πρακτική πληρωμής των brokers (μεσολαβητών).

Στην πρακτική της αγοράς ομολόγων δεν προβλέπονται οι κλασικές προμήθειες που γνωρίζουμε από τις χρηματιστηριακές συναλλαγές, που υπολογίζονται ως ποσοστό επί της αξίας αγοράς ή πώλησης. Όταν πραγματοποιείται μια αγορά ομολόγου μέσω μιας τράπεζας με έδρα την Ελλάδα, θα ειδοποιηθεί ο επενδυτής να πληρώσει μια τελική τιμή για αυτό, χωρίς ανάλυση επιμέρους προμηθειών. Στην πράξη η τράπεζα λειτουργεί ως ενδιάμεσος παράγοντας ο οποίος λαμβάνοντας την εντολή από τον επενδυτή, ψάχνει να βρει τη συγκεκριμένη ποσότητα στις διεθνείς αγορές, αν δεν είναι διαθέσιμη στο χαρτοφυλάκιο της και την μεταπωλεί στον επενδυτή. Αυτή η μεταπώληση περιλαμβάνει μεταξύ άλλων και το κέρδος του μεσάζοντα (δηλαδή της τράπεζας) και το οποίο δεν μπορεί να υπολογίσει ο επενδυτής. Όμως όσο πιο μικρή εντολή αγοράς μεταφέρει ο επενδυτής στο μεσάζοντα, ο τελευταίος θα αναγκαστεί να επιβάλλει υψηλότερη τιμή για να καλύψει τα έξοδα αναζήτησης και το χρόνο που σπαταλά για την εκπλήρωση της συναλλαγής. Η διαπραγμάτευση των ελληνικών εταιρικών ομολόγων γίνεται στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών¹².

¹² Χάρης Κουρούκλης, 2008, Εισαγωγή στα βασικά γνωρίσματα της αγοράς ομολόγων, Χρήμα Μηνιαίο Οικονομικό και Επενδυτικό περιοδικό, Τεύχος 339, σελ. 26-28

Βιβλιογραφία και πηγές κεφαλαίου 2

Ελληνική αρθρογραφία

- Χάρης Κουρούκλης, 2008, Εισαγωγή στα βασικά γνωρίσματα της αγοράς ομολόγων, Χρήμα Μηνιαίο Οικονομικό και Επενδυτικό περιοδικό, Τεύχος 339

Διαδικτυακοί τόποι

- el.wikipedia.org
- www.bankofcyprus.gr

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3^ο

ΕΙΔΗ ΕΤΑΙΡΙΚΩΝ ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΩΝ ΔΑΝΕΙΩΝ

3.1 Νομικό Πλαίσιο

Ο Ν. 3156/2003¹³ αποτελεί το νομικό πλαίσιο που καλύπτει τη συγκεκριμένη μορφή χρηματοδότησης μιας επιχείρησης. Προέκυψε από την ανάγκη θέσπισης στην Ελλάδα ενός σύγχρονου πακέτου διατάξεων, πλήρους και συμβατού με το ελληνικό δίκαιο, που να διασφαλίζει την δημιουργία τόσο της χρηματιστηριακής όσο και της εξω-χρηματιστηριακής αγοράς ομολόγων, εκδιδόμενων στα πλαίσια ομολογιακών δανείων, για τη χρηματοδότηση ιδιωτικών επιχειρήσεων και την αναζήτηση επενδυτικών κεφαλαίων και με σκοπό την θέσπιση διατάξεων που να επιτρέπουν την τιτλοποίηση επιχειρηματικών απαιτήσεων και απαιτήσεων από ακίνητα.

Μέχρι την εισαγωγή του Ν. 3156/2003 μπορούσε κανείς να συναντήσει διάσπαρτες διατάξεις για τις ομολογίες και τα ομολογιακά δάνεια, τόσο στον Ν. 2190/1920 όσο και σε διάφορα άλλα νομοθετήματα, όπως στο Ν.Δ. 177/13.8.1923 (άρθρα 68 και 76) καθώς και στον Ειδ.Ν. 3746/1957. Το γεγονός αυτό αποτελούσε συγκριτικό έλλειμμα της ελληνικής νομοθεσίας. Στα πλαίσια αυτά ψηφίστηκε ο Ν. 3156/2003, ώστε να εναρμονιστεί το ελληνικό δίκαιο με τα ισχύοντα σε άλλα ευρωπαϊκά δίκαια.

Με την ψήφιση του Ν.3156/2003, για πρώτη φορά στο ελληνικό δίκαιο προβλέφθηκε η οργάνωση των ομολογιούχων δανειστών σε ομάδα και ο διορισμός εκπροσώπου αυτών από την εκδότρια εταιρία, ο οποίος μπορεί να είναι μόνο πιστωτικό ίδρυμα ή Εταιρεία Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών (ΕΠΕΥ). Επίσης, οροθετήθηκε για πρώτη φορά η έννοια του ομολογιακού δανείου και θεσπίστηκαν διατάξεις για την τροποποίηση των όρων του ομολογιακού δανείου και την εξόφλησή του, την απόκτηση των ομολογιών από την εκδότρια εταιρία και τη μεταβίβασή τους καθώς και διατάξεις για την τήρηση διατυπώσεων δημοσιότητας. Σε σχέση με το υφιστάμενο, μέχρι τότε, νομοθετικό πλαίσιο (Ν. 2190/1920), καταργήθηκε το άρθρο που αφορά στα ενυπόθηκα ομολογιακά δάνεια, αφού η εξασφάλιση του ομολογιακού δανείου γίνεται πλέον με προσωπικές ή εμπράγματα εξασφαλίσεις και ρυθμίζεται συνολικά από το άρθρο 12 του νέου νόμου. Εισήχθη ο θεσμός των ανταλλάξιμων ομολογιών και κατοχυρώθηκε ρητά το κοινό ομολογιακό δάνειο. Παράλληλα, τροποποιήθηκε μερικώς το άρθρο 1 που

¹³ Το πλήρες κείμενο του Ν.3156/2003 είναι αναρτημένο στον επίσημο διαδικτυακό τόπο του Δικηγορικού Συλλόγου Αθηνών www.dsanet.gr

αφορά στην διαδικασία έκδοσης ομολογιακού δανείου και θεσπίστηκε ευνοϊκότερη φορολογική μεταχείριση αυτών των μορφών χρηματοδότησης. Εισήχθη ο νέος θεσμός της τιτλοποίησης επιχειρηματικών απαιτήσεων και απαιτήσεων από ακίνητα. Τέλος, με τον Ν. 3156/2003, καταργείται ρητά η αρμοδιότητα του διοικητικού συμβουλίου για λήψη απόφασης έκδοσης ομολογιακού δανείου με δικαίωμα συμμετοχής στα κέρδη¹⁴.

3.2 Κατηγορίες Εταιρικών Ομολογιακών Δανείων

Τα νομικό πλαίσιο Ν.3156/2003 διακρίνει τέσσερις κατηγορίες εταιρικών ομολογιακών δανείων :

- *Κοινό εταιρικό ομολογιακό δάνειο:* Στο κοινά ομολογιακά δάνεια παρέχεται στους ομολογιούχους το δικαίωμα απόληψης τόκου. Επιπρόσθετα, παρέχονται μόνο ενοχικά δικαιώματα στους ομολογιούχους. Προϋπόθεση για την έκδοση των ομολογίων αυτών είναι απόφαση της γενικής συνέλευσης της εκδότριας εταιρίας η οποία λαμβάνεται με απόλυτη απαρτία και πλειοψηφία. Η γενική συνέλευση βρίσκεται σε απαρτία όταν παρίστανται ή αντιπροσωπεύονται σ' αυτήν μέτοχοι που εκπροσωπούν τα 2/3 του καταβεβλημένου κεφαλαίου¹⁵.
- *Ομολογιακό δάνειο με κερδοφόρες ομολογίες:* Στο ομολογιακό δάνειο με δικαίωμα συμμετοχής στα κέρδη, χορηγείται εναλλακτικά στους ομολογιούχους δανειστές το δικαίωμα λήψης, πέραν του τόκου, είτε ορισμένου ποσοστού επί των κερδών, που απομένει μετά την καταβολή του πρώτου μερίσματος, είτε άλλων πρόσθετων παροχών ανάλογα με το ύψος της παραγωγής ή το εν γένει επίπεδο δραστηριότητας της εταιρίας. Με τον τρόπο αυτό οι ομολογιούχοι δεν θα στερηθούν το επιπλέον επενδυτικό τους όφελος σε περιόδους μη κερδοφόρων εταιρικών χρήσεων. Προϋπόθεση για την έκδοση των ομολογίων αυτών είναι απόφαση της γενικής συνέλευσης της εκδότριας εταιρίας η οποία λαμβάνεται με απόλυτη απαρτία και πλειοψηφία¹⁶.
- *Ανταλλάξιμο ομολογιακό δάνειο:* Η φύση των ανταλλάξιμων ομολογίων δεν διαφέρει κατ' αρχήν από αυτή των κοινών αφού, όπως και στις κοινές, χορηγούνται μόνο ενοχικά δικαιώματα στους ομολογιούχους. Η ιδιαιτερότητά τους έγκειται στο ό,τι δίδεται στους ομολογιούχους δανειστές (όχι στην εκδότρια

¹⁴ Καψάλη Μαρία – Αναστασία, 2007, Νομικά ζητήματα από την έκδοση ομολογιακού δανείου του Ν.3156/2003 ως μορφή χρηματοδότησης επιχειρήσεων

¹⁵ Ρόκας Νικόλαος, 2008, Εμπορικές εταιρείες, Εκδόσεις Αντ. Σάκουλα

¹⁶ ό.π

εταιρία) το δικαίωμα να ζητήσουν την εξόφληση των ομολογιών τους εν όλω ή εν μέρει, σύμφωνα με τους όρους του δανείου, με μεταβίβαση σε αυτούς άλλων ομολογιών ή μετοχών ή άλλων κινητών αξιών της εκδότριας εταιρίας ή τρίτων που δεσμεύονται έναντι των ομολογιούχων δανειστών. Το δικαίωμα ανταλλαγής θα πρέπει να ασκηθεί εντός ορισμένου χρονικού διαστήματος, όπως αυτό προσδιορίζεται στο πρόγραμμα του ομολογιακού. Η έκδοση ομολογιακού δανείου αυτής της μορφής υπόκειται μόνο σε ενδεχόμενα προβλεπόμενους από το καταστατικό της εταιρίας περιορισμούς. Σύμφωνα με την εισηγητική έκθεση του Ν. 3156/2003, η επιλογή αυτή συνιστά ένα εξουσιαστικό δικαίωμα του ομολογιούχου που ασκείται με δήλωσή του προς την εταιρία, ενώ αντίστοιχο δικαίωμα δεν μπορεί να δοθεί σε καμία περίπτωση στην εκδότρια εταιρία. Η διασφάλιση του κατόχου ανταλλάξιμων ομολογιών επιτυγχάνεται με την δέσμευση της εκδότριας ή του κυρίου των ομολογιών ότι το αργότερο μέχρι την κάλυψη του δανείου θα έχει στην κατοχή του τις ομολογίες, μετοχές ή άλλες κινητές αξίας, ελεύθερες βάρους και ότι θα τις διατηρήσει ελεύθερες και στην κατοχή του μέχρι και την εκπλήρωση των υποχρεώσεων που απορρέουν από αυτές. Οι ανταλλάξιμες ομολογίες εκδίδονται κατά κανόνα εις τον κομιστή. Όταν όμως οι υπό ανταλλαγή ομολογίες, μετοχές ή κινητές αξίες είναι από τον νόμο ονομαστικές, προκειμένου να αποφευχθεί η καταστρατήγηση, υπάρχει η υποχρέωση μεταβίβασής τους ως ονομαστικές¹⁷.

- *Ομολογιακό δάνειο με μετατρέψιμες ομολογίες:* Σε ένα μετατρέψιμο ομολογιακό δάνειο παρέχεται στους ομολογιούχους δανειστές το δικαίωμα να ζητήσουν, με δήλωσή τους εντός ορισμένου χρόνου και σύμφωνα με τους όρους του ομολογιακού δανείου, την μετατροπή των ομολογιών τους σε μετοχές. Με την άσκηση του δικαιώματος μετατροπής επέρχεται εξόφληση της απαίτησης από την ομολογία και μετατροπή του ομολογιούχου δανειστή σε μέτοχο της εκδότριας εταιρίας. Ωστόσο, αν ο δανειστής δεν προβεί στην μετατροπή, καθώς είναι απολύτως ελεύθερος για την άσκηση ή μη αυτού του δικαιώματος, η θέση του δεν διαφέρει από αυτή του ομολογιούχου δανειστή του κοινού ομολογιακού δανείου. Με τον ως άνω θεσμό επιδιώκεται ο συνδυασμός των πλεονεκτημάτων τόσο των μετοχών όσο και των ομολογιών¹⁸. Οι κοινές ομολογίες πλεονεκτούν έναντι των μετοχών ως προς το ό,τι παρέχουν τόκο ανεξάρτητα από την ύπαρξη κερδών. Αντίθετα, εφόσον η εκδότρια εταιρία είναι εισηγμένη και

¹⁷ Ρόκας Νικόλαος, 2008, Εμπορικές εταιρείες, Εκδόσεις Αντ. Σάκκουλα

¹⁸ Schroder Salomon Smith Barney Convertible Bonds Manual, February 2002

εμφανίζει κερδοφορία, οι ομολογιούχοι έχουν την δυνατότητα να επωφεληθούν από την ανταλλαγή των ομολογιών τους κερδίζοντας από την διαφορά στην τιμή διαπραγμάτευσης μεταξύ ομολογίας και μετοχής, καθώς όταν αυξάνεται η αξία των μετοχών, αυξάνεται και η αξία των μετατρέψιμων ομολογιών. Αλλά και η εταιρία έχει κέρδος από την χορήγηση μετατρέψιμων ομολογιών, αφενός γιατί οι ομολογίες αυτές εκδίδονται με χαμηλότερη απόδοση (τόκο), πράγμα που της επιτρέπει χρηματοδότηση με χαμηλότερο κόστος και αφετέρου γιατί της παρέχεται η δυνατότητα πιθανής κεφαλαιοποίησης των χρεών της. Αυτό που πρέπει να επισημανθεί στο σημείο αυτό είναι ότι επειδή με την μετατροπή γίνεται ουσιαστικά αύξηση μετοχικού κεφαλαίου κατά το ποσό της αξίας των χορηγούμενων μετοχών, εφαρμόζονται παράλληλα οι ρυθμίσεις για το μετοχικό κεφάλαιο, που αφορούν στην αναπροσαρμογή των διατάξεων του καταστατικού και στην τήρηση της απαιτούμενης δημοσιότητας. Από τις μετατρέψιμες ομολογίες διακρίνονται οι ομολογίες με *δικαίωμα προαίρεσης* απόκτησης μετοχών, όπου πέρα από την αξίωση για καταβολή ενός σταθερού επιτοκίου και επιστροφή του κεφαλαίου, παρέχεται στους ομολογιούχους και το ενσωματωμένο σε ξεχωριστό αξιόγραφο δικαίωμα, να αποκτήσουν εντός ορισμένου χρονικού διαστήματος ή σε ένα συγκεκριμένο χρονικό σημείο και σε μια εκ των προτέρων καθορισμένη σχέση και τιμή, μετοχές της εκδότριας εταιρίας ή κάποιου τρίτου.

Σύμφωνα με τα ανωτέρω, καθίσταται εμφανές ότι το ανταλλάξιμο ομολογιακό δάνειο ομοιάζει με το μετατρέψιμο στο ό,τι και στις δύο περιπτώσεις πρόκειται για εξόφληση του κεφαλαίου της ομολογίας με δόση αντί καταβολής κατ' επιλογήν του ομολογιούχου. Από την άλλη πλευρά, οι δύο μορφές ομολογιακών δανείων διαφέρουν στα εξής σημεία. Ενώ στο ανταλλάξιμο ομολογιακό δάνειο οι ομολογίες μπορούν να ανταλλαγούν με οποιοδήποτε επενδυτικό αξιόγραφο (ομολογίες, μετοχές ή άλλες κινητές αξίες), στο δάνειο με μετατρέψιμες ομολογίες, οι ομολογίες μετατρέπονται αποκλειστικά σε μετοχές. Οι τίτλοι με τους οποίους ανταλλάσσονται οι ομολογίες θα πρέπει να βρίσκονται στην κατοχή της εκδότριας εταιρίας ή του τρίτου κύριου τουλάχιστον κατά τον χρόνο που ο ομολογιούχος αναλαμβάνει την υποχρέωση δανεισμού της εκδότριας εταιρίας (χρόνος κάλυψης) και να παραμείνουν σ' αυτήν μέχρι την εκπλήρωση των υποχρεώσεων που απορρέουν από το δάνειο. Αντίθετα, οι μετοχές που εκδίδονται κατά την μετατροπή των ομολογιών είναι πάντοτε νεοεκδιδόμενες, μετά από αύξηση μετοχικού κεφαλαίου της εκδότριας εταιρίας. Επίσης, οι τίτλοι που ανταλλάσσονται μπορεί να ανήκουν στην κυριότητα της εκδότριας εταιρίας ή/και ενός τρίτου, ενώ οι μετοχές στις οποίες μετατρέπονται οι ομολογίες είναι πάντοτε

μετοχές της εκδότριας εταιρίας. Συνεπώς, στην περίπτωση της ανταλλαγής έχουμε μεταβίβαση υφιστάμενου τίτλου, ενώ με την μετατροπή ο «νέος μέτοχος» αποκτά πρωτότυπα τις νεοεκδιδόμενες μετοχές. Επίσης, μια ιδιαίτερα σημαντική διαφορά, ειδικά για την εκδότρια εταιρία είναι ότι με την σύναψη ομολογιακού δανείου με ανταλλάξιμες ομολογίες, εφόσον η ανταλλαγή δεν γίνει με μετοχές της εταιρίας, αποφεύγεται η αλλοίωση της μετοχικής σύνθεσης της εκδότριας εταιρίας, πράγμα το οποίο δεν συμβαίνει στο μετατρέψιμο ομολογιακό δάνειο¹⁹.

Παράλληλα με τις προαναφερθείσες μορφές ομολογιακών δανείων εισήχθηκαν τα ομολογιακά δάνεια με καλυμμένες ομολογίες (covered bonds), τα οποία εκδίδονται από πιστωτικά ιδρύματα.²⁰ Καθήκοντα εκπροσώπου των ομολογιούχων ασκεί θεματοφύλακας που μπορεί να είναι πιστωτικό ίδρυμα ή θυγατρική εταιρία του πιστωτικού ιδρύματος που παρέχει νόμιμα τις υπηρεσίες της στον Ευρωπαϊκό Οικονομικό Χώρο. Όσον αφορά στο κάλυμμα των ομολογιών, είναι δυνατόν να συνίσταται σε απαιτήσεις από δάνεια, πιστώσεις και παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα, σε καταθέσεις σε πιστωτικά ιδρύματα και σε κινητές αξίες. Επί του καλύμματος συνίσταται νόμιμο ενέχυρο υπέρ των ομολογιούχων και άλλων δανειστών, οι απαιτήσεις των οποίων συνδέονται με την έκδοση των ομολογιών και οι οποίοι αναφέρονται ως εξασφαλιζόμενοι δανειστές στο πρόγραμμα του ομολογιακού δανείου.

Οι απαιτήσεις που συγκαταλέγονται στο κάλυμμα των ομολογιών αναφέρονται ονομαστικά σε έγγραφο που υπογράφεται από τον εκδότη και τον θεματοφύλακα. Έτσι, οι καλυμμένες ομολογίες παρέχουν στους επενδυτές μια πρόσθετη εξασφάλιση επί ενός, σαφώς διαχωρισμένου από τα λοιπά περιουσιακά στοιχεία του πιστωτικού ιδρύματος, χαρτοφυλακίου υψηλής ποιότητας ενυπόθηκων δανείων και κρατικών ομολόγων. Επιπλέον και σε αντίθεση με την τιτλοποίηση απαιτήσεων, τα στοιχεία που συγκροτούν την ανωτέρω εξασφάλιση, δεν απαλλάσσουν τα πιστωτικά ιδρύματα από τις κεφαλαιακές απαιτήσεις για εποπτικούς σκοπούς, καθώς ο πιστωτικός κίνδυνος που απορρέει από τα στοιχεία αυτά, παραμένει στο πιστωτικό ίδρυμα και δεν μεταβιβάζεται.

Οι καλυμμένες ομολογίες είναι δυνατό να εισαχθούν στην οργανωμένη αγορά και να διατίθενται με δημόσια προσφορά.

¹⁹ Πρβλ. Καμάλη Μαρία – Αναστασία, 2007, Νομικά ζητήματα από την έκδοση ομολογιακού δανείου του Ν.3156/2003 ως μορφή χρηματοδότησης επιχειρήσεων

²⁰ Με το άρθρο 91 του ν. 3601/2007 (ΦΕΚ Α' 178/01.08.2007) εισήχθηκαν τα ομολογιακά δάνεια με καλυμμένες ομολογίες (covered bonds). Με την υπ' αριθμ. 2598/2007 Πράξη του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος, καθορίζονται οι προϋποθέσεις υπό τις οποίες ομολογιακοί τίτλοι με εξασφαλίσεις επί περιουσιακών στοιχείων που εκδίδονται άμεσα ή μέσω θυγατρικής εταιρίας ειδικού σκοπού από πιστωτικό ίδρυμα, αναγνωρίζονται από την Τράπεζα της Ελλάδος ως καλυμμένες ομολογίες.

3.3. Ενημερωτικό Δελτίο Έκδοσης Εταιρικού Ομολογιακού Δανείου

Το ενημερωτικό δελτίο θεωρείται ως βασική πηγή πληροφόρησης του επενδυτή στη βάση της οποίας θα λάβει την επενδυτική του απόφαση²¹. Θα πρέπει να περιέχει τις πληροφορίες που είναι αναγκαίες, ανάλογα με τα χαρακτηριστικά του εκδότη και των κινητών αξιών που προσφέρονται στο κοινό²², ώστε οι επενδυτές να μπορούν να διαμορφώσουν βάσιμη γνώμη σχετικά με τα στοιχεία ενεργητικού και παθητικού, τη χρηματοοικονομική κατάσταση, τα κέρδη, τις ζημίες και τις προοπτικές του εκδότη, καθώς και με τα δικαιώματα που ενσωματώνονται σ' αυτές τις κινητές αξίες. Λόγω αυτής της συμβολής του ενημερωτικού δελτίου στη διαμόρφωση, ουσιαστικά, της επενδυτικής δραστηριότητας είναι ιδιαίτερα μεγάλη η ευθύνη του αναδόχου για ανακρίβεια και μη πληρότητα των πληροφοριών που δημοσιεύει για την εκδότρια εταιρία.

3.4 Διαδικασία έκδοσης κατ' είδος ομολογιακού δανείου

Για την έκδοση κάθε μορφής ομολογιακού δανείου απαιτούνται δύο γενικές προϋποθέσεις. Εταιρική απόφαση του αρμοδίου οργάνου σύμφωνα με το καταστατικό και τον νόμο αφενός και σύναψη σύμβασης δανείου, είτε με τους ομολογιούχους, είτε με τράπεζα ή άλλο χρηματοπιστωτικό ίδρυμα όταν αναλαμβάνει τη διαμεσολάβηση, αφετέρου. Η διαδικασία έκδοσης υπόκειται, όσον αφορά στους όρους και τις προϋποθέσεις λήψης της σχετικής απόφασης, στους κανόνες εταιρικού δικαίου και όσον αφορά στην διαδικασία έκδοσης, κάλυψης και διάθεσης των ομολογιών, στους κανόνες του χρηματιστηριακού δικαίου. Ενώ, ανάλογα με την τυχόν ειδικότερη μορφή του δανείου απαιτούνται και ορισμένες πρόσθετες προϋποθέσεις, όπως άδεια της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς ή επιβάλλονται πρόσθετοι όροι και περιορισμοί.

Η γενική συνέλευση είναι η μόνη αρμόδια να αποφασίζει για την έκδοση δανείου δι' ομολογιών. Η αρμοδιότητα αυτή της γενικής συνέλευσης δικαιολογείται από το γεγονός ότι η έκδοση ομολογιακού δανείου δεν συνιστά μια απλή δανειακή σύμβαση, αλλά αποτελεί πράξη διαχείρισης της εταιρίας, καθώς αυτός ο τρόπος χρηματοδότησης της εταιρίας δύναται να επιφέρει ακόμη και αλλαγή στο μετοχικό κεφάλαιο της εταιρίας (στην περίπτωση του ομολογιακού δανείου με μετατρέψιμες ομολογίες)²³. Άλλες ιδιαιτερότητες του ομολογιακού δανείου είναι η μεγάλη διάρκεια της χρηματοδότησης

²¹ Όπως προβλέπεται από τον ν. 3401/2005, ο οποίος επέφερε πολλές τροποποιήσεις στο π.δ. 52/1992 και ενσωμάτωσε στο εθνικό δίκαιο την Οδηγία 2003/71 ΕΚ.

²² άρθρο 12 του π.δ. 52/1992

²³ Ψυχομάνης Σπύρος, 2008, Τραπεζικό Δίκαιο – Δίκαιο Τραπεζικών Συμβάσεων, Εκδόσεις Αντ. Σάκκουλα

και το συνήθως μεγάλο ύψος αυτής, η ενσωμάτωση των απαιτήσεων των ομολογιούχων δανειστών σε αξιόγραφο, ως επίσης και οι κίνδυνοι που ενέχει αυτή η μορφή χρηματοδότησης για τους μετόχους της μειοψηφίας. Με την απόφαση της γενικής συνέλευσης εγκρίνεται καταρχήν η έκδοση του ομολογιακού δανείου και καθορίζονται οι βασικοί όροι έκδοσής του, όπως για παράδειγμα, το ύψος του δανείου, ο τόκος, ο χρόνος αποπληρωμής, ο αριθμός και το είδος των ομολογιών και άλλοι όροι. Για την λήψη απόφασης από τη γενική συνέλευση δεν απαιτείται καταστατική πρόβλεψη, καθώς η αρμοδιότητά της αυτή προβλέπεται από τον νόμο²⁴.

3.4.1 Έκδοση κοινού και ανταλλάξιμου ομολογιακού δανείου

Αρμόδιο όργανο είναι κατ' αρχήν η γενική συνέλευση τόσο για την έκδοση όσο και για κάποιους όρους του δανείου. Αλλά και το διοικητικό συμβούλιο της εκδότριας δύναται να προβεί σ' αυτή την ενέργεια είτε κατόπιν καταστατικής εξουσιοδότησης, είτε μετά από ειδική προς τούτο εξουσιοδότηση από την γενική συνέλευση, της οποίας η διάρκεια δεν πρέπει να υπερβαίνει τα 5 έτη²⁵.

3.4.2 Έκδοση μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου

Εκδίδεται μετά από απόφαση της γενικής συνέλευσης η οποία λαμβάνεται με αυξημένη απαρτία και πλειοψηφία. Το διοικητικό συμβούλιο έχει δικαίωμα, κατά την διάρκεια της πρώτης πενταετίας από τη σύσταση της εταιρίας να αυξάνει το μετοχικό κεφάλαιο, μερικά ή ολικά, με την έκδοση νέων μετοχών για ποσό που δεν υπερβαίνει το αρχικό μετοχικό κεφάλαιο, μετά από απόφασή του που λαμβάνεται με πλειοψηφία δύο τρίτων (2/3) τουλάχιστον του συνόλου των μελών του. Σε περίπτωση που η αρμοδιότητα αυτή του διοικητικού συμβουλίου δίδεται με εξουσιοδότηση της γενικής συνέλευσης, η εξουσιοδοτική απόφαση λαμβάνεται με αυξημένη απαρτία και πλειοψηφία και το συνολικό ποσό της αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου δεν μπορεί να υπερβαίνει το ποσό του καταβεβλημένου, κατά τη στιγμή της λήψης της εξουσιοδοτικής απόφασης, μετοχικού κεφαλαίου. Και στις δύο περιπτώσεις, της καταστατικής ανάθεσης και της εξουσιοδότησης ισχύει αντίστοιχα η πενταετία, χρονικό διάστημα που δύναται να παραταθεί το μέγιστο για ακόμη πέντε έτη.

Η απόφαση της γενικής συνέλευσης θα πρέπει να αναφέρει τουλάχιστον την διάρκεια της εξουσιοδότησης (η οποία δεν θα πρέπει να υπερβαίνει την πενταετία), το είδος των

²⁴ Ψυχομάνης Σπύρος, 2008, Τραπεζικό Δίκαιο – Δίκαιο Τραπεζικών Συμβάσεων, Εκδόσεις Αντ. Σάκκουλα

²⁵ Ν.2190/1920, άρθρο 29 παρ. 1 και 2, άρθρο 31 παρ. 1

ομολογιών, ώστε να ορίζονται τα δικαιώματα των ομολογιούχων και το συνολικό ύψος του ομολογιακού δανείου. Εφόσον πρόκειται για μετατρέψιμες ομολογίες, θα πρέπει να ορίζεται η τιμή μετατροπής, ο χρόνος και ο τρόπος άσκησης του δικαιώματος μετατροπής. Παρά το γεγονός ότι το διοικητικό συμβούλιο αποφασίζει ελεύθερα εάν και πότε θα κάνει χρήση της εξουσιοδότησης, όταν αποφασίσει να προβεί στην έκδοση του δανείου δεσμεύεται από το περιεχόμενο της εξουσιοδοτικής απόφασης, χωρίς να έχει δυνατότητα διαμόρφωσης των όρων του²⁶.

3.4.3 Τρόποι διάθεσης ομολογιών

Οι ομολογίες μπορούν να διατεθούν με δύο τρόπους: α) σε περιορισμένο κύκλο προσώπων για κάλυψη με ιδιωτική τοποθέτηση (private placement) και β) στο ευρύ επενδυτικό κοινό για κάλυψη με δημόσια εγγραφή (public offering). Η διάθεση των ομολογιών με ιδιωτική τοποθέτηση δεν απευθύνεται στο ευρύ κοινό αλλά σε έναν περιορισμένο, ατομικά καθορισμένο αριθμό προσώπων. Στην συγκεκριμένη περίπτωση η έννοια της «ιδιωτικής τοποθέτησης» δεν σχετίζεται με την έλλειψη δημοσιότητας αλλά με την έλλειψη υποχρέωσης έκδοσης ενημερωτικού δελτίου και προσδιορίζεται βάσει αριθμητικών και λειτουργικών κριτηρίων.

Η δήλωση βουλήσεως των εγγραφόμενων με την οποία καταρτίζεται η σύμβαση δανείου, η καταβολή των ποσών των ομολογιών και η παράδοση των ομολογιών γίνονται από και προς τον ανάδοχο, ο οποίος ενεργεί ως εκπρόσωπος της εκδότριας εταιρίας. Κρίσιμο για την αναγκαιότητα οργανωμένης ενημέρωσης (μέσω ενημερωτικού δελτίου) δεν είναι τα πρόσωπα που τελικά απέκτησαν τους τίτλους, αλλά τα πρόσωπα των αποδεκτών της πρόσκλησης για απόκτηση τίτλων, έστω και αν τελικά δεν επένδυσαν στους συγκεκριμένους τίτλους. Ως δημόσια εγγραφή νοείται η κατάρτιση επιμέρους συμβάσεων μεταξύ της εκδότριας εταιρίας και των επενδυτών με τις οποίες οι επενδυτές αναλαμβάνουν την υποχρέωση να καταβάλλουν στην εταιρία το ποσό που αντιστοιχεί στις ομολογίες που αναλαμβάνουν και η εταιρία αναλαμβάνει την υποχρέωση να διαθέσει τις ομολογίες στους αντισυμβαλλόμενους επενδυτές.

Για την έκδοση ομολογιακού δανείου με διενέργεια δημόσιας εγγραφής απαιτείται να συντρέχουν οι εξής προϋποθέσεις:

²⁶ Πρβλ. Ρόκας Νικόλαος, 2008, Εμπορικές εταιρείες, Εκδόσεις Αντ. Σάκκουλα

α) Το μετοχικό κεφάλαιο της εταιρίας που εκδίδει το ομολογιακό δάνειο με δημόσια εγγραφή θα πρέπει να είναι τουλάχιστον ενάμισι εκατομμύριο ευρώ (1.500.000€) ολοσχερώς καταβεβλημένο και η διάθεσή του προς το κοινό θα πρέπει να γίνει μέσω αναδόχου, ο οποίος συνυπογράφει το ενημερωτικό δελτίο.

β) Για την κάλυψη του μετοχικού κεφαλαίου ή την διάθεση των ομολογιών στο κοινό απαιτείται άδεια της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, η οποία ελέγχει παράλληλα και το Ενημερωτικό Δελτίο. Όπως αναφέρθηκε και ανωτέρω, προκειμένου να δώσει την άδεια η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ασκεί μόνο έλεγχο νομιμότητας και δεν ελέγχει τη σκοπιμότητα έκδοσης του δανείου ή δημοσίευσης του Ενημερωτικού Δελτίου.

γ) Για τη χορήγηση άδειας δημόσιας εγγραφής σε ομολογιακό δάνειο απαιτείται προηγούμενη αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας (credit rating) της εκδότριας εταιρίας σύμφωνα με σχετική απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.

δ) Οι ανώνυμες εταιρίες που αποκτούν κεφάλαια με δημόσια εγγραφή ομολογιών είναι υποχρεωμένες να ζητήσουν μέσα σε ένα έτος από την ολοκλήρωση της δημόσιας εγγραφής την εισαγωγή των ομολογιών στο χρηματιστήριο.

Σε περίπτωση παράβασης αυτής της τελευταίας υποχρέωσης από την εκδότρια εταιρία δεν τίθεται θέμα ακύρωσης των με δημόσια εγγραφή εκδοθέντων τίτλων, αλλά τίθεται θέμα αποζημίωσης των ομολογιούχων ή των μετόχων που ζημιώθηκαν από την παράλειψη αυτή, ενώ δεν αποκλείεται να τεθεί και θέμα ποινικής ευθύνης των μελών του διοικητικού συμβουλίου.

Για τον προσδιορισμό της ζημίας και του ύψους της αποζημίωσης θα πρέπει να γίνει ένας διαχωρισμός μεταξύ ομολογιούχων δανειστών και μετόχων. Ειδικότερα, οι ομολογιούχοι δανειστές θα μπορούσαν να ζητήσουν αποκατάσταση της ζημίας που υπέστησαν με την εξαγορά του τίτλου από την εκδότρια εταιρία. Ωστόσο, η αποκατάσταση της ζημίας δεν είναι δυνατή στην περίπτωση των μετόχων, διότι από την μια, απαιτείται μείωση του μετοχικού κεφαλαίου και από την άλλη πλευρά δεν είναι δυνατός ο υπολογισμός της αξίας που θα είχε ο τίτλος αν είχε εισαχθεί στην δευτερογενή αγορά.

Στο ομολογιακό δάνειο η μη τήρηση των υποχρεώσεων του εκδότη, που προβλέπονται από τον νόμο συνιστά σπουδαίο λόγο για την καταγγελία του δανείου από τους ομολογιούχους δανειστές ατομικά ή από την ομάδα των ομολογιούχων δανειστών, κάτι το οποίο δεν μπορεί να συμβεί με τους μετόχους, καθώς η μετοχική σχέση δεν καταγγέλλεται.

Από τα ανωτέρω διαφαίνεται ότι κάποια από τα κυριότερα πλεονεκτήματα της σύναψης ομολογιακού δανείου με ιδιωτική τοποθέτηση είναι αφενός, η αποφυγή του κόστους του ενημερωτικού δελτίου και της διαδικασίας έγκρισής του και αφετέρου, η δυνατότητα που δίδεται στον εκδότη του ομολογιακού δανείου να διαπραγματευτεί και να τροποποιήσει τους όρους έκδοσης του δανείου με τους υποψήφιους ομολογιούχους δανειστές²⁷.

3.5 Χρήση κεφαλαίων από έκδοση εταιρικών ομολογιακών δανείων

Ο τρόπος διάθεσης των κεφαλαίων του ομολογιακού δανείου πρέπει να βασίζεται σε ορθολογικά κριτήρια και σημεία διαπραγμάτευσης. Τα κεφάλαια ενός εταιρικού ομολογιακού δανείου, χρησιμοποιούνται τις περισσότερες φορές για την πραγματοποίηση επενδύσεων αναπτυξιακού χαρακτήρα. Αλλά, αποτελεί γεγονός πως στο παρελθόν υπήρξαν περιπτώσεις στις οποίες τα κεφάλαια διατέθηκαν για ανεπιτυχείς επενδύσεις.

Επίσης, ενδέχεται να αποδώσουν λιγότερο από το κόστος του δανείου, όπως για παράδειγμα μπορεί να συμβεί όταν η επένδυση κεφαλαίων για την αύξηση της παραγωγικής δυναμικότητας ενός εργοστασίου δεν εξασφαλίσει τελικά την άνοδο της κερδοφορίας της επιχείρησης, όπως αυτή υπολογίζεται στο επιχειρηματικό σχέδιο που καταθέτει η τελευταία στις χρηματιστηριακές ή τραπεζικές αρχές.

Αυτό ίσως να συμβεί διότι διάφοροι εξωγενείς παράγοντες (όπως ανταγωνισμός, μακροοικονομικοί παράγοντες, ζήτηση προϊόντων / υπηρεσιών, κ.λ.π.) ενδέχεται να μην επιτρέψουν την επίτευξη των στόχων που έχουν τεθεί στις πωλήσεις, όπως για παράδειγμα παρατηρείται σήμερα στο χώρο της υψηλής τεχνολογίας, της υγείας, και της κλωστοϋφαντουργίας στην Ελλάδα.

Μία θεμελιώδης ερώτηση είναι εάν η απόδοση της επένδυσης μπορεί να καλύψει ή να αποπληρώσει το συνολικό δάνειο στο τέλος της περιόδου. Με άλλα λόγια, ενδέχεται να υπάρξει η περίπτωση μιας εταιρίας η οποία αύξησε μέσω επενδύσεων την παραγωγική της δυναμικότητα σε σημείο που υπερέβη κατά πολύ την υπάρχουσα ζήτηση, ενώ από την άλλη πλευρά, οι αυξομειώσεις στις τιμές του παραγόμενου προϊόντος επηρέασαν σημαντικά την κερδοφορία της από έτος σε έτος. Σε μια τέτοια περίπτωση, όταν η επιχείρηση φτάσει στο έτος της αποπληρωμής του ομολογιακού δανείου ενδέχεται να μην διαθέτει τα απαιτούμενα κεφάλαια για την ικανοποίηση των υποχρεώσεών της ή ακόμη και να κινδυνεύει με χρεοκοπία.

²⁷ Γεωργιάδης Νικόλαος, Μακρυάς Χριστόφορος, 2005, Εταιρικά Ομόλογα: Μια χρήσιμη οδός χρηματοδότησης

Η αναχρηματοδότηση των παλαιότερων δανείων, μέσω της σύναψης νέων ομολογιακών δανείων με ευνοϊκότερους όρους, μετατοπίζει την υποχρέωση της αποπληρωμής των υποχρεώσεων μιας επιχείρησης στο απώτερο μέλλον. Εάν η αναχρηματοδότηση τρεχουσών υποχρεώσεων πραγματοποιείται μέσω ενός νέου εταιρικού ομολογιακού δανείου, επειδή η επιχείρηση δεν έχει επαρκείς ταμειακές ροές για να καλύψει τις εν λόγω τρέχουσες υποχρεώσεις της, τότε η διοίκηση θα πρέπει να εξετάσει με ιδιαίτερη προσοχή και βάσει ενός συντηρητικού και όχι αισιόδοξου σεναρίου εάν θα μπορέσει να πραγματοποιήσει κάτι ανάλογο στο μέλλον.

Η έκδοση ενός εταιρικού ομολογιακού δανείου βασίζεται σε αντίστοιχο επιχειρηματικό πλάνο το οποίο εμπεριέχει προβλέψεις αποτελεσμάτων που υποστηρίζουν το σενάριο αύξησης της κεφαλαιακής επάρκειας της εισηγμένης εταιρίας στο μέλλον. Οι προβλέψεις αυτές τείνουν επίσης να βασίζονται σε αισιόδοξα σενάρια, τα οποία τις περισσότερες φορές δεν επαληθεύονται, επαναφέροντας μετά από κάποιο χρονικό διάστημα, συνήθως όταν πλησιάζει η ημερομηνία αποπληρωμής του δανείου, τα ταμειακά προβλήματα στην επιχείρηση²⁸.

²⁸ Γεωργιάδης Νικόλαος, Μακρυάς Χριστόφορος, 2005, Εταιρικά Ομόλογα: Μια χρήσιμη οδός χρηματοδότησης

Βιβλιογραφία και πηγές κεφαλαίου 3

Ελληνική βιβλιογραφία

- 2598/2007 Πράξη του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος
- Π.Δ. 52/1992
- Οδηγία 2003/71 Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου
- Γεωργιάδης Νικόλαος, Μακρυάς Χριστόφορος, 2005, Εταιρικά Ομόλογα: Μια χρήσιμη οδός χρηματοδότησης
- Καψάλη Μαρία – Αναστασία, 2007, Νομικά ζητήματα από την έκδοση ομολογιακού δανείου του Ν.3156/2003 ως μορφή χρηματοδότησης επιχειρήσεων
- Ρόκας Νικόλαος, 2008, Εμπορικές εταιρείες, Εκδόσεις Αντ. Σάκκουλα
- ΦΕΚ Α' 178/01.08.2007
- Ψυχομάνης Σπύρος, 2008, Τραπεζικό Δίκαιο – Δίκαιο Τραπεζικών Συμβάσεων, Εκδόσεις Αντ. Σάκκουλα

Διεθνής βιβλιογραφία

- Schroder Salomon Smith Barney Convertible Bonds Manual, February 2002

Διαδικτυακοί τόποι

- www.dsanet.gr

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4^ο

Ε.Ο.Δ. ΩΣ ΕΠΙΛΟΓΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ

4.1 Πλεονεκτήματα και Μειονεκτήματα

Η υιοθέτηση του ευρώ και η περίοδος χαμηλών αποδόσεων στις χρηματιστηριακές αγορές σηματοδότησε νέες συνθήκες ανταγωνισμού όχι μόνο για την παροχή προϊόντων και υπηρεσιών, αλλά και για την άντληση κεφαλαίων.

Η αρνητική συγκυρία στις διεθνείς χρηματαγορές ανέδειξε την αδυναμία της κεφαλαιαγοράς να τροφοδοτήσει με κεφάλαια τις επιχειρήσεις, δυσκολεύοντας την υλοποίηση των επενδυτικών σχεδίων τους και τις υποχρέωσε να εξεύρουν νέους τρόπους χρηματοδότησης. Το γεγονός της κατάργησης των εθνικών νομισμάτων στη ζώνη του ευρώ είχε ως συνέπεια την άμεση εξασθένηση της σημασίας των κινδύνων αγοράς, δηλαδή την εξάλειψη του επενδυτικού ρίσκου στις εθνικές αγορές και λειτούργησε ως διέξοδος στις χρηματοδοτικές ανάγκες των οργανισμών, καθώς οδηγήθηκαν στην αγορά ομολόγων για την άντληση ρευστότητας, εκδίδοντας τίτλους που θα απεικονίζουν τις κεφαλαιακές ανάγκες τους και τους οποίους θα διαθέτουν στις διεθνείς αγορές.

Η εμπειρία των τελευταίων ετών από εκδόσεις εταιρικών ομολογιακών δανείων ανέδειξε μια σειρά θεμάτων, πλεονεκτημάτων, αλλά και προβλημάτων στην προσπάθεια έκδοσης ενός ομολογιακού δανείου.

Ιστορικά, στη διεθνή αγορά δανεισμού παρατηρείται αύξηση των εκδόσεων εταιρικών ομολόγων συνήθως σε περιόδους χαμηλών επιτοκίων και πληθωρισμού. Δεν αποτελεί ενδεδειγμένη επιλογή δανεισμού όταν τα επιτόκια αρχίσουν να αυξάνονται και ταυτόχρονα η περίοδος αποπληρωμής του δανείου αποδειχθεί μεγάλη σε διάρκεια. Στην πράξη, τα επιτόκια της πλειοψηφίας των εταιρικών ομολογιακών δανείων είναι συνδεδεμένα με επίπεδα επιτοκίων τα οποία πλέον ορίζει η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (Ε.Κ.Τ.), π.χ. «Euribor + 2%», και ενδεχόμενη άνοδος τους σε καιρούς περιοριστικής νομισματικής πολιτικής, επιβαρύνει την εκάστοτε εισηγμένη εταιρία με επιπλέον κόστος δανεισμού.

Παρά το γεγονός ότι η αναδιαμόρφωση του δανεισμού μιας εταιρίας κρύβει αρκετές φορές παγίδες, εντούτοις σε περιπτώσεις αναχρηματοδότησης των βραχυπρόθεσμων

και λοιπών μακροπρόθεσμων δανείων, ενδέχεται να υπάρξει σημαντική βελτίωση των όρων δανεισμού μιας επιχείρησης. Ιδιαίτερα σε περιόδους χαμηλών επιτοκίων, συμφέρει τις επιχειρήσεις σε κάποιες περιπτώσεις να προχωρήσουν σε αναχρηματοδότηση των δανείων τους και την έκδοση νέου εταιρικού ομολογιακού δανείου, εξασφαλίζοντας:

α. Χαμηλότερα επιτόκια, τα οποία σε μερικές περιπτώσεις μεταφράζονται σε βελτίωση της πιστοληπτικής ικανότητας της εισηγμένης εταιρίας,

β. Οφέλη από συναλλαγματικές διαφορές (στην περίπτωση κατά την οποία έχει συναφθεί δάνειο σε άλλα νομίσματα). Η εξάλειψη του συναλλαγματικού κινδύνου άρει τον περιορισμό επένδυσης σε αλλοδαπά περιουσιακά στοιχεία και καταλύει το συναλλαγματικό κόστος μετατροπής των εσόδων μιας ομολογιακής έκδοσης από το κύριο νόμισμα στα τοπικά νομίσματα για τη χρηματοδότηση εγχώριων επενδύσεων, και

γ. Μετατόπιση του χρόνου αποπληρωμής του δανείου, στοιχείο που ενδέχεται να βελτιώσει τις ταμειακές ροές μιας εταιρίας σε συγκεκριμένες επιθυμητές περιόδους.

Η ολοένα αυξανόμενη συσχέτιση των αποδόσεων των κρατικών ομολόγων ελαχιστοποιεί τη διαφοροποίηση κινδύνου και αυξάνεται η ζήτηση για έκδοση εταιρικού χρέους, διατηρώντας σταθερά τα πιστωτικά περιθώρια (credit spreads).

Όπως αναφέρουν τραπεζίτες, το πλεονέκτημα της αγοράς των εταιρικών ομολόγων είναι ότι επιτυγχάνεται η άντληση υγιών κεφαλαίων, χωρίς να αυξάνονται τα ίδια κεφάλαια της επιχείρησης, με αποτέλεσμα οι διάφοροι χρηματοοικονομικοί δείκτες αποτελεσματικότητας, όπως για παράδειγμα αυτός της αποδοτικότητας των ιδίων κεφαλαίων ή της μερισματικής απόδοσης, να μην επηρεάζονται αρνητικά.

Ένα σημείο προβληματισμού για μία εισηγμένη εταιρεία στο Χρηματιστήριο, η οποία ούτως ή άλλως καλείται να πληρώνει σημαντικά ετήσια έξοδα διαπραγμάτευσης, ενδέχεται να αποτελέσει και το υψηλό κόστος έκδοσης του εταιρικού ομολογιακού δανείου. Για την έκδοση ενός εταιρικού ομολογιακού δανείου, η εισηγμένη επιχείρηση πρέπει μεταξύ των άλλων να προετοιμάσει πλήρες ενημερωτικό δελτίο και να πραγματοποιήσει παρουσιάσεις σε θεσμικούς επενδυτές, γεγονός που αυξάνει το κόστος έκδοσης του δανείου, αλλά και που προϋποθέτει ότι το σενάριο μελλοντικής ανάπτυξης της εισηγμένης εταιρίας είναι πειστικό και ελκυστικό απέναντι στην εγχώρια και διεθνή επενδυτική κοινότητα.

Πέρα όμως από το ενδεχόμενο υψηλό της κόστος, η έκδοση ενός εταιρικού ομολογιακού δανείου συνίσταται σήμερα και για ένα πολύ σημαντικό λόγο, που δεν είναι άλλος από την ύπαρξη του ευρώ. Είναι αλήθεια ότι το ευρώ εγγυάται νομισματική σταθερότητα, καθιστώντας τα εταιρικά ομόλογα ελκυστικότερα σε σχέση με το παρελθόν, και παράλληλα διευκολύνει την εξεύρεση επενδυτών από μέρους των εκδοτριών εταιριών. Αξίζει μάλιστα να σημειωθεί ότι παλαιότερα, αρκετά αμοιβαία κεφάλαια και ασφαλιστικές εταιρίες του εξωτερικού έρχονταν αντιμέτωπες με σημαντικούς περιορισμούς αναφορικά με τις υπό εξέταση επενδύσεις τους στις ξένες αγορές κεφαλαίων. Η εν λόγω διεύρυνση του ενδιαφέροντος δημιουργεί επίσης το απαραίτητο βάθος στην αγορά δανεισμού, με αποτέλεσμα επιχειρήσεις να διευκολύνονται στην άντληση υψηλότερων κεφαλαίων με ευνοϊκότερους όρους σε σύγκριση με το παρελθόν.

Αξιοσημείωτη είναι η περίπτωση εταιριών οι οποίες προέβησαν στην έκδοση ομολογιακού δανείου με σκοπό την παράλληλη επιστροφή μέρους του μετοχικού κεφαλαίου τους στους μετόχους. Όμως αυτή η επιλογή μπορεί να ερμηνευθεί κατά καιρούς αρνητικά τόσο από την εγχώρια όσο και από τη διεθνή επενδυτική κοινότητα. Με την κίνηση αυτή, η εταιρία μπορεί να δείξει ότι ο λόγος του δανεισμού ήταν αποκλειστικά η επιστροφή ρευστών διαθέσιμων στους μετόχους της και η ικανοποίηση αυτών σε βραχυπρόθεσμο χρονικό ορίζοντα, υποδηλώνοντας παράλληλα σοβαρή αδυναμία της διοίκησης να αναζητήσει νέες μορφές επένδυσης και να αυξήσει τη λειτουργική κερδοφορία της επιχείρησης²⁹.

4.1.1. Έναντι του Τραπεζικού Δανεισμού

Μια εμπορική Τράπεζα ή ένας χρηματοπιστωτικός οργανισμός καλείται να δραστηριοποιηθεί σε ένα ευμετάβλητο και δυναμικό περιβάλλον, στο οποίο οφείλει να προσαρμόζεται για να επιβιώσει. Αυτή η προσπάθεια διαρκούς προσαρμογής, καθιστά αυτούς τους οργανισμούς ευάλωτους σε κινδύνους και σε κόστος αντιμετώπισης κινδύνων³⁰, που επηρεάζουν τις εν γένει δραστηριότητες στον τομέα των χορηγήσεων.³¹

²⁹ Γεωργιάδης Νικόλαος, Μακρυάς Χριστόφορος, 2005, Εταιρικά Ομόλογα: Μια χρήσιμη οδός χρηματοδότησης

³⁰ Παπαϊωάννου Γεώργιος, 2006, Η διαχείριση των κινδύνων απασχολεί τους τραπεζίτες, Το Βήμα

³¹ "Ο Οικονομικός Ρόλος των Τραπεζικών Ιδρυμάτων και Χρηματοοικονομικές Αναλύσεις", Banking and Finance, 20 χρόνια επιστημονικό Μάρκετινγκ, Ιούλιος 2006

Επιπλέον, η εποπτεία σε σχέση με τις χρηματοοικονομικές συναλλαγές που έχει επιβληθεί στις εμπορικές Τράπεζες με τη θεσμοθέτηση του ανανεωμένου συστήματος «Βασιλεία III» και με τη συνεπαγόμενη επιδείνωση της εμπορικής τραπεζικής κεφαλαιακής αγοράς, τις οδηγεί σε μια διαρκή πίεση για περιορισμό των δανεισμών τους.

Όλα τα παραπάνω, και με το φόβο της αφερεγγυότητας που επικρατεί, επιβάλλουν στις Τράπεζες περιορισμό των χορηγήσεων, με υιοθέτηση πιο σκληρών κριτηρίων αξιολόγησης και έγκρισης επιχειρηματικών δανείων και με παράλληλη επιβολή υψηλών επιτοκίων στις περιπτώσεις εκταμίευσης τέτοιων δανείων, με σκοπό την όσο πιο δυνατό χαμηλότερη ζημία από πιθανές επισφαλείς απαιτήσεις.

Αυτή η πρακτική των Τραπεζών, καθιστά δυσχερή την προσπάθεια κτήσης κεφαλαίων των επιχειρήσεων μέσω του Τραπεζικού Δανεισμού, αποδυναμώνοντας, ουσιαστικά, τη διαπραγματευτική τους θέση, όσον αφορά το ύψος κεφαλαίου και το επιτόκιο και επιβαρύνοντας το κόστος κεφαλαίου τους με τη σύναψη δανείων με το υψηλό επιτόκιο δανεισμού που θα απολάβουν.

Ως εκ τούτου, η έκδοση εταιρικού ομολογιακού δανείου, δίνει μια συμφέρουσα εναλλακτική πηγή κτήσης επαρκών κεφαλαίων στην εταιρεία, με δεδομένη τη θέληση των επενδυτών να αγοράσουν εταιρικές ομολογίες, καθώς και να ορίσει μονομερώς επιτόκιο, ανάλογα με το κόστος κεφαλαίου.

4.1.2. Έναντι της Αύξησης Μετοχικού Κεφαλαίου

Ένα εταιρικό ομολογιακό δάνειο έναντι της Αύξησης Μετοχικού Κεφαλαίου έχει χαμηλότερο κόστος, καθώς οι τόκοι που καταβάλλει η εταιρία στους ομολογιούχους δανειστές, λογιστικά και φορολογικά ανήκουν στις δαπάνες της. Η Αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου έχει φόρο συγκέντρωσης 1%³², ενώ η έκδοση εταιρικού ομολογιακού δανείου δεν φορολογείται ούτε επιβαρύνεται με έκτακτη εισφορά του Ν.128/75³³. Επίσης, η έκδοση ομολογίων όχι μόνο δεν ανατρέπει τη μετοχική σύνθεση της εταιρίας με τη μεταβολή της μετοχικής σύνθεσης (εκτός από την περίπτωση του ομολογιακού δανείου με μετατρέψιμες ή ανταλλάξιμες ομολογίες), αλλά το κεφάλαιο του δανείου μπορεί να γίνει εργαλείο για την αύξηση της απόδοσης των μετοχών της εταιρίας μέσω

³² Ν1676/86 άρθρο 22 §2 περ.β

³³ Ν.3156/2003 άρθρο 14 παρ. 1

της μεγιστοποίησης των κερδών της από την χρησιμοποίηση των αντληθέντων από το δάνειο κεφαλαίων.³⁴

4.2 Το εταιρικό ομόλογο ως επενδυτική επιλογή

Κύρια συνέπεια από την καθιέρωση του ευρώ για τις αγορές ομολόγων είναι η μετατόπιση του ενδιαφέροντος των επενδυτών από τα κρατικά ομόλογα προς τις εταιρικές εκδόσεις χρέους. Με τη συσχέτιση των ήδη χαμηλών αποδόσεων των κρατικών ομολόγων των χωρών-μελών της ευρωζώνης, επενδυτές, επιχειρήσεις και χρηματοπιστωτικά ιδρύματα καλούνται είτε να επενδύσουν σε πιο μακροχρόνια κρατικά ομόλογα, αυξάνοντας έτσι την έκθεσή τους στον επιτοκιακό κίνδυνο, είτε να αναλάβουν μεγαλύτερο πιστωτικό κίνδυνο, επενδύοντας σε ένα ευρύ φάσμα εταιρικών εκδόσεων.

Η ανάληψη μεγαλύτερου πιστωτικού κινδύνου από τοποθετήσεις σε εταιρικά ομόλογα αποτελεί ενδιαφέρουσα επιλογή για ένα επενδυτή, καθώς οι εταιρείες, γενικά, προσφέρουν υψηλότερες αποδόσεις από τα κρατικά ομόλογα της ίδιας λήξης³⁵. Επιπλέον, λόγω της κρίσης δημοσιονομικού χρέους και τον άμεσο κίνδυνο χρεοκοπίας που αντιμετωπίζουν οι περισσότερες οικονομίες σήμερα, οι κυβερνήσεις στην προσπάθειά τους να διατηρήσουν χαμηλά δημοσιονομικά ελλείμματα, προχωρούν σε σταθεροποίηση και μείωση της προσφοράς κρατικών τίτλων. Η εξέλιξη αυτή μειώνει περαιτέρω τις αποδόσεις των χαρτοφυλακίων κρατικών ομολόγων και καθιστά ελκυστικότερες αυτές των εταιρικών. Τα εταιρικά ομόλογα προσφέρουν υψηλότερες αποδόσεις από τα κρατικά ομόλογα στην ίδια λήξη και μπορεί να είναι κατάλληλα για επενδυτές που είναι διατεθειμένοι να τα διαπραγματευθούν για πιθανές υψηλότερες αποδόσεις.³⁶

Τα εταιρικά ομόλογα γνώρισαν εξάλλου μεγάλη άνθιση τα τελευταία χρόνια, όπου η διόρθωση των διεθνών χρηματιστηρίων ώθησε τους επενδυτές στην εύρεση μορφών επενδύσεων που προσέφεραν καλύτερες αποδόσεις από ότι μια απλή προθεσμιακή κατάθεση ταμειευτηρίου ή ένα προϊόν που έφερε την εγγύηση κεντρικής τράπεζας, καθότι δεσμεύουν το κάτοχο τους για ένα μεγάλο χρονικό διάστημα.

Σε σύγκριση με τις αποδόσεις από προθεσμιακές καταθέσεις, η αγορά ενός εταιρικού ομολόγου θεωρείται ελκυστική, καθ'όσον το επιτόκιο που προσφέρεται στη συντριπτική πλειοψηφία των περιπτώσεων εταιρικών ομολόγων είναι κατά πολύ

³⁴ Καψάλη Μαρία – Αναστασία, 2007, Νομικά ζητήματα από την έκδοση ομολογιακού δανείου του Ν.3156/2003 ως μορφή χρηματοδότησης επιχειρήσεων

³⁵ David Stevenson, 2010, Corporate bonds are a sell - here's what to hold instead, Περιοδικό Moneyweek

³⁶ Νένα Μαλλιάρη, 2001, Αναζητούνται επειγόντως χρήματα. Σταδιακή στροφή σε ομολογιακά δάνεια και εταιρικά ομόλογα, εφημερίδα Το Βήμα

υψηλότερο των προσφερόμενων επιτοκίων σε προθεσμιακές καταθέσεις, ενώ ταυτόχρονα δεν αναλαμβάνεται κανένας κίνδυνος στη μετοχική αγορά, καθότι η πορεία του τίτλου της εκδότριας εταιρίας δεν επηρεάζει τη πορεία του ομολόγου.³⁷

Τα εταιρικά ομόλογα προσφέρουν στους επενδυτές την ευκαιρία του αξιόπιστου και σταθερού εισοδήματος, με εγγυημένο το επενδυμένο κεφάλαιο, διότι πληρώνουν τόκους ανά εξάμηνο μέχρι τη λήξη τους ή μέχρι να γίνουν απαιτητά. Εάν κρατηθεί το εταιρικό ομόλογο μέχρι τη λήξη του, ο εκδότης υπόσχεται να αποπληρώσει την πλήρη ονομαστική αξία του. Με αυτό τον τρόπο, οι επενδυτές – κάτοχοι θα ξέρουν πότε να περιμένουν τις πληρωμές και το ποσό αυτών των πληρωμών. Και αυτό συμβαίνει με όρους υψηλής ασφάλειας γιατί οι οίκοι αξιολόγησης, όπως η Standard & Poor's και η Moody's, αξιολογούν τα εταιρικά ομόλογα σύμφωνα με τους συναφείς κινδύνους και τα οφέλη. Η αξιολόγηση αντανακλά την ικανότητα της εκδοθείσας αρχής για επιστροφή του κεφαλαίου. Όσο ψηλότερη η αξιολόγηση, τόσο ασφαλέστερη η επένδυση. Η υψηλή ικανότητα εμπορευσιμότητας ενός εταιρικού ομολόγου, καθώς τα περισσότερα εταιρικά ομόλογα πωλούνται εύκολα και γρήγορα λόγω του μεγέθους και της ρευστότητας της αγοράς, καθιστούν την επένδυση ακόμα πιο ασφαλή. Το παραπάνω επιβεβαιώνεται στην περίπτωση όπου, όταν ένας επενδυτής χρειάζεται άμεσα μετρητά, μπορεί να πουλήσει το ομόλογο που κατέχει κάθε στιγμή πριν τη λήξη του στην δευτερογενή αγορά.

Επίσης, τα εταιρικά ομόλογα παρέχουν ευελιξία σε έναν επενδυτή, επειδή μπορεί να επιλέξει από μια ευρεία γκάμα εταιρικών ομολόγων, ποικιλία τομέων και ποιοτικών χαρακτηριστικών – από ειδικούς κλάδους εταιρειών σε συγκεκριμένα τοκομερίδια, λήξεις και αξιολογήσεις. Επειδή υπάρχουν πολλά και διαφορετικά είδη εταιρικών ομολόγων, προσφέρεται η δυνατότητα δόμησης χαρτοφυλακίου, υποστηρίζοντας κάθε επενδυτική στρατηγική ανάλογα με τους εξατομικευμένους επενδυτικούς στόχους.³⁸

Πιο ελκυστικά για τους επενδυτές θεωρούνται τα μετατρέψιμα εταιρικά ομολογιακά δάνεια σε μετοχές, τα οποία προσφέρουν τις ίδιες αποδόσεις με τα απλά ομολογιακά (αλλά μόνο αν κρατηθούν ως τη λήξη τους), ενώ παράλληλα επιτρέπουν στους αγοραστές να καρπωθούν ως και 90% από μια τυχόν άνοδο της τιμής της μετοχής της εταιρείας, αν αυτή συμβεί στο μέλλον. Εδώ, ο επενδυτής διασφαλίζει τη δυνατότητα άμεσης εισόδου σε μια μετοχή χωρίς να καταφεύγει στην "ανοιχτή" αγορά, εάν πιστεύει

³⁷ Νένα Μαλλiάρα, 2001, Αναζητούνται επειγόντως χρήματα. Σταδιακή στροφή σε ομολογιακά δάνεια και εταιρικά ομόλογα, εφημερίδα Το Βήμα

³⁸ Από σχετική δημοσίευση στο διαδικτυακό τόπο www.economywatch.com/bonds/corporate με τίτλο Benefits of Corporate Bonds

σε ανάκαμψη της τιμής της και η εταιρία-εκδότης διασφαλίζεται, καθότι τα κεφάλαια ενός επενδυτή μπορούν να αξιοποιηθούν σε διάφορα επενδυτικά προγράμματα.

Οι μετατρέψιμες ομολογίες έχουν συνήθως ένα πολύ μικρό ετήσιο επιτόκιο (κουπόνι), αλλά αν κρατηθούν ως τη λήξη τους αποζημιώνουν σωρευτικά και αναδρομικά τον αγοραστή με επιτόκιο ίσο του τρέχοντος επιπέδου των δανειακών επιτοκίων. Αν κατά τη διάρκεια της ζωής του ομολόγου η μετοχή της εκδότριας εταιρείας ανέβει, τότε ο αγοραστής μπορεί να μετατρέψει το ομόλογο σε συγκεκριμένο αριθμό μετοχών (σε προκαθορισμένη τιμή ανά μετοχή) και να τις πουλάει καρπούμενος τη διαφορά μεταξύ της τρέχουσας τιμής και της τιμής μετατροπής. Προϋπόθεση για τη μετατροπή (που είναι ανά πάσα στιγμή στη διακριτική ευχέρεια του ομολογιούχου) είναι η τρέχουσα τιμή να είναι υψηλότερη, έτσι ώστε να υφίστανται κεφαλαιακά κέρδη. Σε αντίθετη περίπτωση, ο αγοραστής δεν μετατρέπει τις ομολογίες και περιμένει τη λήξη της έκδοσης για να εισπράξει κεφάλαιο και τόκους αναδρομικά.³⁹

Στη συγκεκριμένη περίπτωση, ένα ακόμα πλεονέκτημα για τους επενδυτές των εταιρικών ομολόγων είναι ότι κατατάσσονται ψηλότερα στην ιεραρχία σε σχέση με τους μετόχους. Με άλλα λόγια, μπορούν να πληρωθούν ακόμα και αν οι τιμές των μετοχών μειωθούν ραγδαία.⁴⁰

4.2.1 Οφέλη για τους επενδυτές.

Σύμφωνα με ανάλυση της I/B/E/S που δημοσιεύτηκε το 2008, τα εταιρικά ομόλογα προσφέρουν ιστορικά τις υψηλότερες αποδόσεις σε αντιστοιχία με όλα ανεξαιρέτως τα επενδυτικά προϊόντα που θεωρούνται "μη-μετοχικά" ή διαφορετικά γνωστά ως non-equity.

Ειδικότερα θα πρέπει να σημειωθεί πως κατά τη δεκαετία 1990-2000, η μέση ετησιοποιημένη απόδοση ενός μη-μετατρέψιμου ομολόγου πενταετούς διάρκειας ανέρχονταν στο 5,9%, ήτοι προσέφερε επιτόκιο 1,2% υψηλότερο – σε ετήσια βάση – από ένα αντίστοιχο κρατικό, ενώ μόλις το 0,002% όλων των εκδοτών δεν μπόρεσε να τηρήσει τους όρους της ομολογίας και να καταβάλει το επιτόκιο κατά τις ημερομηνίες λήξης (ωρίμανσης) του ομολόγου. Η ικανοποιητική σχέση κέρδους προς κίνδυνο αποτυπώνεται εξάλλου στην ραγδαία αύξηση της εισροής κεφαλαίων στα εταιρικά

³⁹ Από σχετική δημοσίευση στο διαδικτυακό τόπο www.economywatch.com/bonds/corporate με τίτλο Benefits of Corporate Bonds

⁴⁰ David Oakley, 2011, Benefits and Drawbacks of Corporate Bonds, [Financial Times](http://www.financialtimes.com)

ομόλογα, καθότι το 1995 το συνολικό ύψος που ήταν επενδεδυμένα σε αυτά ανέρχονταν στα 5,2 δισ. δολάρια, ενώ το 2000 ανέρχονταν στα 709 δισ. δολάρια⁴¹.

⁴¹ David Oakley, 2011, Benefits and Drawbacks of Corporate Bonds, [Financial Times](#)

Βιβλιογραφία και πηγές κεφαλαίου 4

Ελληνική βιβλιογραφία

- Γεωργιάδης Νικόλαος, Μακρυάς Χριστόφορος, 2005, Εταιρικά Ομόλογα: Μια χρήσιμη οδός χρηματοδότησης
- Καψάλη Μαρία – Αναστασία, 2007, Νομικά ζητήματα από την έκδοση ομολογιακού δανείου του Ν.3156/2003 ως μορφή χρηματοδότησης επιχειρήσεων
- Μαλλιάρια Νένα, 2001, Αναζητούνται επειγόντως χρήματα. Σταδιακή στροφή σε ομολογιακά δάνεια και εταιρικά ομόλογα, εφημερίδα Το Βήμα
- “Ο Οικονομικός Ρόλος των Τραπεζικών Ιδρυμάτων και Χρηματοοικονομικές Αναλύσεις”, Banking and Finance, 20 χρόνια επιστημονικό Μάρκετινγκ, Ιούνιος 2006
- Παπαϊωάννου Γεώργιος, 2006, Η διαχείριση των κινδύνων απασχολεί τους τραπεζίτες, Το Βήμα

Διεθνής βιβλιογραφία

- Oakley David, 2011, Benefits and Drawbacks of Corporate Bonds, Financial Times
- Stevenson David, 2010, Corporate bonds are a sell - here's what to hold instead, Περιοδικό Moneyweek

Διαδικτυακοί τόποι

- www.economywatch.com/bonds/corporate/

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5^ο

ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΚΑΙ ΔΙΕΘΝΗΣ ΑΓΟΡΑ Ε.Ο.Δ.

5.1. Η Ελληνική αγορά

5.1.1 Πιστοληπτική ικανότητα κλάδων

Πριν προχωρήσουμε σε μια παρουσίαση των ελληνικών εταιρειών που επέλεξαν την έκδοση ομολογιακών δανείων για να αντλήσουν κεφάλαια, κρίνεται σκόπιμο να μελετηθεί η πιστοληπτική ικανότητα του μεγαλύτερου μέρους των κλάδων της ελληνικής οικονομίας και ο αριθμός των ασυνεπών εταιρειών⁴², προκειμένου να σχηματισθεί μια εικόνα για την αξιοπιστία και φερεγγυότητα των ελληνικών επιχειρήσεων για να προσελκύσουν το επενδυτικό κοινό να τοποθετηθεί στα εταιρικά ομόλογα που εκδίδουν.

Στην έρευνα που διενεργήθηκε, σε σύνολο δείγματος 2.287 επιχειρήσεων, το 2009 κατατάχθηκε το 65,94% στις εταιρείες Χαμηλού Πιστωτικού Κινδύνου, ενώ το 2010 το αντίστοιχο ποσοστό ήταν 56,93%. Στις εταιρείες Μέσου Πιστωτικού Κινδύνου το 2009 ήταν 29,69% ενώ το 2010 κατατάχθηκε το 37,47% του δείγματος. Αντίθετα, οι εταιρείες Υψηλού Πιστωτικού Κινδύνου το 2009 κάλυπταν μόλις το 4,37% του δείγματος και το 5,6% του δείγματος. Επίσης, σε σύνολο δείγματος 2.492 επιχειρήσεων, το ποσοστό των Ασυνεπών Εταιρειών για το 2009 ανερχόταν στο ποσοστό του 3,45% και 7,18% για το 2010.

Από τα παραπάνω προκύπτει, ότι το μεγαλύτερο μέρος των ελληνικών επιχειρήσεων χαρακτηρίζεται ως επιχειρήσεις Χαμηλού και Μέσου Πιστωτικού Κινδύνου, ενώ οι ασυνεπείς εταιρείες απέναντι στους πιστωτές τους ήταν σχετικά πολύ λίγες. Αυτά τα στατιστικά δεδομένα μας οδηγούν στο συμπέρασμα ότι η συνετή διαχείριση των Διοικήσεων των ελληνικών επιχειρήσεων τις καθιστά αξιόπιστες απέναντι στις υποχρεώσεις τους και το επενδυτικό κοινό, με συνέπεια η επιλογή της χρηματοδότησής τους με έκδοση εταιρικών ομολογιακών δανείων να αποτελεί μια ασφαλή τοποθέτηση για το επενδυτικό κοινό σε εταιρικά ομόλογα ελληνικών επιχειρήσεων, ενώ από την

⁴² Σύμφωνα με έρευνα της ICAP με τους 40 κορυφαίους κλάδους της ελληνικής οικονομίας για το 2011

πλευρά της ελληνικής επιχείρησης, η έκδοση εταιρικών ομολόγων αποτελεί μια σημαντική πηγή άντλησης κεφαλαίων.

Πιο κάτω παρουσιάζεται αναλυτικά η εικόνα του κάθε κλάδου ξεχωριστά:

1. Σούπερ Μάρκετ

Η πλειοψηφία των εταιρειών του δείγματος των 92 επιχειρήσεων κατατάσσεται στη ζώνη Χαμηλού Πιστωτικού Κινδύνου, το δε ποσοστό συμμετοχής τους είναι αυξημένο το 2010 σε σχέση με το 2009. Ειδικότερα, το 2010 παρατηρείται μετατόπιση εταιρειών από τη ζώνη Μέσου προς τη ζώνη Χαμηλού Πιστωτικού Κινδύνου. Το ποσοστό αυτών που κατατάσσονται στη ζώνη Υψηλού Πιστωτικού Κινδύνου παρέμεινε σταθερό την εξεταζόμενη διετία. Σχετικά με τη συναλλακτική συμπεριφορά των επιχειρήσεων, επί συνόλου δείγματος 99 εταιρειών παρατηρείται τάση αύξησης αυτών που εμφάνισαν κάποιας μορφής ασυνέπεια συναλλαγών το 2010 συγκριτικά με το 2009⁴³.

Πίνακας 1 Πιστοληπτική ικανότητα των επιχειρήσεων (2010-2009)					
Διαβάθμιση ICAP Rating Score	2010		2009		Μεταβολή %
	Αριθμός Εταιρειών	Ποσοστό %	Αριθμός Εταιρειών	Ποσοστό %	
Χαμηλού Πιστωτικού Κινδύνου	76	82,61	69	75,00	10,14
Μέσου Πιστωτικού Κινδύνου	13	14,13	20	21,74	-35,00
Υψηλού Πιστωτικού Κινδύνου	3	3,26	3	3,26	0,00
Σύνολο	92	100,00	92	100,00	

Πίνακας 2 Συναλλακτική συμπεριφορά των επιχειρήσεων (2010-2009)					
Αριθμός Εταιρειών	2010		2009		Μεταβολή %
	Ασυνεπείς Εταιρείες	Ποσοστό %	Ασυνεπείς Εταιρείες	Ποσοστό %	
99	10	10,10	5	5,05	100,00

Πηγή: ICAP Group, Credit Risk Assessment Services

⁴³ Σύμφωνα με έρευνα της ICAP με τους 40 κορυφαίους κλάδους της ελληνικής οικονομίας για το 2011

2. Σταθερή – κινητή τηλεφωνία

Από τις δέκα εταιρείες παροχής υπηρεσιών σταθερής τηλεφωνίας, οι έξι κατατάσσονται στη ζώνη Χαμηλού Πιστωτικού Κινδύνου και οι υπόλοιπες τέσσερις στη ζώνη Μέσου Πιστωτικού Κινδύνου κατά το 2009. Το 2010 μία εταιρεία μετακινήθηκε από την κατηγορία του Χαμηλού προς την κατηγορία Μέσου Πιστωτικού Κινδύνου. Κατά την εξεταζόμενη διετία παρατηρείται τάση αύξησης της ασυνέπειας των συναλλαγών των επιχειρήσεων (3 εταιρείες το 2010 έναντι 1 το 2009).

Αναφορικά με τις εταιρείες κινητής τηλεφωνίας, δύο κατατάσσονται στη ζώνη Χαμηλού Πιστωτικού Κινδύνου και μία στη ζώνη Μέσου Πιστωτικού Κινδύνου τόσο το 2010 όσο και το 2009. Όλες οι εταιρείες ήταν συνεπείς στις συναλλαγές τους το 2010⁴⁴.

Πίνακας 1 Πιστοληπτική ικανότητα των επιχειρήσεων σταθερής τηλεφωνίας (2010-2009)					
Διαβάθμιση ICAP Rating Score	2010		2009		Μεταβολή %
	Αριθμός Εταιρειών	Ποσοστό %	Αριθμός Εταιρειών	Ποσοστό %	
Χαμηλού Πιστωτικού Κινδύνου	5	50,00	6	60,00	-16,67
Μέσου Πιστωτικού Κινδύνου	5	50,00	4	40,00	25,00
Σύνολο	10	100,00	10	100,00	

Πίνακας 2 Συναλλακτική συμπεριφορά των επιχειρήσεων σταθερής τηλεφωνίας (2010-2009)					
Αριθμός Εταιρειών	2010		2009		Μεταβολή %
	Ασυνεπείς Εταιρείες	Ποσοστό %	Ασυνεπείς Εταιρείες	Ποσοστό %	
10	3	30,00	1	10,00	200,00

Πηγή: ICAP Group, Credit Risk Assessment Services

⁴⁴ Σύμφωνα με έρευνα της ICAP με τους 40 κορυφαίους κλάδους της ελληνικής οικονομίας για το 2011

3. Υγρά και αέρια καύσιμα

Όσον αφορά την πιστοληπτική ικανότητα, η πλειοψηφία του δείγματος των εταιρειών που επελέγη στην αντίστοιχη κλαδική μελέτη κατατάσσεται στη ζώνη Χαμηλού Πιστωτικού Κινδύνου (69,8%), ενώ ακολουθεί η ζώνη Υψηλού Πιστωτικού Κινδύνου της οποίας το ποσοστό διευρύνθηκε σε 16,3% το 2010.

Σχετικά με τη συναλλακτική συμπεριφορά των εταιρειών της μελέτης, διαπιστώνεται ότι οι εταιρείες που εμφάνισαν κάποιας μορφής ασυνέπεια καλύπτουν το 15,2% του δείγματος το 2010⁴⁵.

Πίνακας 1 Πιστοληπτική ικανότητα των επιχειρήσεων (2010-2009)					
Διαβάθμιση ICAP Rating Score	2010		2009		Μεταβολή %
	Αριθμός Εταιρειών	Ποσοστό %	Αριθμός Εταιρειών	Ποσοστό %	
Χαμηλού Πιστωτικού Κινδύνου	30	69,77	29	67,44	3,45
Μέσου Πιστωτικού Κινδύνου	6	13,95	10	23,26	-40,00
Υψηλού Πιστωτικού Κινδύνου	7	16,28	4	9,30	75,0
Σύνολο	43	100,0	43	100,0	

Πίνακας 2 Συναλλακτική συμπεριφορά των επιχειρήσεων (2010-2009)					
Αριθμός Εταιρειών	2010		2009		Μεταβολή %
	Ασυνεπείς Εταιρείες	Ποσοστό %	Ασυνεπείς Εταιρείες	Ποσοστό %	
46	7	15,22	6	13,04	16,67

Πηγή: ICAP Group, Credit Risk Assessment Services

⁴⁵ Σύμφωνα με έρευνα της ICAP με τους 40 κορυφαίους κλάδους της ελληνικής οικονομίας για το 2011

4. Φαρμακευτικές επιχειρήσεις

Στη συνέχεια παρατίθεται η εξέλιξη της πιστοληπτικής ικανότητας ενός δείγματος εταιρειών που επελέγη στην αντίστοιχη κλαδική μελέτη. Βάσει των σχετικών δεδομένων, η μεγάλη πλειοψηφία των εταιρειών (82,3%) κατατάσσεται στη ζώνη Χαμηλού Πιστωτικού Κινδύνου, ενώ μικρό σχετικά ήταν το ποσοστό που αντιστοιχεί στη ζώνη Μέσου Πιστωτικού Κινδύνου(17,6%).

Όσον αφορά στη συναλλακτική συμπεριφορά των εταιρειών αυτών, από τα δεδομένα προκύπτει ότι, το ποσοστό των εταιρειών του κλάδου οι οποίες εμφάνισαν κάποιες μορφές ασυνέπεια παρέμεινε σε πολύ χαμηλά επίπεδα την τελευταία διετία (2010:2,7%)⁴⁶.

Πίνακας 1 Πιστοληπτική ικανότητα των επιχειρήσεων (2010-2009)					
Διαβάθμιση ICAP Rating Score	2010		2009		Μεταβολή %
	Αριθμός Εταιρειών	Ποσοστό %	Αριθμός Εταιρειών	Ποσοστό %	
Χαμηλού Πιστωτικού Κινδύνου	56	82,35	57	83,82	-1,75
Μέσου Πιστωτικού Κινδύνου	12	17,65	9	13,24	33,33
Υψηλού Πιστωτικού Κινδύνου	-	0,0	2	2,94	-100,0
Σύνολο	68	100,0	68	100,0	

Πίνακας 2 Συναλλακτική συμπεριφορά των επιχειρήσεων (2010-2009)					
Αριθμός Εταιρειών	2010		2009		Μεταβολή %
	Ασυνεπείς Εταιρείες	Ποσοστό %	Ασυνεπείς Εταιρείες	Ποσοστό %	
74	2	2,70	1	1,35	100,0

Πηγή: ICAP Group, Credit Risk Assessment Services

⁴⁶ Σύμφωνα με έρευνα της ICAP με τους 40 κορυφαίους κλάδους της ελληνικής οικονομίας για το 2011

5. Αντιπροσωπείες αυτοκινήτων

Η πλειοψηφία των αντιπροσωπειών κατατάσσεται στη ζώνη Χαμηλού Πιστωτικού Κινδύνου και μάλιστα ο αριθμός αυτών παρέμεινε σταθερός και τα δύο εξεταζόμενα έτη.

Σχετικά με τη συναλλακτική συμπεριφορά, τρεις επιχειρήσεις εμφάνισαν κάποιας μορφής ασυνέπεια συναλλαγών το 2010, ενώ όλες οι εταιρείες ήταν συνεπείς το 2009⁴⁷.

Διαβάθμιση ICAP Rating Score	2010		2009		Μεταβολή %
	Αριθμός Εταιρειών	Ποσοστό %	Αριθμός Εταιρειών	Ποσοστό %	
Χαμηλού Πιστωτικού Κινδύνου	32	74,42	32	74,42	0,00%
Μέσου Πιστωτικού Κινδύνου	7	16,28	10	23,26	-30,00%
Υψηλού Πιστωτικού Κινδύνου	4	9,30	1	2,33	300,00%
Σύνολο	43	100,00	43	100,00	

Αριθμός Εταιρειών	2010		2009		Μεταβολή %
	Ασυνεπείς Εταιρείες	Ποσοστό %	Ασυνεπείς Εταιρείες	Ποσοστό %	
44	3	6,82	0	0,00	-

Πηγή: ICAP Group, Credit Risk Assessment Services

⁴⁷ Σύμφωνα με έρευνα της ICAP με τους 40 κορυφαίους κλάδους της ελληνικής οικονομίας για το 2011

6. Ξενοδοχειακές επιχειρήσεις

Το τελευταίο έτος παρατηρείται ότι η πλειοψηφία των εταιρειών του δείγματος που επελέγη στην αντίστοιχη κλαδική μελέτη κατατάσσεται στη ζώνη Μέσου Πιστωτικού Κινδύνου (60,6%), ανατρέποντας την κατανομή που ίσχυε το 2009, οπότε το υψηλότερο ποσοστό ανήκε στη ζώνη Χαμηλού Πιστωτικού Κινδύνου (62%). Όσον αφορά στη συναλλακτική συμπεριφορά των εταιρειών αυτών, παρατηρείται δραστική αύξηση του ποσοστού των εταιρειών που εμφάνισαν κάποιας μορφής ασυνέπεια το 2010 (7,6%), σε σχέση με το 2009⁴⁸.

Διαβάθμιση ICAP Rating Score	2010		2009		Μεταβολή %
	Αριθμός Εταιρειών	Ποσοστό %	Αριθμός Εταιρειών	Ποσοστό %	
Χαμηλού Πιστωτικού Κινδύνου	50	36,50	85	62,04	-41,18
Μέσου Πιστωτικού Κινδύνου	83	60,58	45	32,85	84,44
Υψηλού Πιστωτικού Κινδύνου	4	2,92	7	5,11	-42,86
Σύνολο	137	100,0	137	100,0	

Αριθμός Εταιρειών	2010		2009		Μεταβολή %
	Ασυνεπείς Εταιρείες	Ποσοστό %	Ασυνεπείς Εταιρείες	Ποσοστό %	
145	11	7,59	3	2,07	266,67

Πηγή: ICAP Group, Credit Risk Assessment Services

⁴⁸ Σύμφωνα με έρευνα της ICAP με τους 40 κορυφαίους κλάδους της ελληνικής οικονομίας για το 2011

7. Γαλακτοκομικά προϊόντα

Η πλειοψηφία των εταιρειών του δείγματος κατατάσσεται στη ζώνη Χαμηλού Πιστωτικού Κινδύνου και τα δύο εξεταζόμενα έτη. Σχετικά με τη συναλλακτική συμπεριφορά των επιχειρήσεων, παρατηρείται ότι από τις 31 συνολικά επιχειρήσεις μία εμφάνισε κάποιας μορφής ασυνέπεια συναλλαγών το 2010 (καμία το 2009)⁴⁹.

Πίνακας 1					
Πιστοληπτική ικανότητα των επιχειρήσεων (2010-2009)					
Διαβάθμιση ICAP Rating Score	2010		2009		Μεταβολή %
	Αριθμός Εταιρειών	Ποσοστό %	Αριθμός Εταιρειών	Ποσοστό %	
Χαμηλού Πιστωτικού Κινδύνου	22	81,48	20	74,07	10,00
Μέσου Πιστωτικού Κινδύνου	5	18,52	6	22,22	-16,67
Υψηλού Πιστωτικού Κινδύνου	0	0,00	1	3,70	-100,00
Σύνολο	27	100,00	27	100,00	

Πίνακας 2					
Συναλλακτική συμπεριφορά των επιχειρήσεων (2010-2009)					
Αριθμός Εταιρειών	2010		2009		Μεταβολή %
	Ασυνεπείς Εταιρείες	Ποσοστό %	Ασυνεπείς Εταιρείες	Ποσοστό %	
31	1	3,23	0	0,00	-

Πηγή: ICAP Group, Credit Risk Assessment Services

⁴⁹ Σύμφωνα με έρευνα της ICAP με τους 40 κορυφαίους κλάδους της ελληνικής οικονομίας για το 2011

8. Ιδιωτικές υπηρεσίες υγείας

Η πλειοψηφία των εταιρειών του δείγματος που επελέγη στην αντίστοιχη κλαδική μελέτη κατατάσσεται στη ζώνη Χαμηλού Πιστωτικού Κινδύνου, ωστόσο διαπιστώνεται ελαφρά τάση επιδείνωσης της εν γένει πιστοληπτικής συμπεριφοράς των επιχειρήσεων το 2010 σε σχέση με το 2009. Ο αριθμός των επιχειρήσεων που εμφάνισε κάποιας μορφής ασυνέπεια συναλλαγών τη διετία 2009-2010 παρέμεινε σε χαμηλά επίπεδα, ωστόσο παρατηρείται διεύρυνση αυτών⁵⁰.

Διαβάθμιση ICAP Rating Score	2010		2009		Μεταβολή %
	Αριθμός Εταιρειών	Ποσοστό %	Αριθμός Εταιρειών	Ποσοστό %	
Χαμηλού Πιστωτικού Κινδύνου	61	64,21	64	67,37	-4,69
Μέσου Πιστωτικού Κινδύνου	31	32,63	29	30,53	6,90
Υψηλού Πιστωτικού Κινδύνου	3	3,16	2	2,11	50,00
Σύνολο	95	100,00	95	100,00	

Αριθμός Εταιρειών	2010		2009		Μεταβολή %
	Ασυνεπείς Εταιρείες	Ποσοστό %	Ασυνεπείς Εταιρείες	Ποσοστό %	
110	5	4,55	2	1,82	150

Πηγή: ICAP Group, Credit Risk Assessment Services

⁵⁰ Σύμφωνα με έρευνα της ICAP με τους 40 κορυφαίους κλάδους της ελληνικής οικονομίας για το 2011

9. Αλυσίδες καταστημάτων έτοιμων ενδυμάτων

Η πλειοψηφία των εταιρειών του δείγματος που επελέγη στην αντίστοιχη κλαδική μελέτη κατατάσσεται στη ζώνη Χαμηλού Πιστωτικού Κινδύνου την εξεταζόμενη διετία. Ωστόσο, διαφαίνεται κάποια τάση μετατόπισης των επιχειρήσεων από την κατηγορία του Χαμηλού προς τις κατηγορίες του Μέσου αλλά και Υψηλού Πιστωτικού Κινδύνου το 2010/2009. Όσον αφορά τη συναλλακτική συμπεριφορά των εταιρειών του κλάδου, διαπιστώνεται τάση αύξησης του αριθμού των εταιρειών που εμφανίζουν κάποιας μορφής ασυνέπεια συναλλαγών, το 2010 συγκριτικά με το 2009⁵¹.

Πίνακας 1 Πιστοληπτική ικανότητα των επιχειρήσεων (2010 - 2009)					
Διαβάθμιση ICAP Rating Score	2010		2009		Μεταβολή %
	Αριθμός Εταιρειών	Ποσοστό %	Αριθμός Εταιρειών	Ποσοστό %	
Χαμηλού Πιστωτικού Κινδύνου	71	61,74	89	77,39	-20,22
Μέσου Πιστωτικού Κινδύνου	35	30,43	24	20,87	45,83
Υψηλού Πιστωτικού Κινδύνου	9	7,83	2	1,74	350,00
Σύνολο	115	100,00	115	100,00	

Πίνακας 2 Συναλλακτική συμπεριφορά των επιχειρήσεων (2010 - 2009)					
Αριθμός Εταιρειών	2010		2009		Μεταβολή %
	Ασυνεπείς Εταιρείες	Ποσοστό %	Ασυνεπείς Εταιρείες	Ποσοστό %	
123	10	8,13	2	1,63	400,00

Πηγή: ICAP Group, Credit Risk Assessment Services

⁵¹ Σύμφωνα με έρευνα της ICAP με τους 40 κορυφαίους κλάδους της ελληνικής οικονομίας για το 2011

10. Λογισμικό Η/Υ

Στη συνέχεια παρατίθεται η εξέλιξη της πιστοληπτικής ικανότητας ενός δείγματος εταιρειών που επελέγη στην αντίστοιχη κλαδική μελέτη. Βάσει των σχετικών δεδομένων, η πλειοψηφία των εταιρειών (67,9%) παραμένει στη ζώνη Χαμηλού Πιστωτικού Κινδύνου το 2010, ωστόσο το ποσοστό τους έχει υποχωρήσει σε σχέση με το 2009. Ακολουθεί η ζώνη Μέσου Πιστωτικού Κινδύνου, στην οποία υπάγεται το 28,3% των εταιρειών. Σχετικά με τη συναλλακτική συμπεριφορά των εταιρειών της μελέτης, δια-πιστώνεται ότι το ποσοστό των επιχειρήσεων που εμφάνισε κάποιας μορ-φής ασυνέπεια παρέμεινε χαμηλό το 2010 (5,1%), ωστόσο ήταν αυξημένο σε σχέση με το προηγούμενο έτος⁵².

Διαβάθμιση ICAP Rating Score	2010		2009		Μεταβολή %
	Αριθμός Εταιρειών	Ποσοστό %	Αριθμός Εταιρειών	Ποσοστό %	
Χαμηλού Πιστωτικού Κινδύνου	72	67,92	92	86,79	-21,74
Μέσου Πιστωτικού Κινδύνου	30	28,30	11	10,38	172,73
Υψηλού Πιστωτικού Κινδύνου	4	3,77	3	2,83	33,33
Σύνολο	106	100,0	106	100,0	

Αριθμός Εταιρειών	2010		2009		Μεταβολή %
	Ασυνεπείς Εταιρείες	Ποσοστό %	Ασυνεπείς Εταιρείες	Ποσοστό %	
117	6	5,13	4	3,42	50,0

Πηγή: ICAP Group, Credit Risk Assessment Services

⁵² Σύμφωνα με έρευνα της ICAP με τους 40 κορυφαίους κλάδους της ελληνικής οικονομίας για το 2011

11. Ιατροτεχνολογικά προϊόντα

Η πλειοψηφία των εταιρειών του δείγματος κατατάσσεται στη ζώνη Χαμηλού Πιστωτικού Κινδύνου, ωστόσο το ποσοστό συμμετοχής τους εμφανίζεται μειωμένο το 2010 συγκριτικά με το 2009. Αξιόλογο ποσοστό επιχειρήσεων κατατάσσεται και στη ζώνη Μέσου Πιστωτικού Κινδύνου. Από τα δεδομένα πάντως διαφαίνεται τάση μετατόπισης εταιρειών από τη διαβάθμιση χαμηλού προς τη διαβάθμιση μέσου πιστωτικού κινδύνου την εξεταζόμενη διετία. Μόλις μία επιχείρηση εμφάνισε κάποιας μορφής ασυνέπεια συναλλαγών το 2009 (0,70% του δείγματος), ενώ καμία εταιρεία δεν εμφάνισε ασυνέπεια συναλλαγών το έτος 2010⁵³.

Διαβάθμιση ICAP Rating Score	2010		2009		Μεταβολή %
	Αριθμός Εταιρειών	Ποσοστό %	Αριθμός Εταιρειών	Ποσοστό %	
Χαμηλού Πιστωτικού Κινδύνου	77	57,46	87	64,93	-11,49
Μέσου Πιστωτικού Κινδύνου	56	41,79	47	35,07	19,15
Υψηλού Πιστωτικού Κινδύνου	1	0,75	0	0,00	-
Σύνολο	134	100,00	134	100,00	

Αριθμός Εταιρειών	2010		2009		Μεταβολή %
	Ασυνεπείς Εταιρείες	Ποσοστό %	Ασυνεπείς Εταιρείες	Ποσοστό %	
141	0	0,00	1	0,71	-100,00

Πηγή: ICAP Group, Credit Risk Assessment Services

⁵³ Σύμφωνα με έρευνα της ICAP με τους 40 κορυφαίους κλάδους της ελληνικής οικονομίας για το 2011

12. Χυμοί - αναφυκτικά

Η πλειοψηφία των εταιρειών του δείγματος των 52 επιχειρήσεων κατατάσσεται στη ζώνη Χαμηλού Πιστωτικού Κινδύνου, ωστόσο το ποσοστό συμμετοχής τους εμφανίζεται μειωμένο το 2010 σε σχέση με το 2009. Παράλληλα, παρατηρείται μετατόπιση εταιρειών προς τη ζώνη Μέσου Πιστωτικού Κινδύνου την εξεταζόμενη διετία.

Σχετικά με τη συναλλακτική συμπεριφορά των επιχειρήσεων, παρατηρείται τάση αύξησης των εταιρειών που εμφανίζουν κάποια μορφή ασυνέπεια συναλλαγών, καθώς από το σύνολο του δείγματος των 58 επιχειρήσεων τέσσερις (4) ήταν ασυνεπείς το 2010 έναντι μιας (1) το προηγούμενο έτος⁵⁴.

Διαβάθμιση ICAP Rating Score	2010		2009		Μεταβολή %
	Αριθμός Εταιρειών	Ποσοστό %	Αριθμός Εταιρειών	Ποσοστό %	
Χαμηλού Πιστωτικού Κινδύνου	34	65,38	44	84,62	-22,73
Μέσου Πιστωτικού Κινδύνου	16	30,77	7	13,46	128,57
Υψηλού Πιστωτικού Κινδύνου	2	3,85	1	1,92	100,00
Σύνολο	52	100,00	52	100,00	

Αριθμός Εταιρειών	2010		2009		Μεταβολή %
	Ασυνεπείς Εταιρείες	Ποσοστό %	Ασυνεπείς Εταιρείες	Ποσοστό %	
58	4	6,90	1	1,72	300,00

Πηγή: ICAP Group, Credit Risk Assessment Services

⁵⁴ Σύμφωνα με έρευνα της ICAP με τους 40 κορυφαίους κλάδους της ελληνικής οικονομίας για το 2011

13. Καλλυντικά

Η πλειοψηφία των εταιρειών του δείγματος που επελέγη στην αντίστοιχη κλαδική μελέτη (71,8%) κατατάσσεται στη ζώνη Χαμηλού Πιστωτικού Κινδύνου, ωστόσο διαπιστώνεται τάση μετακίνησης επιχειρήσεων προς τη ζώνη Μέσου Πιστωτικού Κινδύνου το 2010. Όσον αφορά τη συναλλακτική συμπεριφορά των εταιρειών της μελέτης, διαπιστώνεται ότι τρεις μόνο επιχειρήσεις εμφάνισαν κάποιας μορφής ασυνέπεια συναλλαγών το 2010, σε σύγκριση με μόνο μία εταιρεία που εμφάνισε ασυνέπεια συναλλαγών για το έτος 2009⁵⁵.

Πίνακας 1 Πιστοληπτική ικανότητα των επιχειρήσεων (2010-2009)					
Διαβάθμιση ICAP Rating Score	2010 (10μηνο)		2009		Μεταβολή %
	Αριθμός Εταιρειών	Ποσοστό %	Αριθμός Εταιρειών	Ποσοστό %	
Χαμηλού Πιστωτικού Κινδύνου	56	71,79	61	78,21	-8,20
Μέσου Πιστωτικού Κινδύνου	19	24,36	14	17,95	35,71
Υψηλού Πιστωτικού Κινδύνου	3	3,85	3	3,85	0,00
Σύνολο	78	100,00	78	100,00	

Πίνακας 2 Συναλλακτική συμπεριφορά των επιχειρήσεων (2010-2009)					
Αριθμός Εταιρειών	2010 (10μηνο)		2009		Μεταβολή %
	Ασυνεπείς Εταιρείες	Ποσοστό %	Ασυνεπείς Εταιρείες	Ποσοστό %	
81	3	4,05	1	1,23	200

Πηγή: ICAP Group, Credit Risk Assessment Services

⁵⁵ Σύμφωνα με έρευνα της ICAP με τους 40 κορυφαίους κλάδους της ελληνικής οικονομίας για το 2011

14. Βασικά χημικά και χημικές πρώτες ύλες

Η πλειοψηφία των εταιρειών του δείγματος που επελέγη στην αντίστοιχη κλαδική μελέτη κατατάσσεται στη ζώνη Χαμηλού Πιστωτικού Κινδύνου, χωρίς να διαπιστώνεται ιδιαίτερη μεταβολή της εν γένει πιστοληπτικής τους ικανότητας την εξεταζόμενη διετία.

Σχετικά με τη συναλλακτική συμπεριφορά, ποσοστό περίπου 4% των εταιρειών του δείγματος εμφάνισε κάποιας μορφής ασυνέπεια συναλλαγών το 2010 (5,3% το 2009)⁵⁶.

Πίνακας 1
Πιστοληπτική ικανότητα των επιχειρήσεων (2010-2009)

Διαβάθμιση ICAP Rating Score	2010		2009		Μεταβολή %
	Αριθμός Εταιρειών	Ποσοστό %	Αριθμός Εταιρειών	Ποσοστό %	
Χαμηλού Πιστωτικού Κινδύνου	57	79,17	59	81,94	-3,39
Μέσου Πιστωτικού Κινδύνου	13	18,06	11	15,28	18,18
Υψηλού Πιστωτικού Κινδύνου	2	2,78	2	2,78	0,00
Σύνολο	72	100,00	72	100,00	

Πίνακας 2
Συναλλακτική συμπεριφορά των επιχειρήσεων (2010-2009)

Αριθμός Εταιρειών	2010		2009		Μεταβολή %
	Ασυνεπείς Εταιρείες	Ποσοστό %	Ασυνεπείς Εταιρείες	Ποσοστό %	
76	3	3,95	4	5,26	-25,00

Πηγή: ICAP Group, Credit Risk Assessment Services

⁵⁶ Σύμφωνα με έρευνα της ICAP με τους 40 κορυφαίους κλάδους της ελληνικής οικονομίας για το 2011

15. Εκδόσεις εφημερίδων – περιοδικών

Η πλειοψηφία των επιχειρήσεων του δείγματος κατατάσσεται στη ζώνη Μέσου Πιστωτικού Κινδύνου και τα δύο εξεταζόμενα έτη, το δε ποσοστό αυτών διευρύνθηκε το 2010, με παράλληλη μείωση αυτών που κατατάσσονται στη ζώνη Χαμηλού Πιστωτικού Κινδύνου. Σχετικά με τη συναλλακτική συμπεριφορά των επιχειρήσεων, παρατηρείται τάση αύξησης αυτών που εμφάνισαν κάποιας μορφής ασυνέπεια συναλλαγών το 2010⁵⁷.

Διαβάθμιση ICAP Rating Score	2010		2009		Μεταβολή %
	Αριθμός Εταιρειών	Ποσοστό %	Αριθμός Εταιρειών	Ποσοστό %	
Χαμηλού Πιστωτικού Κινδύνου	23	25,27	36	39,56	-36,11
Μέσου Πιστωτικού Κινδύνου	64	70,33	50	54,95	28,00
Υψηλού Πιστωτικού Κινδύνου	4	4,40	5	5,49	-20,00
Σύνολο	91	100,00	91	100,00	

Αριθμός Εταιρειών	2010		2009		Μεταβολή %
	Ασυνεπείς Εταιρείες	Ποσοστό %	Ασυνεπείς Εταιρείες	Ποσοστό %	
107	10	9,35	5	4,67	100,00

Πηγή: ICAP Group, Credit Risk Assessment Services

⁵⁷ Σύμφωνα με έρευνα της ICAP με τους 40 κορυφαίους κλάδους της ελληνικής οικονομίας για το 2011

16. Ενοικιάσεις αυτοκινήτων

Η σχετική πλειοψηφία των εταιρειών του δείγματος που επελέγη στην αντίστοιχη κλαδική μελέτη κατατάσσεται στη ζώνη Μέσου Πιστωτικού Κινδύνου (63,3%) το 2010, ενώ σημαντικά μικρότερο ποσοστό αντιστοιχεί στη ζώνη Χαμηλού Πιστωτικού Κινδύνου.

Η εξέλιξη της Συναλλακτικής Συμπεριφοράς ενός δείγματος εταιρειών που συμπεριλήφθηκαν στη μελέτη αποτυπώνεται στον πίνακα που ακολουθεί. Από τα στοιχεία προκύπτει τάση αύξησης του ποσοστού των εταιρειών που εμφανίζουν κάποιας μορφής ασυνέπεια το 2010 (16,1%), σε σχέση με το αντίστοιχο ποσοστό του 2009⁵⁸.

Πίνακας 1 Πιστοληπτική ικανότητα των επιχειρήσεων (2010-2009)					
Διαβάθμιση ICAP Rating Score	2010		2009		Μεταβολή %
	Αριθμός Εταιρειών	Ποσοστό %	Αριθμός Εταιρειών	Ποσοστό %	
Χαμηλού Πιστωτικού Κινδύνου	11	22,5	11	22,5	0
Μέσου Πιστωτικού Κινδύνου	31	63,3	31	63,3	0
Υψηλού Πιστωτικού Κινδύνου	7	14,2	7	14,2	0
Σύνολο	49	100,0	49	100,0	

Πίνακας 2 Συναλλακτική συμπεριφορά των επιχειρήσεων (2010-2009)					
Αριθμός Εταιρειών	2010		2009		Μεταβολή %
	Ασυνεπείς Εταιρείες	Ποσοστό %	Ασυνεπείς Εταιρείες	Ποσοστό %	
62	10	16,1	7	11,3	42,9

Πηγή: ICAP Group, Credit Risk Assessment Services

⁵⁸ Σύμφωνα με έρευνα της ICAP με τους 40 κορυφαίους κλάδους της ελληνικής οικονομίας για το 2011

17. Αλυσίδες εστιατορίων γρήγορης εξυπηρέτησης

Με βάση ένα δείγμα εταιρειών που επελέγη στην αντίστοιχη κλαδική μελέτη, προκύπτει ότι ισοδύναμο ποσοστό εταιρειών κατατάσσεται τόσο στη ζώνη Χαμηλού Πιστωτικού Κινδύνου, όσο και στη ζώνη Μέσου Πιστωτικού Κινδύνου (40% για κάθε μία). Σημαντικό τέλος ήταν και το ποσοστό επιχειρήσεων που κατατάσσεται στη ζώνη Υψηλού Πιστωτικού Κινδύνου. Από την επεξεργασία των στοιχείων της Συναλλακτικής Συμπεριφοράς ενός δείγματος εταιρειών που συμπεριλήφθηκαν στη μελέτη, φαίνεται ότι ένα ποσοστό της τάξης του 10% εμφάνισε κάποιας μορφής ασυνέπεια το 2010, έναντι αντίστοιχου μηδενικού ποσοστού το 2009⁵⁹.

Πίνακας 1 Πιστοληπτική ικανότητα των επιχειρήσεων (2010-2009)					
Διαβάθμιση ICAP Rating Score	2010		2009		Μεταβολή %
	Αριθμός Εταιρειών	Ποσοστό %	Αριθμός Εταιρειών	Ποσοστό %	
Χαμηλού Πιστωτικού Κινδύνου	6	40,0	6	40,0	-
Μέσου Πιστωτικού Κινδύνου	6	40,0	6	40,0	-
Υψηλού Πιστωτικού Κινδύνου	3	20,0	3	20,0	-
Σύνολο	15	100,0	15	100,0	

Πίνακας 2 Συναλλακτική συμπεριφορά των επιχειρήσεων (2010-2009)					
Αριθμός Εταιρειών	2010		2009		Μεταβολή %
	Ασυνεπείς Εταιρείες	Ποσοστό %	Ασυνεπείς Εταιρείες	Ποσοστό %	
19	2	10,53	0	0,0	-

Πηγή: ICAP Group, Credit Risk Assessment Services

⁵⁹ Σύμφωνα με έρευνα της ICAP με τους 40 κορυφαίους κλάδους της ελληνικής οικονομίας για το 2011

18. Έπιπλα οικιακής χρήσης

Όσον αφορά την πιστοληπτική ικανότητα, το 2010 υπήρξε έντονη τάση μετακίνησης εταιρειών προς τη ζώνη Μέσου Πιστωτικού Κινδύνου, όπου πλέον κατατάσσεται η σχετική πλειοψηφία (48,6%) των εταιρειών, ενώ σημαντικά μειωμένο ήταν το ποσοστό της ζώνης Χαμηλού Πιστωτικού Κινδύνου.

Παράλληλα, διαπιστώνεται τριπλασιασμός σχεδόν των επιχειρήσεων που εμφάνισαν κάποιας μορφής ασυνέπεια συναλλαγών το 2010, το ποσοστό των οποίων ανήλθε σε 15,3%⁶⁰.

Πίνακας 1 Πιστοληπτική ικανότητα των επιχειρήσεων (2010-2009)					
Διαβάθμιση ICAP Rating Score	2010		2009		Μεταβολή %
	Αριθμός Εταιρειών	Ποσοστό %	Αριθμός Εταιρειών	Ποσοστό %	
Χαμηλού Πιστωτικού Κινδύνου	32	43,24	46	62,16	-30,43
Μέσου Πιστωτικού Κινδύνου	36	48,65	27	36,49	33,33
Υψηλού Πιστωτικού Κινδύνου	6	8,11	1	1,35	500,0
Σύνολο	74	100,0	74	100,0	

Πίνακας 2 Συναλλακτική συμπεριφορά των επιχειρήσεων (2010-2009)					
Αριθμός Εταιρειών	2010		2009		Μεταβολή %
	Ασυνεπείς Εταιρείες	Ποσοστό %	Ασυνεπείς Εταιρείες	Ποσοστό %	
85	13	15,29	5	5,88	160,0

Πηγή: ICAP Group, Credit Risk Assessment Services

⁶⁰ Σύμφωνα με έρευνα της ICAP με τους 40 κορυφαίους κλάδους της ελληνικής οικονομίας για το 2011

19. Ζυθοποιία

Οι εταιρείες του δείγματος είναι ισομερώς κατανεμημένες στις ζώνες Χαμηλού Πιστωτικού Κινδύνου και Μέσου Πιστωτικού Κινδύνου (στην κάθε ζώνη κατατάσσεται το 50% του δείγματος), το 2010, ενώ το προηγούμενο έτος η μεγάλη πλειοψηφία των εταιρειών βρισκόταν στη ζώνη Χαμηλού Πιστωτικού Κινδύνου.

Από τα στοιχεία της εξέλιξης της Συναλλακτικής Συμπεριφοράς των εταιρειών που έχουν επιλεγεί στην κλαδική μελέτη διαπιστώνεται ότι μόλις μία εταιρεία παρουσίασε κάποιες μορφής ασυνέπεια συναλλαγών για το 2010 (4,35% του δείγματος)⁶¹.

Διαβάθμιση ICAP Rating Score	2010		2009		Μεταβολή %
	Αριθμός Εταιρειών	Ποσοστό %	Αριθμός Εταιρειών	Ποσοστό %	
Χαμηλού Πιστωτικού Κινδύνου	11	50,0	18	81,82	-38,89
Μέσου Πιστωτικού Κινδύνου	11	50,0	4	18,18	175,0
Σύνολο	22	100,0	22	100,0	

Αριθμός Εταιρειών	2010		2009		Μεταβολή %
	Ασυνεπείς Εταιρείες	Ποσοστό %	Ασυνεπείς Εταιρείες	Ποσοστό %	
23	1	4,35	-	-	-

Πηγή: ICAP Group, Credit Risk Assessment Services

⁶¹ Σύμφωνα με έρευνα της ICAP με τους 40 κορυφαίους κλάδους της ελληνικής οικονομίας για το 2011

20. Αλλαντικά – κρεατοσκευάσματα

Η πλειοψηφία των εταιρειών του δείγματος που επελέγη στην αντίστοιχη κλαδική μελέτη (56,6%) κατατάσσεται στη ζώνη Χαμηλού Πιστωτικού Κινδύνου, ωστόσο το ποσοστό των εταιρειών αυτών υποχώρησε το 2010 σε σχέση με το 2009. Περαιτέρω, σημαντικό ποσοστό επιχειρήσεων κατατάσσεται και στη ζώνη Μέσου Πιστωτικού Κινδύνου (35,8). Η εξέλιξη της Συναλλακτικής Συμπεριφοράς δείγματος εταιρειών που επελέγη στην κλαδική μελέτη αποτυπώνεται στη συνέχεια. Από τα στοιχεία φαίνεται ότι, το ποσοστό των επιχειρήσεων που εμφάνισε κάποιας μορφής ασυνέπεια συναλλαγών αυξήθηκε το 2010, σε 10,2%⁶².

Πίνακας 1 Πιστοληπτική ικανότητα των επιχειρήσεων (2010-2009)					
Διαβάθμιση ICAP Rating Score	2010		2009		Μεταβολή %
	Αριθμός Εταιρειών	Ποσοστό %	Αριθμός Εταιρειών	Ποσοστό %	
Χαμηλού Πιστωτικού Κινδύνου	30	56,60	36	67,92	-16,67
Μέσου Πιστωτικού Κινδύνου	19	35,85	13	24,53	46,15
Υψηλού Πιστωτικού Κινδύνου	4	7,55	4	7,55	0,00
Σύνολο	53	100,0	53	100,0	

Πίνακας 2 Συναλλακτική συμπεριφορά των επιχειρήσεων (2010-2009)					
Αριθμός Εταιρειών	2010		2009		Μεταβολή %
	Ασυνεπείς Εταιρείες	Ποσοστό %	Ασυνεπείς Εταιρείες	Ποσοστό %	
59	6	10,17	5	8,47	20,0

Πηγή: ICAP Group, Credit Risk Assessment Services

⁶² Σύμφωνα με έρευνα της ICAP με τους 40 κορυφαίους κλάδους της ελληνικής οικονομίας για το 2011

21. Ιδιωτικές υπηρεσίες ασφάλειας

Η συντριπτική πλειοψηφία των εταιρειών του δείγματος που επελέγη στην αντίστοιχη κλαδική μελέτη κατατάσσεται στη ζώνη Χαμηλού Πιστωτικού Κινδύνου, τη διετία 2009-2010. Επίσης, καμία εταιρεία του δείγματος δεν εμφάνισε κάποιας μορφής ασυνέπεια στις συναλλαγές της το 2010 (μία το 2009)⁶³.

Διαβάθμιση ICAP Rating Score	2010		2009		Μεταβολή %
	Αριθμός Εταιρειών	Ποσοστό %	Αριθμός Εταιρειών	Ποσοστό %	
Χαμηλού Πιστωτικού Κινδύνου	23	76,67	23	76,67	0,00
Μέσου Πιστωτικού Κινδύνου	6	20,00	5	16,67	20,00
Υψηλού Πιστωτικού Κινδύνου	1	3,33	2	6,67	-50,00
Σύνολο	30	100,00	30	100,00	

Αριθμός Εταιρειών	2010		2009		Μεταβολή %
	Ασυνεπείς Εταιρείες	Ποσοστό %	Ασυνεπείς Εταιρείες	Ποσοστό %	
27	0	0,00	1	3,70	-

Πηγή: ICAP Group, Credit Risk Assessment Services

⁶³ Σύμφωνα με έρευνα της ICAP με τους 40 κορυφαίους κλάδους της ελληνικής οικονομίας για το 2011

22. Αλκοολούχα ποτά

Η πλειοψηφία των εταιρειών του δείγματος κατατάσσεται στη ζώνη Χαμηλού Πιστωτικού Κινδύνου και τα δύο εξεταζόμενα έτη. Ωστόσο, το ποσοστό συμμετοχής τους είναι μειωμένο το 2010, καθώς παρατηρείται τάση μετατόπισης εταιρειών προς τη ζώνη Μέσου Πιστωτικού Κινδύνου. Μόνο μία (1) επιχείρηση (επί συνόλου 47) εμφάνισε κάποιας μορφής ασυνέπεια συναλλαγών τόσο το 2010 όσο και το 2009⁶⁴.

Πίνακας 1 Πιστοληπτική ικανότητα των επιχειρήσεων (2010-2009)					
Διαβάθμιση ICAP Rating Score	2010		2009		Μεταβολή %
	Αριθμός Εταιρειών	Ποσοστό %	Αριθμός Εταιρειών	Ποσοστό %	
Χαμηλού Πιστωτικού Κινδύνου	23	56,10	29	70,73	-20,69
Μέσου Πιστωτικού Κινδύνου	17	41,46	11	26,83	54,55
Υψηλού Πιστωτικού Κινδύνου	1	2,44	1	2,44	-
Σύνολο	41	100,00	41	100,00	

Πίνακας 2 Συναλλακτική συμπεριφορά των επιχειρήσεων (2010-2009)					
Αριθμός Εταιρειών	2010		2009		Μεταβολή %
	Ασυνεπείς Εταιρείες	Ποσοστό %	Ασυνεπείς Εταιρείες	Ποσοστό %	
47	1	2,13	1	2,13	-

Πηγή: ICAP Group, Credit Risk Assessment Services

⁶⁴ Σύμφωνα με έρευνα της ICAP με τους 40 κορυφαίους κλάδους της ελληνικής οικονομίας για το 2011

23. Ηλεκτρονικοί υπολογιστές

Η πλειοψηφία των εταιρειών του δείγματος που επελέγη στην αντίστοιχη κλαδική μελέτη (72,4%) κατατάσσεται στη ζώνη Χαμηλού Πιστωτικού Κινδύνου, ενώ όλες οι λοιπές εταιρείες κατατάσσονται στη ζώνη Μέσου Πιστωτικού Κινδύνου, το 2010.

Όσον αφορά στην εξέλιξη της Συναλλακτικής Συμπεριφοράς των εταιρειών, από τα σχετικά δεδομένα φαίνεται ότι καμία εταιρεία δεν παρουσίασε κάποιας μορφής ασυνέπεια συναλλαγών την τελευταία διετία⁶⁵.

Πίνακας 1 Πιστοληπτική ικανότητα των επιχειρήσεων (2010-2009)					
Διαβάθμιση ICAP Rating Score	2010		2009		Μεταβολή %
	Αριθμός Εταιρειών	Ποσοστό %	Αριθμός Εταιρειών	Ποσοστό %	
Χαμηλού Πιστωτικού Κινδύνου	21	72,41	25	86,21	-16,0
Μέσου Πιστωτικού Κινδύνου	8	27,59	4	13,79	100,0
Σύνολο	29	100,0	29	100,0	

Πίνακας 2 Συναλλακτική συμπεριφορά των επιχειρήσεων (2010-2009)					
Αριθμός Εταιρειών	2010		2009		Μεταβολή %
	Ασυνεπείς Εταιρείες	Ποσοστό %	Ασυνεπείς Εταιρείες	Ποσοστό %	
33	0	0,00	0	0,00	-

Πηγή: ICAP Group, Credit Risk Assessment Services

⁶⁵ Σύμφωνα με έρευνα της ICAP με τους 40 κορυφαίους κλάδους της ελληνικής οικονομίας για το 2011

24. Ανταλλακτικά αυτοκινήτων

Στη συνέχεια παρατίθεται η εξέλιξη της πιστοληπτικής ικανότητας ενός δείγματος εταιρειών που επελέγη στην αντίστοιχη κλαδική μελέτη. Βάσει των σχετικών δεδομένων, η πλειοψηφία των εταιρειών (75,7%) παραμένει στη ζώνη Χαμηλού Πιστωτικού Κινδύνου την τελευταία διετία, ενώ αξιόλογο ποσοστό εταιρειών (18,6% το 2010) βρίσκεται στη ζώνη Μέσου Πιστωτικού Κινδύνου.

Σχετικά με τη συναλλακτική συμπεριφορά των εταιρειών, διαπιστώνεται ότι το ποσοστό των επιχειρήσεων που εμφάνισε κάποιας μορφής ασυνέπεια ανήλθε σε 6,7% το 2010, ενώ ήταν μηδενικό το προηγούμενο έτος⁶⁶.

Διαβάθμιση ICAP Rating Score	2010		2009		Μεταβολή %
	Αριθμός Εταιρειών	Ποσοστό %	Αριθμός Εταιρειών	Ποσοστό %	
Χαμηλού Πιστωτικού Κινδύνου	53	75,71	53	75,71	-
Μέσου Πιστωτικού Κινδύνου	13	18,57	17	24,29	-23,53
Υψηλού Πιστωτικού Κινδύνου	4	5,71	-	0,0	-
Σύνολο	70	100,0	70	100,0	

Αριθμός Εταιρειών	2010		2009		Μεταβολή %
	Ασυνεπείς Εταιρείες	Ποσοστό %	Ασυνεπείς Εταιρείες	Ποσοστό %	
75	5	6,67	0	-	-

Πηγή: ICAP Group, Credit Risk Assessment Services

⁶⁶ Σύμφωνα με έρευνα της ICAP με τους 40 κορυφαίους κλάδους της ελληνικής οικονομίας για το 2011

25. Κλιματισμός

Η πλειοψηφία των εταιρειών του δείγματος που επελέγη στην αντίστοιχη κλαδική μελέτη εξακολουθεί να κατατάσσεται στη ζώνη Χαμηλού Πιστωτικού Κινδύνου (60,5%) το 2010, ωστόσο το τελευταίο έτος παρατηρείται δραστική αύξηση των εταιρειών που εντάσσονται στη ζώνη Μέσου Πιστωτικού Κινδύνου (36,8%).

Όσον αφορά στη συναλλακτική συμπεριφορά των εταιρειών αυτών, μικρό σχετικά ποσοστό εταιρειών εμφάνισε κάποιας μορφής ασυνέπεια την τελευταία διετία⁶⁷.

Διαβάθμιση ICAP Rating Score	2010		2009		Μεταβολή %
	Αριθμός Εταιρειών	Ποσοστό %	Αριθμός Εταιρειών	Ποσοστό %	
Χαμηλού Πιστωτικού Κινδύνου	23	60,53	31	81,58	-25,8
Μέσου Πιστωτικού Κινδύνου	14	36,84	5	13,16	180,0
Υψηλού Πιστωτικού Κινδύνου	1	2,63	2	5,26	-50,0
Σύνολο	38	100,0	38	100,0	

Αριθμός Εταιρειών	2010		2009		Μεταβολή %
	Ασυνεπείς Εταιρείες	Ποσοστό %	Ασυνεπείς Εταιρείες	Ποσοστό %	
38	3	7,89	2	5,26	50,0

Πηγή: ICAP Group, Credit Risk Assessment Services

⁶⁷ Σύμφωνα με έρευνα της ICAP με τους 40 κορυφαίους κλάδους της ελληνικής οικονομίας για το 2011

26. Καφές – αλυσίδες cafe

Η πλειοψηφία των εταιρειών του δείγματος (42 επιχειρήσεις επεξεργασίας και εισαγωγής καφέ), κατατάσσεται στη ζώνη Χαμηλού Πιστωτικού Κινδύνου. Ωστόσο, το ποσοστό τους εμφανίζεται μειωμένο το 2010 σε σχέση με το 2009, καθώς παρατηρείται μετακίνηση εταιρειών προς τη ζώνη Μέσου Πιστωτικού Κινδύνου. Επί συνόλου 43 εταιρειών, τρεις εμφάνισαν κάποιες μορφές ασυνέπεια συναλλαγών το 2010 έναντι μίας εταιρείας το 2009. Επί συνόλου επτά (7) επιχειρήσεων που εκμεταλλεύονται αλυσίδες καταστημάτων cafe, οι τέσσερις κατατάσσονται στη ζώνη Χαμηλού και οι υπόλοιπες τρεις στη ζώνη Μέσου Πιστωτικού Κινδύνου τόσο το 2010 όσο και το 2009. Επίσης και οι επτά επιχειρήσεις ήταν συνεπείς στις συναλλαγές τους την εξεταζόμενη διετία⁶⁸.

Πίνακας 1 Πιστοληπτική ικανότητα των επιχειρήσεων επεξεργασίας & εισαγωγής καφέ (2010-2009)					
Διαβάθμιση ICAP Rating Score	2010		2009		Μεταβολή %
	Αριθμός Εταιρειών	Ποσοστό %	Αριθμός Εταιρειών	Ποσοστό %	
Χαμηλού Πιστωτικού Κινδύνου	26	61,90	35	83,33	-25,71
Μέσου Πιστωτικού Κινδύνου	15	35,71	6	14,29	150,00
Υψηλού Πιστωτικού Κινδύνου	1	2,38	1	2,38	0,00
Σύνολο	42	100,00	42	100,00	

Πίνακας 2 Συναλλακτική συμπεριφορά των επιχειρήσεων επεξεργασίας & εισαγωγής καφέ (2010-2009)					
Αριθμός Εταιρειών	2010		2009		Μεταβολή %
	Ασυνεπείς Εταιρείες	Ποσοστό %	Ασυνεπείς Εταιρείες	Ποσοστό %	
43	3	6,98	1	2,33	200,00

Πηγή: ICAP Group, Credit Risk Assessment Services

⁶⁸ Σύμφωνα με έρευνα της ICAP με τους 40 κορυφαίους κλάδους της ελληνικής οικονομίας για το 2011

27. Συσκευές ήχου και εικόνας

Η πλειοψηφία των εταιρειών του δείγματος που ετελέγη στην αντίστοιχη κλαδική μελέτη κατατάσσεται στη ζώνη Χαμηλού Πιστωτικού Κινδύνου (79,2%) το 2010, ενώ αξιόλογο ποσοστό αντιστοιχεί και στη ζώνη Μέσου Πιστωτικού Κινδύνου (18%).

Περαιτέρω, από επεξεργασία των στοιχείων Συναλλακτικής Συμπεριφοράς ενός δείγματος εταιρειών που συμπεριλήφθηκαν στη μελέτη, φαίνεται ότι το ποσοστό των εταιρειών που εμφάνισε κάποιας μορφής ασυνέπεια παρέμεινε σε πολύ χαμηλά επίπεδα και το 2010⁶⁹.

Διαβάθμιση ICAP Rating Score	2010		2009		Μεταβολή %
	Αριθμός Εταιρειών	Ποσοστό %	Αριθμός Εταιρειών	Ποσοστό %	
Χαμηλού Πιστωτικού Κινδύνου	57	79,17	59	81,94	-3,39
Μέσου Πιστωτικού Κινδύνου	13	18,06	11	15,28	18,18
Υψηλού Πιστωτικού Κινδύνου	2	2,78	2	2,78	-
Σύνολο	72	100,0	72	100,0	

Αριθμός Εταιρειών	2010		2009		Μεταβολή %
	Ασυνεπείς Εταιρείες	Ποσοστό %	Ασυνεπείς Εταιρείες	Ποσοστό %	
76	3	3,95	4	5,26	-25,0

Πηγή: ICAP Group, Credit Risk Assessment Services

⁶⁹ Σύμφωνα με έρευνα της ICAP με τους 40 κορυφαίους κλάδους της ελληνικής οικονομίας για το 2011

28. Υπηρεσίες ταχυμεταφοράς

Το 2010 παρατηρείται τάση μετατόπισης των εταιρειών του δείγματος (13 συνολικά) από τη ζώνη Χαμηλού Πιστωτικού Κινδύνου προς αυτή του Μέσου Πιστωτικού Κινδύνου, καθώς το ποσοστό των εταιρειών που κατατάσσονται στη μεσαία ζώνη αυξήθηκε σε 53,8% το 2010 από 15,4% το 2009.

Μόνο μία εταιρεία από τις 17 συνολικά επιχειρήσεις του δείγματος παρουσίασε κάποιας μορφής ασυνέπεια συναλλαγών το 2010 έναντι δύο εταιρειών το 2009⁷⁰.

Διαβάθμιση ICAP Rating Score	2010		2009		Μεταβολή %
	Αριθμός Εταιρειών	Ποσοστό %	Αριθμός Εταιρειών	Ποσοστό %	
Χαμηλού Πιστωτικού Κινδύνου	6	46,15	10	76,92	-40,00
Μέσου Πιστωτικού Κινδύνου	7	53,85	2	15,38	250,00
Υψηλού Πιστωτικού Κινδύνου	0	0,00	1	7,69	-
Σύνολο	13	100,00	13	100,00	

Αριθμός Εταιρειών	2010		2009		Μεταβολή %
	Ασυνεπείς Εταιρείες	Ποσοστό %	Ασυνεπείς Εταιρείες	Ποσοστό %	
17	1	5,88	2	11,76	-50,00

Πηγή: ICAP Group, Credit Risk Assessment Services

⁷⁰ Σύμφωνα με έρευνα της ICAP με τους 40 κορυφαίους κλάδους της ελληνικής οικονομίας για το 2011

29. Ιχθυοκαλλιέργειες

Όσον αφορά την πιστοληπτική ικανότητα, η πλειοψηφία του δείγματος των εταιρειών που επελέγη στην αντίστοιχη κλαδική μελέτη κατατάσσεται στη ζώνη Μέσου Πιστωτικού Κινδύνου, σε ποσοστό 57,3% το 2010. Επισημαίνεται ότι το δεύτερο μεγαλύτερο ποσοστό (23,5%) αντιστοιχεί στη ζώνη Χαμηλού Πιστωτικού Κινδύνου το 2010 (δραστική αύξηση σε σχέση με το 2009), ενώ η μειοψηφία των εταιρειών βρίσκεται στη ζώνη Χαμηλού Πιστωτικού Κινδύνου.

Σχετικά με τη συναλλακτική συμπεριφορά των εταιρειών της μελέτης, διαπιστώνεται ότι το ποσοστό των εταιρειών που εμφάνισαν κάποιας μορφής ασυνέπεια αυξήθηκε σε 11,9% το 2010⁷¹.

Πίνακας 1 Πιστοληπτική ικανότητα των επιχειρήσεων (2010-2009)					
Διαβάθμιση ICAP Rating Score	2010		2009		Μεταβολή %
	Αριθμός Εταιρειών	Ποσοστό %	Αριθμός Εταιρειών	Ποσοστό %	
Χαμηλού Πιστωτικού Κινδύνου	13	19,12	25	36,76	-48,0
Μέσου Πιστωτικού Κινδύνου	39	57,35	37	54,41	5,41
Υψηλού Πιστωτικού Κινδύνου	16	23,53	6	8,82	166,67
Σύνολο	68	100,0	68	100,0	

Πίνακας 2 Συναλλακτική συμπεριφορά των επιχειρήσεων (2010-2009)					
Αριθμός Εταιρειών	2010		2009		Μεταβολή %
	Ασυνεπείς Εταιρείες	Ποσοστό %	Ασυνεπείς Εταιρείες	Ποσοστό %	
67	8	11,94	6	8,96	33,33

Πηγή: ICAP Group, Credit Risk Assessment Services

⁷¹ Σύμφωνα με έρευνα της ICAP με τους 40 κορυφαίους κλάδους της ελληνικής οικονομίας για το 2011

30. Logistics (Third Party)

Η σχετική πλειοψηφία των εταιρειών του δείγματος που επελέγη στην αντίστοιχη κλαδική μελέτη (51,3%) κατατάσσεται στη ζώνη Χαμηλού Πιστωτικού κινδύνου, ωστόσο διαπιστώνεται σαφής τάση μετακίνησης επιχειρήσεων προς τη ζώνη Μέσου Πιστωτικού Κινδύνου με συνέπεια το ποσοστό των εταιρειών της δεύτερης ζώνης να αυξηθεί σε 43,2% το 2010. Όσον αφορά τη συναλλακτική συμπεριφορά δείγματος εταιρειών της μελέτης, διαπιστώνεται ότι το ποσοστό των επιχειρήσεων που εμφάνισαν κάποιας μορφής ασυνέπεια συναλλαγών για το 2010 ανήλθε σε 5,6% του δείγματος το 2010⁷².

Πίνακας 1 Πιστοληπτική ικανότητα των επιχειρήσεων (2010-2009)					
Διαβάθμιση ICAP Rating Score	2010		2009		Μεταβολή %
	Αριθμός Εταιρειών	Ποσοστό %	Αριθμός Εταιρειών	Ποσοστό %	
Χαμηλού Πιστωτικού Κινδύνου	38	51,35	48	64,86	-20,83
Μέσου Πιστωτικού Κινδύνου	32	43,24	22	29,73	45,45
Υψηλού Πιστωτικού Κινδύνου	4	5,41	4	5,41	-
Σύνολο	74	100,0	74	100,0	

Πίνακας 2 Συναλλακτική συμπεριφορά των επιχειρήσεων (2010-2009)					
Αριθμός Εταιρειών	2010		2009		Μεταβολή %
	Ασυνεπείς Εταιρείες	Ποσοστό %	Ασυνεπείς Εταιρείες	Ποσοστό %	
89	5	5,62	4	4,49	25,0

Πηγή: ICAP Group, Credit Risk Assessment Services

⁷² Σύμφωνα με έρευνα της ICAP με τους 40 κορυφαίους κλάδους της ελληνικής οικονομίας για το 2011

31. Αρτοποιασκευάσματα (τυποποιημένα)

Η σχετική πλειοψηφία του δείγματος των παραγωγικών εταιρειών που επελέγη στην αντίστοιχη κλαδική μελέτη (45,4%) κατατάσσεται στη ζώνη Χαμηλού Πιστωτικού Κινδύνου το 2010, ενώ υψηλό είναι και το ποσοστό που αντιστοιχεί στη ζώνη Μέσου Πιστωτικού Κινδύνου (40,9%). Ωστόσο θετικό είναι το γεγονός ότι το 2010 υπάρχει έντονη τάση μετακίνησης εταιρειών προς τη ζώνη Χαμηλού Πιστωτικού Κινδύνου. Όσον αφορά τη συναλλακτική συμπεριφορά δείγματος εταιρειών της μελέτης, διαπιστώνεται ότι οι ασυνεπείς εταιρείες τετραπλασιάστηκαν το τελευταίο έτος, με συνέπεια το ποσοστό των επιχειρήσεων που εμφάνισαν κάποιας μορφής ασυνέπεια συναλλαγών το 2010 να ανέλθει σε 34,8% του δείγματος⁷³.

Διαβάθμιση ICAP Rating Score	2010		2009		Μεταβολή %
	Αριθμός Εταιρειών	Ποσοστό %	Αριθμός Εταιρειών	Ποσοστό %	
Χαμηλού Πιστωτικού Κινδύνου	10	45,45	6	27,27	66,67
Μέσου Πιστωτικού Κινδύνου	9	40,91	11	50,0	-18,18
Υψηλού Πιστωτικού Κινδύνου	3	13,64	5	22,73	-40,0
Σύνολο	22	100,0	22	100,0	

Αριθμός Εταιρειών	2010		2009		Μεταβολή %
	Ασυνεπείς Εταιρείες	Ποσοστό %	Ασυνεπείς Εταιρείες	Ποσοστό %	
23	8	34,78	2	8,70	300

Πηγή: ICAP Group, Credit Risk Assessment Services

⁷³ Σύμφωνα με έρευνα της ICAP με τους 40 κορυφαίους κλάδους της ελληνικής οικονομίας για το 2011

32. Παγωτό (βιομηχανικό)

Στη συνέχεια παρατίθεται η εξέλιξη της πιστοληπτικής ικανότητας ενός δείγματος εταιρειών που επελέγη στην αντίστοιχη κλαδική μελέτη. Βάσει των σχετικών δεδομένων, η μεγάλη πλειοψηφία των εταιρειών (68,4%) κατατάσσεται στη ζώνη Χαμηλού Πιστωτικού Κινδύνου, ενώ ακολουθεί η ζώνη Μέσου Πιστωτικού Κινδύνου στην οποία κατατάσσεται το 26,3% του δείγματος.

Σχετικά με τη συναλλακτική συμπεριφορά των εταιρειών, από τα δεδομένα προκύπτει ότι το ποσοστό των επιχειρήσεων που εμφάνισαν κάποιας μορφής ασυνέπεια συναλλαγών το 2010 ανήλθε στο 18,2% του δείγματος. Το ποσοστό αυτό έχει διπλασιαστεί σε σχέση με το 2009⁷⁴.

Πίνακας 1 Πιστοληπτική ικανότητα των επιχειρήσεων (2010-2009)					
Διαβάθμιση ICAP Rating Score	2010		2009		Μεταβολή %
	Αριθμός Εταιρειών	Ποσοστό %	Αριθμός Εταιρειών	Ποσοστό %	
Χαμηλού Πιστωτικού Κινδύνου	13	68,42	14	73,68	-7,14
Μέσου Πιστωτικού Κινδύνου	5	26,32	5	26,32	0
Υψηλού Πιστωτικού Κινδύνου	1	5,26	0	-	-
Σύνολο	19	100,0	19	100,0	

Πίνακας 2 Συναλλακτική συμπεριφορά των επιχειρήσεων (2010-2009)					
Αριθμός Εταιρειών	2010		2009		Μεταβολή %
	Ασυνεπείς Εταιρείες	Ποσοστό %	Ασυνεπείς Εταιρείες	Ποσοστό %	
22	4	18,18	2	9,09	100,0

Πηγή: ICAP Group, Credit Risk Assessment Services

⁷⁴ Σύμφωνα με έρευνα της ICAP με τους 40 κορυφαίους κλάδους της ελληνικής οικονομίας για το 2011

33. Λιπαντικά οχημάτων

Η συντριπτική πλειοψηφία των επιχειρήσεων του δείγματος κατατάσσεται στη ζώνη Χαμηλού Πιστωτικού Κινδύνου και τα δύο εξεταζόμενα έτη, και μάλιστα ο αριθμός αυτών παρέμεινε σταθερός. Επί συνόλου 26 επιχειρήσεων, μία κατατάσσεται στη ζώνη Υψηλού Πιστωτικού Κινδύνου για το 2010 (καμία το 2009).

Επισημαίνεται ότι καμία εταιρεία (από τις 28 του δείγματος) δεν εμφάνισε κάποιας μορφής ασυνέπεια συναλλαγών τη διετία 2009-2010⁷⁵.

Διαβάθμιση ICAP Rating Score	2010		2009		Μεταβολή %
	Αριθμός Εταιρειών	Ποσοστό %	Αριθμός Εταιρειών	Ποσοστό %	
Χαμηλού Πιστωτικού Κινδύνου	21	80,77	21	80,77	0,00
Μέσου Πιστωτικού Κινδύνου	4	15,38	5	19,23	-20,00
Υψηλού Πιστωτικού Κινδύνου	1	3,85	0	0,00	-
Σύνολο	26	100,00	26	100,00	

Αριθμός Εταιρειών	2010		2009		Μεταβολή %
	Ασυνεπείς Εταιρείες	Ποσοστό %	Ασυνεπείς Εταιρείες	Ποσοστό %	
28	0	-	0	-	-

Πηγή: ICAP Group, Credit Risk Assessment Services

⁷⁵ Σύμφωνα με έρευνα της ICAP με τους 40 κορυφαίους κλάδους της ελληνικής οικονομίας για το 2011

34. Έπιπλα γραφείου

Με βάση ένα δείγμα εταιρειών που επελέγη στην αντίστοιχη κλαδική μελέτη, προκύπτει ισχυρή τάση μετακίνησης εταιρειών από τη ζώνη Χαμηλού Πιστωτικού Κινδύνου προς τη ζώνη Μέσου Πιστωτικού Κινδύνου το τελευταίο έτος, με συνέπεια σχεδόν ισοδύναμο ποσοστό εταιρειών να κατατάσσεται στις προαναφερόμενες ζώνες (45,4% και 43,2% αντίστοιχα) το 2010.

Όσον αφορά στη Συναλλακτική Συμπεριφορά δείγματος εταιρειών της μελέτης, διαπιστώνεται δραστική αύξηση των εταιρειών που εμφάνισαν στοιχεία ασυνέπειας το 2010, το ποσοστό των οποίων ανήλθε σε 14,9%⁷⁶.

Διαβάθμιση ICAP Rating Score	2010		2009		Μεταβολή %
	Αριθμός Εταιρειών	Ποσοστό %	Αριθμός Εταιρειών	Ποσοστό %	
Χαμηλού Πιστωτικού Κινδύνου	20	45,45	29	65,91	-31,03
Μέσου Πιστωτικού Κινδύνου	19	43,18	15	34,09	26,67
Υψηλού Πιστωτικού Κινδύνου	5	11,36	-	-	-
Σύνολο	44	100,0	44	100,0	

Αριθμός Εταιρειών	2010		2009		Μεταβολή %
	Ασυνεπείς Εταιρείες	Ποσοστό %	Ασυνεπείς Εταιρείες	Ποσοστό %	
47	7	14,89	1	2,13	600,0

Πηγή: ICAP Group, Credit Risk Assessment Services

⁷⁶ Σύμφωνα με έρευνα της ICAP με τους 40 κορυφαίους κλάδους της ελληνικής οικονομίας για το 2011

35. Τυροκομικά προϊόντα

Η πλειοψηφία των εταιρειών του δείγματος κατατάσσεται στη ζώνη Χαμηλού Πιστωτικού Κινδύνου. Χαρακτηριστικό είναι ότι ο αριθμός των επιχειρήσεων παρέμεινε αμετάβλητος και στις τρεις ζώνες Πιστωτικού Κινδύνου την εξεταζόμενη διετία.

Επί συνόλου 93 επιχειρήσεων, έξι παρουσίασαν κάποιας μορφής ασυνέπεια συναλλαγών το 2010 έναντι μιας το 2009⁷⁷.

Διαβάθμιση ICAP Rating Score	2010		2009		Μεταβολή %
	Αριθμός Εταιρειών	Ποσοστό %	Αριθμός Εταιρειών	Ποσοστό %	
Χαμηλού Πιστωτικού Κινδύνου	51	61,45	51	61,45	-
Μέσου Πιστωτικού Κινδύνου	30	36,14	30	36,14	-
Υψηλού Πιστωτικού Κινδύνου	2	2,41	2	2,41	-
Σύνολο	83	100,00	83	100,00	

Αριθμός Εταιρειών	2010		2009		Μεταβολή %
	Ασυνεπείς Εταιρείες	Ποσοστό %	Ασυνεπείς Εταιρείες	Ποσοστό %	
93	6	6,45	1	1,08	500,00

Πηγή: ICAP Group, Credit Risk Assessment Services

⁷⁷ Σύμφωνα με έρευνα της ICAP με τους 40 κορυφαίους κλάδους της ελληνικής οικονομίας για το 2011

36. Είδη υγιεινής

Η πλειοψηφία των εταιρειών του δείγματος που επελέγη στην αντίστοιχη κλαδική μελέτη κατατάσσεται στη ζώνη Χαμηλού Πιστωτικού Κινδύνου, ωστόσο το ποσοστό συμμετοχής τους εμφανίζεται μειωμένο το 2010 σε σχέση με το 2009. Παράλληλα, παρατηρείται μετατόπιση εταιρειών προς τη ζώνη Μέσου Πιστωτικού Κινδύνου την εξεταζόμενη διετία. Σχετικά με τη συναλλακτική συμπεριφορά τους, από τις 45 συνολικά επιχειρήσεις δύο εμφάνισαν κάποιας μορφής ασυνέπεια συναλλαγών το 2010 (καμία το 2009)⁷⁸.

Διαβάθμιση ICAP Rating Score	2010		2009		Μεταβολή %
	Αριθμός Εταιρειών	Ποσοστό %	Αριθμός Εταιρειών	Ποσοστό %	
Χαμηλού Πιστωτικού Κινδύνου	29	64,44	37	82,22	-21,62
Μέσου Πιστωτικού Κινδύνου	15	33,33	8	17,78	87,50
Υψηλού Πιστωτικού Κινδύνου	1	2,22	0	0,00	-
Σύνολο	45	100,00	45	100,00	

Αριθμός Εταιρειών	2010		2009		Μεταβολή %
	Ασυνεπείς Εταιρείες	Ποσοστό %	Ασυνεπείς Εταιρείες	Ποσοστό %	
45	2	4,44	0	0,00	-

Πηγή: ICAP Group, Credit Risk Assessment Services

⁷⁸ Σύμφωνα με έρευνα της ICAP με τους 40 κορυφαίους κλάδους της ελληνικής οικονομίας για το 2011

37. Λευκά είδη

Επί συνόλου δείγματος 50 επιχειρήσεων, παρατηρείται αύξηση του ποσοστού των επιχειρήσεων που κατατάσσονται στη ζώνη Χαμηλού Πιστωτικού Κινδύνου το 2010 συγκριτικά με το 2009, με αντίστοιχη μείωση του ποσοστού των επιχειρήσεων που κατατάσσονται στη ζώνη Μέσου Πιστωτικού Κινδύνου.

Σχετικά με τη συναλλακτική συμπεριφορά, παρατηρείται αύξηση των επιχειρήσεων που εμφάνισαν κάποιας μορφής ασυνέπεια συναλλαγών το 2010, συγκριτικά με το 2009⁷⁹.

Διαβάθμιση ICAP Rating Score	2010		2009		Μεταβολή %
	Αριθμός Εταιρειών	Ποσοστό %	Αριθμός Εταιρειών	Ποσοστό %	
Χαμηλού Πιστωτικού Κινδύνου	22	44,00	17	34,00	29,41
Μέσου Πιστωτικού Κινδύνου	22	44,00	27	54,00	-18,52
Υψηλού Πιστωτικού Κινδύνου	6	12,00	6	12,00	0,00
Σύνολο	50	100,00	50	100,00	

Αριθμός Εταιρειών	2010		2009		Μεταβολή %
	Ασυνεπείς Εταιρείες	Ποσοστό %	Ασυνεπείς Εταιρείες	Ποσοστό %	
52	6	11,54	3	5,77	100,00

Πηγή: ICAP Group, Credit Risk Assessment Services

⁷⁹ Σύμφωνα με έρευνα της ICAP με τους 40 κορυφαίους κλάδους της ελληνικής οικονομίας για το 2011

38. Real estate

Η σχετική πλειοψηφία του δείγματος των παραγωγικών εταιρειών που επελέγη στην αντίστοιχη κλαδική μελέτη κατατάσσεται στη ζώνη Μέσου Πιστωτικού Κινδύνου το 2010 (59,1%), ενώ αρκετά μικρότερο ήταν το ποσοστό των επιχειρήσεων της ζώνης Χαμηλού Πιστωτικού Κινδύνου (29%).

Όσον αφορά στη συναλλακτική συμπεριφορά των επιχειρήσεων, από την επεξεργασία των σχετικών στοιχείων δείγματος εταιρειών της μελέτης προκύπτει ότι, το ποσοστό των επιχειρήσεων που εμφάνισαν κάποιας μορφής ασυνέπεια συναλλαγών το 2010 ανήλθε στο 4,81 % του δείγματος⁸⁰.

Πίνακας 1 Πιστοληπτική ικανότητα των επιχειρήσεων (2010-2009)					
Διαβάθμιση ICAP Rating Score	2010		2009		Μεταβολή %
	Αριθμός Εταιρειών	Ποσοστό %	Αριθμός Εταιρειών	Ποσοστό %	
Χαμηλού Πιστωτικού Κινδύνου	27	29,03	23	24,73	17,39
Μέσου Πιστωτικού Κινδύνου	55	59,14	54	58,06	1,85
Υψηλού Πιστωτικού Κινδύνου	11	11,83	16	17,20	-31,25
Σύνολο	93	100,0	93	100,0	

Πίνακας 2 Συναλλακτική συμπεριφορά των επιχειρήσεων (2010-2009)					
Αριθμός Εταιρειών	2010		2009		Μεταβολή %
	Ασυνεπείς Εταιρείες	Ποσοστό %	Ασυνεπείς Εταιρείες	Ποσοστό %	
104	5	4,81	3	2,88	66,67

Πηγή: ICAP Group, Credit Risk Assessment Services

⁸⁰ Σύμφωνα με έρευνα της ICAP με τους 40 κορυφαίους κλάδους της ελληνικής οικονομίας για το 2011

39. Οινοποιία

Στη συνέχεια παρατίθεται η εξέλιξη της πιστοληπτικής ικανότητας ενός δείγματος εταιρειών που επελέγη στην αντίστοιχη κλαδική μελέτη. Βάσει των σχετικών δεδομένων, το 2010 υπήρξε σημαντική μετακίνηση προς τη ζώνη Μέσου Πιστωτικού κινδύνου, στην οποία πλέον κατατάσσεται η πλειοψηφία των εταιρειών (69,2%), ενώ το ποσοστό των εταιρειών που βρίσκεται στη ζώνη Χαμηλού Πιστωτικού κινδύνου μειώθηκε σημαντικά, σε 26,9%. Όσον αφορά στη συναλλακτική συμπεριφορά των εταιρειών της μελέτης, από τα δεδομένα προκύπτει ότι το ποσοστό των εταιρειών του κλάδου οι οποίες εμφάνισαν κάποιας μορφής ασυνέπεια ήταν χαμηλό το 2010 (3,6%) και μηδενικό το προηγούμενο έτος⁸¹.

Πίνακας 1 Πιστοληπτική ικανότητα των επιχειρήσεων (2010-2009)					
Διαβάθμιση ICAP Rating Score	2010		2009		Μεταβολή %
	Αριθμός Εταιρειών	Ποσοστό %	Αριθμός Εταιρειών	Ποσοστό %	
Χαμηλού Πιστωτικού Κινδύνου	14	26,92	25	48,08	-44,00
Μέσου Πιστωτικού Κινδύνου	36	69,23	26	50,00	38,46
Υψηλού Πιστωτικού Κινδύνου	2	3,85	1	1,92	100,00
Σύνολο	52	100,00	52	100,00	

Πίνακας 2 Συναλλακτική συμπεριφορά των επιχειρήσεων (2010-2009)					
Αριθμός Εταιρειών	2010		2009		Μεταβολή %
	Ασυνεπείς Εταιρείες	Ποσοστό %	Ασυνεπείς Εταιρείες	Ποσοστό %	
56	2	3,57	0	0	-

Πηγή: ICAP Group, Credit Risk Assessment Services

⁸¹ Σύμφωνα με έρευνα της ICAP με τους 40 κορυφαίους κλάδους της ελληνικής οικονομίας για το 2011

5.1.2 Ε.Ο.Δ. στην Ελλάδα

Όπως φαίνεται και στο διάγραμμα 5.1 για την περίοδο 2003 – 2007, οι εκδόσεις ομολογιακών δανείων παρουσίασαν μεγάλη άνοδο.

Διάγραμμα 5.1

Ομολογιακά δάνεια επιχειρήσεων στα χαρτοφυλάκια των Νομισματικών και Χρηματοπιστωτικών Ιδρυμάτων (ΝΧΙ) στην Ελλάδα (Ιανουάριος 2003 - Δεκέμβριος 2007)



Η πρακτική αυτή βρήκε απήχηση κυρίως λόγω των φορολογικών πλεονεκτημάτων που υπάρχουν για τις επιχειρήσεις όταν εκδίδουν ομολογιακά δάνεια. Συγκεκριμένα, οι δόσεις των ομολογιακών δανείων απαλλάσσονται από κάθε άμεσο ή έμμεσο φόρο συμπεριλαμβανομένου και του φόρου υπεραξίας – εισφορά του ν.128/1975, ή άλλη επιβάρυνση υπέρ του δημοσίου ή τρίτων⁸². Όμως οι τόκοι από ομολογιακά δάνεια και ομολογίες θεωρούνται ως εισοδήματα από κινητές αξίες και για αυτό τον λόγο επιβάλλεται φόρος ίσος με 10% επί των τόκων.

Ειδοποιός διαφορά όμως, μεταξύ αυτών των ομολογιακών δανείων και των εμπορεύ-

⁸² Ν.3156/2003 άρθρο 14 παρ. 1

σιμων ομολόγων είναι ότι, το σύνολο των εκδόσεων της πρώτης κατηγορίας απορροφάται από τις τράπεζες και οι εν λόγω τίτλοι δεν είναι αντικείμενο διαπραγματεύσεως σε οργανωμένη δευτερογενή αγορά⁸³.

Από την αρχή του 2011 οι εκδόσεις και η απόδοση εταιρικών ομολόγων παρουσιάζουν επίσης μεγάλη άνοδο. Οι εταιρικές εκδόσεις αγγίζουν το 1 δισ. ευρώ, ενώ από τις αρχές του 2010 οι εκδόσεις έχουν φτάσει τα 2,2 δισ. ευρώ χωρίς να υπολογιστούν και οι μεγάλες εκδόσεις ομολογιακών δανείων των τραπεζών. Όσον αφορά τις αποδόσεις τους η μέση απόδοση των εταιρικών ομολογιακών εκδόσεων διαμορφώνεται περίπου στο 4,5%-5% (στις εκδόσεις που ξεκίνησαν από τις αρχές του 2010 όταν και ουσιαστικά ξεκίνησε το πρόβλημα χρέους της ελληνικής οικονομίας) και φτάνουν ή και υπερβαίνουν μερικές φορές και το 9%-10% σε περιπτώσεις εταιρειών με σοβαρά προβλήματα και αυξημένους χρηματοπιστωτικούς κινδύνους⁸⁴.

Οι αποδόσεις που έδωσαν τα ελληνικά εταιρικά ομόλογα από το 2010 και μετά ήταν ιδιαίτερα δελεαστικές για τους θεσμικούς επενδυτές αφού εταιρικά ομόλογα αντίστοιχου κινδύνου σε χώρες της Ευρωζώνης (Γερμανία, Γαλλία, Ιταλία, Ισπανία και Πορτογαλία) διαμόρφωναν αποδόσεις που κυμαίνονταν στο ίδιο διάστημα και για την ίδια πιστοληπτική αξιολόγηση από 2,5% (Γερμανία-Γαλλία), μέχρι και 3,5%-4% (Ιταλία-Πορτογαλία)⁸⁵.

Οι βασικές αιτίες για την έκρηξη του εταιρικού ομολογιακού δανεισμού είναι ότι αφ' ενός οι όροι του είναι ευέλικτοι και για τις τράπεζες - αναδόχους που επιτρέπουν και αναχρηματοδότηση στη λήξη τους, ενώ τις εξασφαλίζουν και καλύτερα στην περίπτωση που οι εταιρείες αδυνατούν να ανταπεξέλθουν στις υποχρεώσεις τους και αφ' ετέρου για τις ίδιες τις εταιρείες οι οποίες χρεώνονται πολύ λιγότερα έξοδα σε σχέση με τον τραπεζικό δανεισμό. Τα εταιρικά ομολογιακά δάνεια χωρίζονται στα «κλειστά» δηλαδή στα μη διαπραγματεύσιμα στην κεφαλαιαγορά και στα «ανοικτά» και διαπραγματεύσιμα στην κεφαλαιαγορά τα οποία μπορεί να προμηθευτεί οποιοσδήποτε με κεφάλαια άνω των 100.000 ευρώ.

Η αύξηση της ζήτησης οφείλεται κατά κύριο λόγο ότι οι ελληνικές εισηγμένες εταιρείες στο Χρηματιστήριο Αθηνών έχουν διαφοροποιηθεί στα μάτια των ξένων επενδυτών σε πολλές περιπτώσεις από τον κρατικό κίνδυνο (country risk) και τους δίνουν, σε πολλές περιπτώσεις, δικές τους αυτόνομες αξιολογήσεις. Χαρακτηριστικά παραδείγματα είναι

⁸³ Νομισματική Πολιτική Ενδιάμεση Έκθεση Τράπεζας της Ελλάδος, 2008

⁸⁴ Ετήσια Έκθεση Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς 2010

⁸⁵ Σύμφωνα με στοιχεία της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας αναρτημένα στον δικτυακό τόπο www.ecb.int

τα εταιρικά ομολογιακά δάνεια που πήραν πρόσφατα η Coca-Cola-ΕΕΕκ αλλά και ο Τιτάνας, τα οποία αξιολογήθηκαν με πολύ καλύτερους δείκτες (rates) απ' αυτούς των ελληνικών ομολόγων στο σύνολο σχεδόν των ξένων οίκων. Η τάση αυτή γενικεύεται σε πάρα πολλές περιπτώσεις με ενδεικτική αυτή της εταιρείας Μαΐλλης για την οποία παρά την κατάσταση στην οποία βρίσκεται αντιμετωπίζεται από αρκετές γερμανικές τράπεζες καλύτερα σε σχέση με τα ελληνικά κρατικά ομόλογα.

Σε πολλές μετοχές εισηγμένων μικρής και μεσαίας κεφαλαιοποίησης, οι εταιρικές εκδόσεις ομολόγων ουσιαστικά αντιπροσωπεύουν την αλλαγή της μορφής του τραπεζικού δανεισμού από απλά ληξιπρόθεσμα δάνεια σε μεσο-μακροπρόθεσμα εταιρικά ομόλογα που πολλές φορές είναι και μετατρέψιμα σε μετοχές. Με τον τρόπο αυτό οι εταιρείες δανείζονται με καλύτερους όρους, οι δανείστριες τράπεζες ουσιαστικά ανανεώνουν τα ληξιπρόθεσμα δάνεια με ιδιαίτερα καλά επιτόκια και σε περίπτωση αδυναμίας κάλυψης του πληρωμών (κουπόνια εταιρικών ομολόγων) οι τράπεζες μπορούν να καταγγείλουν τις συμβάσεις και να προχωρήσουν σε μετατροπή του χρέους σε μερίδια επί του μετοχικού κεφαλαίου αποκτώντας μέρος της επιχείρησης. Χαρακτηριστική περίπτωση είναι αυτή της Πετζετάκις τον διαχειριστικό έλεγχο της οποίας έχουν ήδη αναλάβει οι τράπεζες. Αντίστοιχου τύπου ομολογιακό δάνειο έχει συνάψει και εξυπηρετεί πλήρως και ικανοποιητικά η Σφακιανάκης αναχρηματοδοτώντας με καλύτερους όρους παλαιότερα δάνεια για να εξυπηρετήσει βραχυπρόθεσμες λειτουργικές της ανάγκες. Σύμφωνα με πληροφορίες από την τραπεζική αγορά η απόδοση αυτών των ομολόγων διαμορφώνεται στο 6,5%-7% και στις περιπτώσεις της Πετζετάκις άγγιξαν το 9,5%-10% ενώ κοντά στο 7,5-8% ήταν της Μαΐλλης.

Όπως γίνεται αντιληπτό, η απόδοση των δανείων εξαρτάται ουσιαστικά από τον κίνδυνο πτώχευσης της εταιρείας. Όσο πιο μεγάλος ο κίνδυνος τόσο πιο μεγάλο το επιτόκιο που δίνει το εταιρικό ομόλογο. Η στροφή προς τον εταιρικό ομολογιακό δανεισμό έγινε ιδιαίτερα εμφανής και στις περιπτώσεις των θυγατρικών εταιρειών της ΒΙΟΧΑΛΚΟ αλλά και του μητρικού ομίλου. Από τα τέλη 2010, ο όμιλος ΒΙΟΧΑΛΚΟ προχώρησε σε αλλαγή στρατηγικής και έχοντας την έγκριση των τραπεζών με τις οποίες συνεργάζεται (σχεδόν το σύνολο των μεγάλων ελληνικών τραπεζών και ορισμένες ξένες).

Ετσι σε ομολογιακά δάνεια προχώρησαν και η ΣΙΔΕΝΟΡ, η Σωληνουργεία Κορίνθου και η ΕΛΒΑΛ με στόχο την αναχρηματοδότηση παλαιότερων δανείων αλλά και τη μετατροπή των βραχυπρόθεσμων σε μεσομακροπρόθεσμα. Η εκταμίευση αυτών των

δανείων ουσιαστικά σηματοδότησε και ένα μεγάλο ράλι στις τιμές των μετοχών των 3 εταιρειών καθώς Ελληνες και ξένοι θεσμικοί είδαν μέσα από τη διαδικασία αυτή, την απελευθέρωση μεγάλης ρευστότητας και το άνοιγμα γραμμών χρηματοδότησης.

Οι πρόσφατες επιτυχείς εκδόσεις ομολογίων από την Coca-Cola 3E σε συνδυασμό με το κοινοπρακτικό δάνειο της TITAN αποτέλεσαν αφορμή για μαζικό ενδιαφέρον ξένων και Ελλήνων θεσμικών για την επιστροφή σε ελληνικά εταιρικά ομόλογα υψηλής πιστότητας. Η επιστροφή αυτή δείχνει ότι για τις μεγάλες ελληνικές εταιρείες, όπως η ΕΕΕΚ και η TITANκ, οι ξένες τράπεζες διαφοροποιούν την πολιτική τους σε σχέση με τα ελληνικά κρατικά ομόλογα. Πρόκειται δηλαδή για εταιρείες που ξεφεύγουν από το λεγόμενο country risk αφενός λόγω της κεφαλαιακής τους επάρκειας και αφετέρου λόγω της διασποράς των δραστηριοτήτων τους στο εξωτερικό. Ενδεικτικά, η ζήτηση για εταιρικές ομολογίες της Coca-Cola ήταν ιδιαίτερα έντονη και αιτία γι' αυτό είναι η σχέση απόδοσης/κινδύνου που προσφέρει η εταιρεία. Η τελευταία έκδοση ομολογίων της Coca-Cola έγινε με επιτόκιο της τάξης του 4,25%. Ακόμη πιο εντυπωσιακό είναι το γεγονός της διατήρησης της ζήτησης για εταιρικά ομόλογα (παλαιότερων εκδόσεων) της TITAN ακόμη και στην περίοδο της λεγόμενης «αιγυπτιακής κρίσης».⁸⁶

Σχετικά με τον ΟΤΕ ο δανεισμός μέσω εταιρικών ομολόγων ανέρχεται στο ποσό των 4,871 δισ. ευρώ μέσω 6 διαφορετικών εκδόσεων. Μάλιστα, μια εξ αυτών εκπνέει τον Νοέμβριο και ο οργανισμός θα κληθεί να επιστρέψει στους ομολογιούχους το ποσό των 571,9 εκατ. ευρώ. Ο ΟΤΕ έχει ακόμη 2 εταιρικά ομόλογα συνολικής αξίας 2,150 δισ. ευρώ που λήγουν το 2011, μια έκδοση 1,25 δισ. ευρώ με ωρίμανση το 2013 και μία ύψους 900 εκατ. με λήξη το 2016. Οι αποδόσεις των ομολόγων του Οργανισμού κυμαίνονται από 2,15% μέχρι και 4,31%, ενώ το κουπόνι, δηλαδή το σταθερό κέρδος του επενδυτή, κυμαίνεται από 3,75% μέχρι 6% ανάλογα με την έκδοση.

Η Wind βρίσκεται στη διαδικασία αναχρηματοδότησης των δανείων της, τα οποία ανέρχονται σχεδόν σε 3,3 δισ. ευρώ. Μέσω τριών εταιρικών ομολόγων η εταιρία κινητής τηλεφωνίας χρωστάει 2,537 δισ. ευρώ, τα οποία λήγουν το 2012 (1,22 δισ. ευρώ), το 2013 (355 εκατ. ευρώ) και το 2015 (960 εκατ. ευρώ). Η έκδοση κυμαινόμενης απόδοσης που λήγει το 2015 δίνει κουπόνι 6,996%.

Στα 400 εκατ. ευρώ ανερχόταν η ανάλογη έκδοση της ΔΕΗ με ημερομηνία λήξης το 2010, ενώ ο Τιτάνας έχει αντλήσει 200 εκατ. ευρώ με ωρίμανση το 2013. Το κουπόνι

⁸⁶ Νίκος Σακελλαρίου, 2011, Ελληνικά Εταιρικά Ομόλογα: Προσελκύουν το επενδυτικό ενδιαφέρον, εφημερίδα Ημερησία

της ΔΕΗ είναι 6,25% και του Τιτάνα 6,9%. Οι τρέχουσες αποδόσεις των δύο εκδόσεων κινούνται στο 2,08% και 5,80% αντίστοιχα.

Μικρότερα εταιρικά ομόλογα έχουν εκδώσει η ΦΑΓΕ (121,483 εκατ. ευρώ), η υαλοποιία Γιούλα (140 εκατ. ευρώ) και ο ANΤ1 (3,579 εκατ.). Η απόδοση που δίνει το ομόλογο της Γιούλα ξεπερνά σήμερα το 29%, καθώς θεωρείται από την αγορά ως πιο επισφαλής επένδυση από την αντίστοιχη του ΟΤΕ ή του Τιτάνα. Η τιμή στην διαπραγματευτική αγορά για το ομόλογο της Γιούλα είναι 35,75 μονάδες, που σημαίνει ότι έχει χάσει 64,25 μονάδες από την αρχική τιμή των 100 μονάδων. Η απόδοση του ομολόγου του ANΤ1 είναι 5,11% και της ΦΑΓΕ 10,22%.

Ανάμεσα στις Ελληνικές επιχειρήσεις που έχουν στο παρελθόν προχωρήσει σε έκδοση εταιρικών ομολογιακών δανείων είναι η Γενική Τροφίμων, η Fanco, η Έδρασις-Ψαλλίδας, η Νηρέυς, η Σαραντόπουλος Α.Ε και Αλουμίνιο Αττικής και πιο πρόσφατα οι Δέλτα Συμμετοχών, Jumbo, FHL Η.Κυριακίδης, Δέλτα Γάλακτος, ενώ στην ίδια κατεύθυνση προσανατολίζονται αρκετές ακόμη εταιρίες.⁸⁷

5.2 Η διεθνής αγορά

5.2.1 Η αγορά των Η.Π.Α.

Στις Η.Π.Α. η αγορά ομολόγων έχει πολύ μεγαλύτερο βάθος, καθώς είναι μεγάλος ο αριθμός των εταιριών που χρησιμοποιούν ομόλογα για χρηματοδότηση, αντί για δάνεια. Οι τιμές των εταιρικών ομολόγων αντανακλούν σωστά τον πιστωτικό κίνδυνο, διότι στην αμερικανική αγορά ομολόγων η διαχείριση κινδύνου είναι η πλέον αναπτυγμένη παγκοσμίως και επιχειρήσεις με ποικίλη αξιολόγηση μπορούν πιο εύκολα να εκδώσουν ομόλογα.

Η αγορά εταιρικών ομολόγων των Η.Π.Α. παρουσιάζει ετερογένεια όσον αφορά τον βαθμό αξιολόγησης των επιχειρήσεων και σε όρους λήξης ομολόγων, καθώς οι εκδόσεις εταιρικών ομολόγων παρουσιάζουν μεγάλη διασπορά ανάμεσα στις διαφορετικές βαθμίδες πιστοληπτικής ικανότητας των εταιρειών και βαρχυπρόθεσμων, μεσοπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων λήξεων εταιρικών ομολόγων.

⁸⁷ Ρόη Χαίκου, 2011, Εταιρικά Ομόλογα: "Δεξαμενή" ρευστότητας για τις εταιρείες, διαδικτυακός τόπος www.capital.gr

Σύμφωνα με τα στοιχεία της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των Η.Π.Α. οι παρακάτω πίνακες παρουσιάζουν την στατιστική εικόνα της αγοράς εταιρικών ομολόγων των Η.Π.Α.

Πίνακας 5.1: Στατιστική ανάλυση χαρτοφυλακίου εταιρικών ομολόγων (Ιούνιος 2011)

Average Maturity	4.70 yrs.
Duration	3.10
Coupon	6.12%
Yield to Maturity	4.34%
Current Yield	5.31%
Target Diversification	20-30 issues
Average Credit Rating	BBB-/Baa3

Πηγή: U.S. Federal Reserve System

Πίνακας 5.2: Διανομή χαρτοφυλακίου εταιρικών ομολόγων ανά βαθμό αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας

AAA	0.00%
AA	12.70%
A	28.70%
BAA	11.00%
BA	13.00%
B	34.30%
CAA	0.00%
CA	0.00%
<C	0.30%
	<hr/>
	100.00%

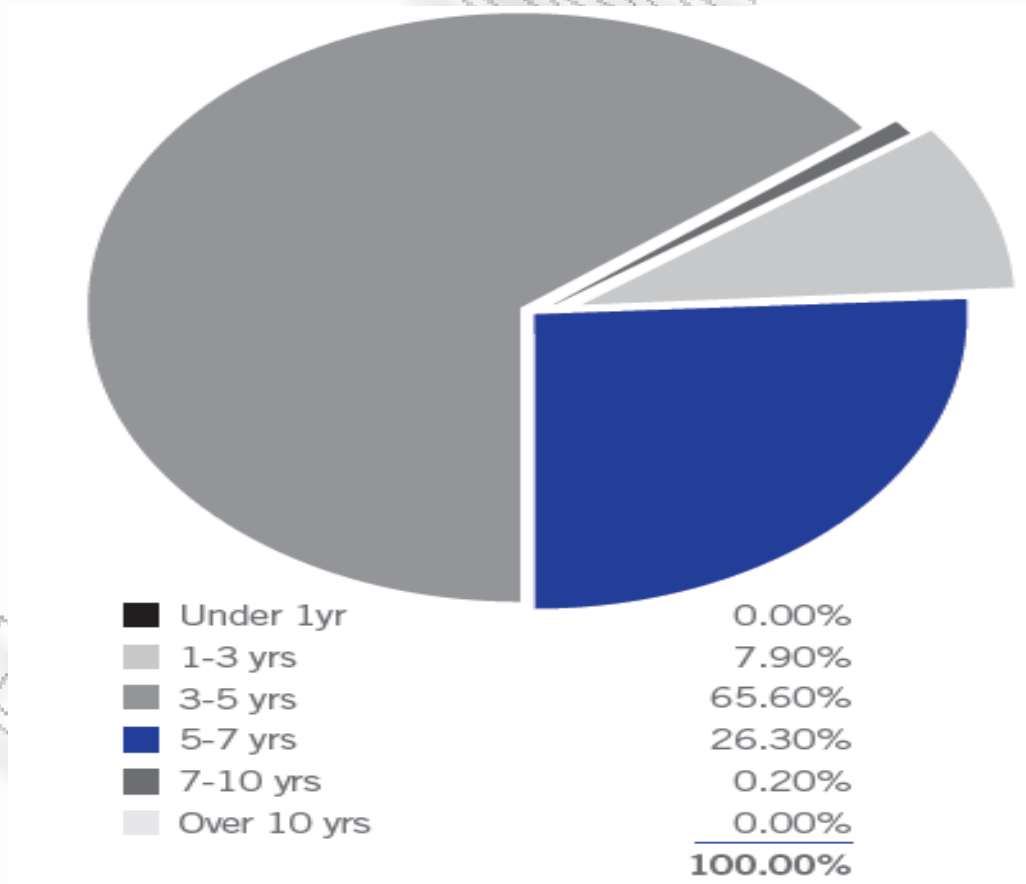
Πηγή: U.S. Federal Reserve System

Πίνακας 5.3: Διανομή χαρτοφυλακίου εταιρικών ομολόγων ανά κλάδο

Banking	13.78%
Healthcare	7.71%
Independent Oil & Gas	6.99%
Media Cable	5.96%
Utility Electric	5.76%
Wirelines	4.22%
Food & Beverage	4.38%
Airlines	4.24%
Wireless	4.20%
Brokerage	3.57%
Other Industries (19)	39.19%
	<u>100.00%</u>

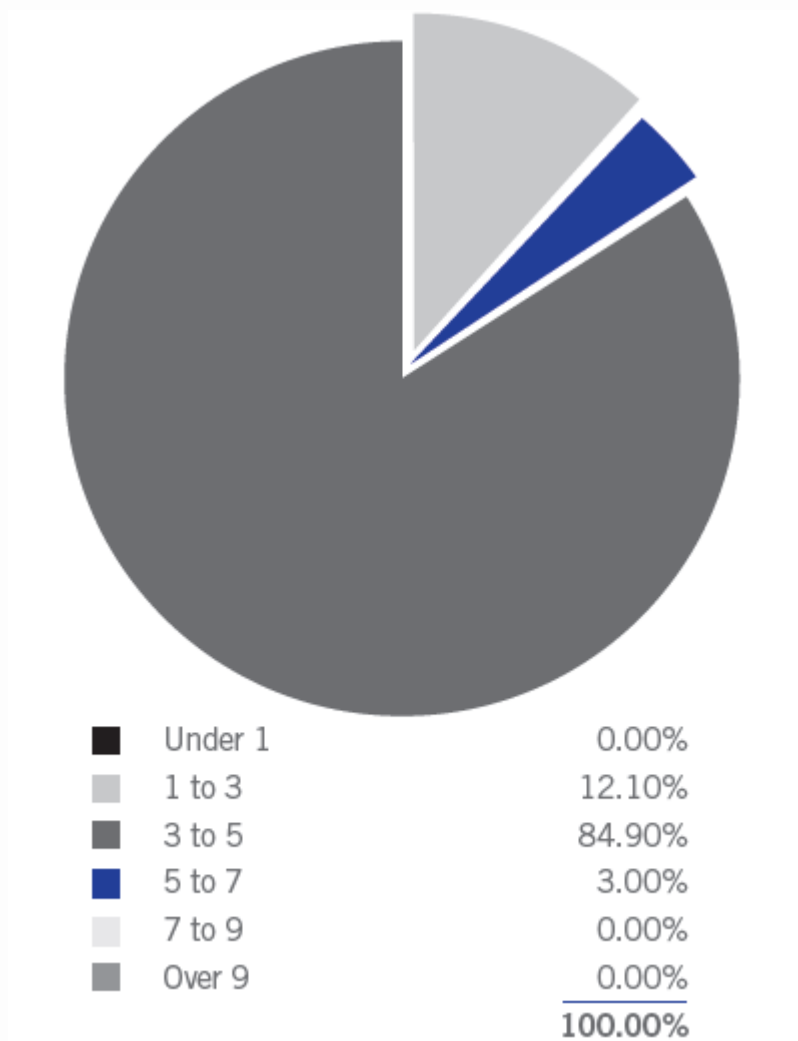
Πηγή: U.S. Federal Reserve System

Διάγραμμα 5.2: Διανομή χαρτοφυλακίου εταιρικών ομολόγων ανά λήξη



Πηγή: U.S. Federal Reserve System

Διάγραμμα 5.3: Διανομή χαρτοφυλακίου εταιρικών ομολόγων ανά διάρκεια



Πηγή: U.S. Federal Reserve System

5.2.2 Η αγορά της Ασίας

Η οικονομική κρίση του 1997 στην Ασία έπεισε τις Ασιατικές χώρες για την ανάγκη ενός περιφερειακού οικονομικού συνεταιρισμού επιπρόσθετα της συνεργασίας στο εμπόριο των προϊόντων. Η Asian Bond Market Initiative (ABMI) προώθησε την ανάπτυξη εγχώριων και περιφερειακών αγορών εταιρικών ομολόγων με σκοπό την ανακύκλωση μεγάλων ποσών συσσωρευμένων κεφαλαίων εντός της Ασίας⁸⁸. Η Executives' Meeting of East Asia Pacific Central Banks (EMEAP), μια ένωση Κεντρικών Τραπεζών και

⁸⁸ Hyun Suk (2008). "Asian Bond Market and Cross-Border Securities Settlement - Toward Cooperation between Japan and Korea". Chapter 6 in Grand Design for an Asian Inter-Regional Professional Securities Market (AIR-PSM)," LexisNexis Press.

νομισματικών αρχών στην Ανατολική Ασία και τον Ειρηνικό συστάθηκε για να ενισχυθεί η οικονομική συνεργασία μεταξύ των μελών της. Η EMEAP προώθησε τα Ασιατικά Ομολογιακά Κεφάλαια (ABF1, ABF2) για να αναπτυχθεί η εγχώρια και περιφερειακή αγορά ομολόγων αγοράζοντας ομόλογα που έχουν εκδοθεί στην Ασία⁸⁹. Μέσα από αυτές τις πολύπλευρες προσπάθειες, η αγορά εταιρικών ομολόγων στην Ασία παρουσίασε αξιοσημείωτη ανάπτυξη τα τελευταία 10 χρόνια, από την ασιατική κρίση (από \$4.5 τρις σε \$12 τρις). Όπως δείχνει ο πίνακας 5.4, το μέγεθος της αγοράς εταιρικών ομολόγων αυξήθηκε σημαντικά σε κάθε χώρα.

Πίνακας 5.4. Αγορά Εταιρικών Ομολόγων στην Ασία (Σε δις δολάρια)

	1997	2002	2003	2004	2005	2006	2007(Sep)
Ιαπωνία	4.202,8	6.416,9	7.882,4	8.945	8.451	8.493	8.802,58
Κίνα	83,5	342,2	448,4	623,7	900,48	1.184,86	1.531,34
Κορέα	153,21	538,2	759,9	751,3	847,7	1.010,4	1.119,09
Μαλαισία	57	84,4	98,8	110,6	123,5	146,8	155,96
Ταϊλάνδη	10,43	48,3	59,6	68	80,5	111,4	132,07
Ινδονησία	4,29	58,2	65,7	61,2	54,7	76,3	89,85
Σιγκαπούρη	23,75	56,4	61,5	72,7	74,9	86,5	86,69
Χονγκ - Κονγκ	41,13	58,1	60,5	62,9	65,8	65,7	67,54
Φιλιππίνες	16,59	27,6	30,7	35,6	41,2	44,9	49,93
Σύνολο	4.592,7	7.630,3	9.467,5	10.731	10.639,78	11.219,86	12.035,05

Πηγή: AsianBondOnline & BIS.

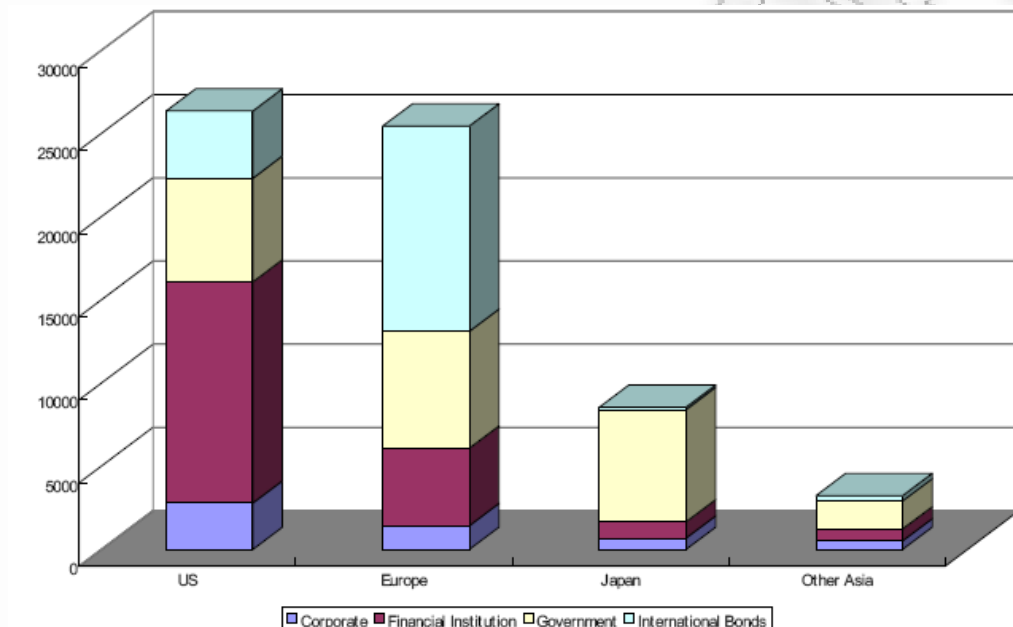
Ωστόσο, η αγορά εταιρικών ομολόγων στην Ασία είναι ακόμα σε νηπιακό στάδιο. Για αυτό τον λόγο, η προσπάθεια ανακύκλωσης περιφερειακών κεφαλαίων δεν έχει δείξει μεγάλη πρόοδο. Η Ασία εμφανίζει μικρότερη δραστηριότητα μεταφοράς κεφαλαίων σε σχέση με τις Η.Π.Α. και την Ευρωπαϊκή Ένωση, παρά το υψηλό επίπεδο του Α.Ε.Π. Η αγορά εταιρικών ομολόγων είναι πολύ κατακερματισμένη σε αντίθεση με τις διεθνείς αγορές ομολόγων και κοινοπρακτικών δανείων⁹⁰. Το διάγραμμα 5.4 δείχνει το μέγεθος της παγκόσμιας αγοράς ομολόγων στο οποίο φαίνεται η έλλειψη ανεπτυγμένης αγοράς εταιρικών ομολόγων. Το διάγραμμα 5.4 επίσης αποκαλύπτει ότι η αγορά κρατικών ομολόγων και η αγορά εταιρικών ομολόγων δεν είναι ανεπτυγμένη εκτός της Κορέας και Μαλαισίας όπου υπάρχει ανεπτυγμένη αγορά εταιρικών ομολόγων. Δεδομένων των προβλημάτων διπλών αναντιστοιχιών στην ωρίμανση και το νόμισμα

⁸⁹ HYUN Suk and JANG Hong, 2008, Corporate Bond Market Development in Asia

⁹⁰ Hyun Suk, Nishizawa Toshiro and Yoshino Naoyuki (2008) "Exploring the Use of Revenue Bond for Infrastructure Financing in Asia, JBIC Institute Discussion Paper.

όπου έφερε αντιμέτωπους εταιρικούς και οικονομικούς κλάδους στην Ανατολική Ασία και τη διάρκεια της ασιατικής κρίσης την περίοδο, υπήρξε η επιτακτική ανάγκη εύρυθμης λειτουργίας της αγοράς εταιρικών ομολόγων σε συνάρτηση με την αγορά κρατικών ομολόγων⁹¹.

Διάγραμμα 5.4: Σύγκριση Μεγέθους και Σύνθεσης Παγκόσμιας Αγοράς Ομολόγων



Πηγή: BIS (σε δις δολάρια)

5.2.2.1 Η περίπτωση της Ιαπωνίας

Το 1997⁹² ήταν ένα μεγάλο σημείο καμπής για την Ιαπωνική αγορά εταιρικών ομολόγων. Έως τότε, δεν υπήρχε κίνδυνος μη αποπληρωμής των εταιρικών ομολόγων στην Ιαπωνία και οι τιμές αγοράς δεν αντικατόπτριζαν επαρκώς των πιστωτικό κίνδυνο των εταιρειών - εκδοτών.

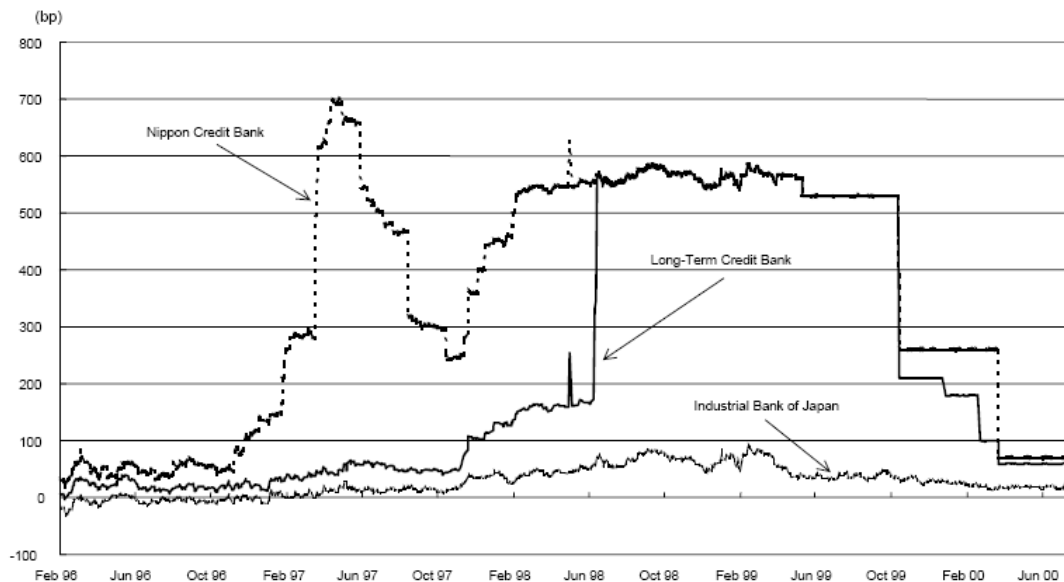
Αυτή η κατάσταση άλλαξε το 1997, όταν προέκυψε ένα σοβαρό οικονομικό περιβάλλον γύρω από τα Ιαπωνικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. Συγκεκριμένα, στις αρχές του 1997 ανησυχίες που προέκυψαν σχετικά με την *Nippon Credit Bank*, η οποία ηγήθηκε

⁹¹Hyun Suk (2007). "JBIC's Initiatives for Asian Bond Markets Development" Presented at ADB-JICA Seminar on Bond Market Development for officials of Ministry of Finance, Central Bank and Securities Commission in ASEAN countries in Tokyo.

⁹² Έως τότε, οι περισσότεροι περιορισμοί στις εκδόσεις εταιρικών ομολόγων ήταν ήδη πιο χαλαροί. Για παράδειγμα, το 1990, τα κριτήρια επιλογής που βασίζονταν στη λογιστική πληροφόρηση αντικαταστάθηκαν από ένα μόνο κριτήριο αξιολόγησης ομολόγων. Μετά από αυτό, άλλοι περιορισμοί στις εκδόσεις εταιρικών ομολόγων έγιναν βαθμιαία πιο χαλαροί και το 1996 το κριτήριο επιλογής μετακινήθηκαν στο τελικό στάδιο της απελευθέρωσης της Ιαπωνικής αγοράς εταιρικών ομολόγων. Σε αυτό το σημείο, όσον αφορά τις πρωτογενείς αγορές, το θεσμικό πλαίσιο της Ιαπωνικής αγοράς εταιρικών ομολόγων ήταν ήδη τόσο βελτιωμένο ώστε να καλύπτει τα ελάχιστα παγκόσμια πρότυπα.

σε μια ταχεία διεύρυνση των περιθωρίων (spreads) στα ομόλογα που είχε εκδώσει όπως φαίνεται στο Διάγραμμα 5.5.

Διάγραμμα 5.5: Περιθώρια (spreads) 5ετών τραπεζικών ομολόγων



Πηγή: Japan Securities Dealers Association, Bloomberg

Έπειτα, τον Σεπτέμβρη του 1997, προέκυψε η πρώτη μη αποπληρωμή σε Ιαπωνικό εταιρικό ομόλογο, στα μετατρέψιμα ομόλογα της εμπορικής εταιρείας *Yaohan*.

Τον Νοέμβριο του 1997, αρκετές μεγάλες και μεσαίου μεγέθους Τράπεζες και ασφαλιστικές εταιρείες διαδοχικά χρεωκόπησαν: Η *Sanyo Securities* (3 Νοεμβρίου), η *Hokkaido Takushoku Bank* (17 Νοεμβρίου), η *Yamaichi Securities* (24 Νοεμβρίου) και η *Tokuyo City Bank* (26 Νοεμβρίου). Αυτά τα γεγονότα έδειξαν την άνοδο των περιθωρίων των εταιρικών ομολόγων, όπως δείχνει το διάγραμμα 5.5α.

Το φθινόπωρο του 1998, Το Ιαπωνικό οικονομικό σύστημα για ακόμα μία φορά βίωσε την κατάρρευση μεγάλων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων: Η *The Long-Term Credit Bank of Japan* (Οκτώβριος) και *Nippon Credit Bank* (Νοέμβριος). Η εστίαση της αγοράς το 1998 ήταν κυρίως στην πολιτική συζήτηση σχετικά με το προτεινόμενο πλαίσιο για την αντιμετώπιση των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων που κατέρρεαν και την υποβάθμιση της πιστοληπτικής ικανότητας της Ιαπωνίας από τη Moody's⁹³. Σε αυτό

⁹³ Η Moody's τοποθέτησε την οροφή του νομίματος για την Ιαπωνία και την πιστοληπτική ικανότητα της Ιαπωνικής Κυβέρνησης υπό αναθεώρηση για πιθανή υποβάθμιση στις 23 Ιουλίου και τελικά την υποβάθμισε από AAA σε AA1 στις 17 Νοεμβρίου 1998. Τυχαία, η πιστοληπτική ικανότητα της Ιαπωνικής Κυβέρνησης υποβαθμίστηκε ξανά στις 8 Σεπτεμβρίου 2000.

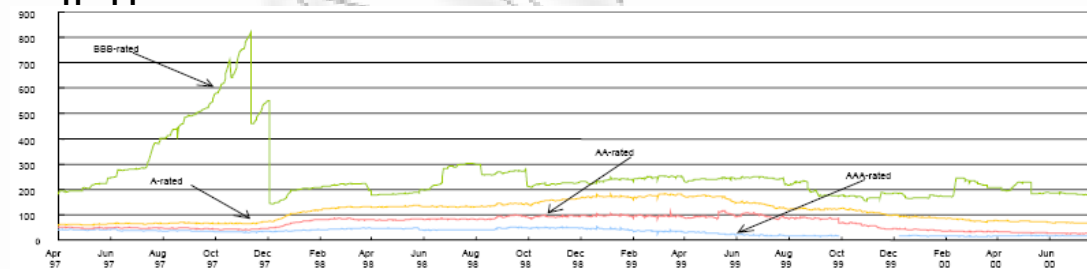
το περιβάλλον, τα περιθώρια των εταιρικών και τραπεζικών ομολόγων ανέβηκαν δραματικά το 1998 (Διάγραμμα 5.5α και Διάγραμμα 5.5β). Τέτοια άνοδος των περιθωρίων μετά τον Νοέμβριο του 1997, μπορεί να ερμηνευθεί ως φανέρωση της απόφασης της αγοράς να ενσωματωθεί ο πιστωτικός κίνδυνος στην τιμή των εταιρικών ομολόγων με τρόπο που να αντικατοπτρίζει την αύξηση της πιθανότητας μη αποπληρωμής.

Εν τω μεταξύ, ο αριθμός εκδόσεων εταιρικών ομολόγων των οποίων η προσφορά ανακοινώθηκε από την Japan Securities Dealers Association επεκτάθηκε σε όλες τις εκδόσεις από τον Απρίλιο του 1997. Επίσης, τον Δεκέμβριο του 1998 καταργήθηκαν οι περιορισμοί στο εύρος τιμών συναλλαγών των εταιρικών ομολόγων. Αυτές οι αναθεωρήσεις συνέβαλλαν στη διαφάνεια των τιμών και τη ρευστότητα της αγοράς.

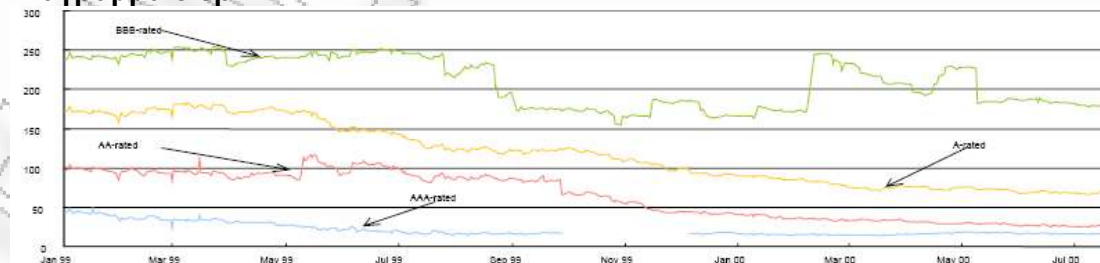
Μετά την Ασιατική κρίση, τα περιθώρια και των εταιρικών και των τραπεζικών ομολόγων είχαν μειωτική τάση καθώς η καταλάγιαζε η αναταραχή στην οικονομία (Διάγραμμα 5.5β). Ιδίως, η πολιτική μηδενικού επιτοκίου της Κεντρικής Τράπεζας της Ιαπωνίας και η εισροή κεφαλαίων στις Τράπεζες από την κυβέρνηση το πρώτο τρίμηνο του 1999, είχε μεγάλο αντίκτυπο στην μείωση της ανησυχίας του πιστωτικού κινδύνου και στη μείωση των περιθωρίων των ομολόγων.

Διάγραμμα 5.5: Περιθώρια (spreads) εταιρικών ομολόγων ανά βαθμό ταξινόμησης

Διάγραμμα 5.5α



Διάγραμμα 5.5β

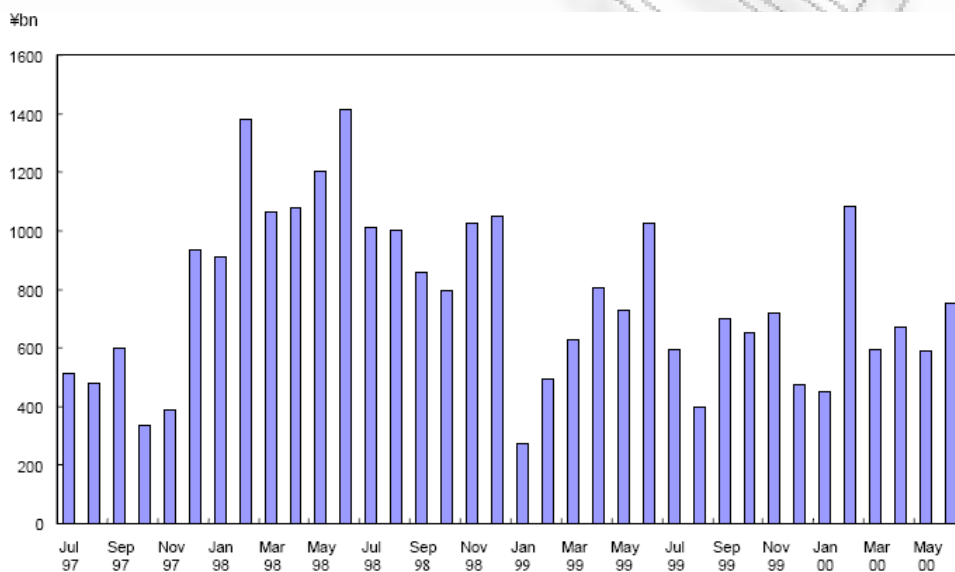


Πηγή: Japan Securities Dealers Association, Bloomberg

Η προσφορά και η ζήτηση στην αγορά εταιρικών ομολόγων επίσης συνέβαλλε στη μείωση των περιθωρίων. Κατά τη διάρκεια της Ασιατικής κρίσης το 1998 η έκδοση των

εταιρικών ομολόγων αυξήθηκε ραγδαία (Διάγραμμα 5.6), ενδεχομένως ενισχύθηκε από μεγάλες εταιρείες μετατοπίζοντας την πηγή εύρεσης κεφαλαίων από τον τραπεζικό δανεισμό στα εταιρικά ομολογιακά δάνεια αντανακλώντας τη σφιχτή πολιτική δανειοδότησης των τραπεζών. Μετά την κρίση, οι επιχειρήσεις δεν είχαν πλέον ανάγκη να ανακτήσουν κεφάλαια με έκδοση ομολόγων και είχαν υπερβάλλουσα ρευστότητα. Για αυτό τον λόγο, οι εκδόσεις εταιρικών ομολόγων άρχισαν να μειώνονται από το 1999. Εξαιτίας αυτού του παράγοντα, η μείωση των περιθωρίων των εταιρικών ομολόγων ήταν εμφανής από το δεύτερο εξάμηνο του 1999 (Διάγραμμα 5.5β).

Διάγραμμα 5.6: Έκδοση εταιρικών ομολόγων



Πηγή: Japan Securities Dealers Association

Ο Πίνακας 5.5 δείχνει τις εκδόσεις εταιρικών ομολόγων στην Ιαπωνία και τις Η.Π.Α. Οι εκδόσεις στην Ιαπωνική αγορά εταιρικών ομολόγων, ανέρχεται στο ύψος των 64 δις δολαρίων, λιγότερο από το μισό από την αγορά εταιρικών ομολόγων των Η.Π.Α. Ως ποσοστό του Α.Ε.Π., για την Ιαπωνία είναι 1.5%, που είναι μικρότερο από το αντίστοιχο των Η.Π.Α. επίσης, σε όρους σταθερού εισοδήματος, το ποσοστό των εκδόσεων εταιρικών ομολόγων και των εκδόσεων κρατικών ομολόγων είναι αρκετά διαφορετικό μεταξύ των δύο χωρών.

Πίνακας 5.5: Σύγκριση εκδόσεων εταιρικών ομολόγων (σε δις δολάρια και ποσοστά)

	Corporate bond issuance (A)	Government bond issuance (B)	Porportion of government bond issuance (A)/(B)	Nominal GDP (C)	Proportion of nominal GDP (A)/(C)
Japan	64	505	12.7	4,190	1.5
United States	168	567	29.6	8,080	2.1

Πηγή: OECD, Financial Statistics Monthly, Part 1, Section 2: Domestic Markets

Ο Πίνακας 5.6 δείχνει ότι τα εταιρικά ομόλογα στην Ιαπωνία έχουν βαθμό αξιολόγησης AAA- και AA-για πάνω από το 50% επί του συνόλου, αλλά λιγότερο από 30% στις Η.Π.Α. Με άλλα λόγια, η αγορά εταιρικών ομολόγων των Η.Π.Α. είναι πιο ετερογενής σε σχέση με εκείνη της Ιαπωνίας. Θεωρείται ότι οι τιμές των εταιρικών ομολόγων αντανακλούν τον πιστωτικό κίνδυνο πιο σωστά στις Η.Π.Α., όπου η διαχείριση κινδύνου είναι πιο αναπτυγμένη και επιχειρήσεις με ποικίλη αξιολόγηση μπορούν πιο εύκολα να εκδώσουν ομόλογα.

Πίνακας 5.6: Σύγκριση εκδόσεων εταιρικών ομολόγων (ανά βαθμό αξιολόγησης)

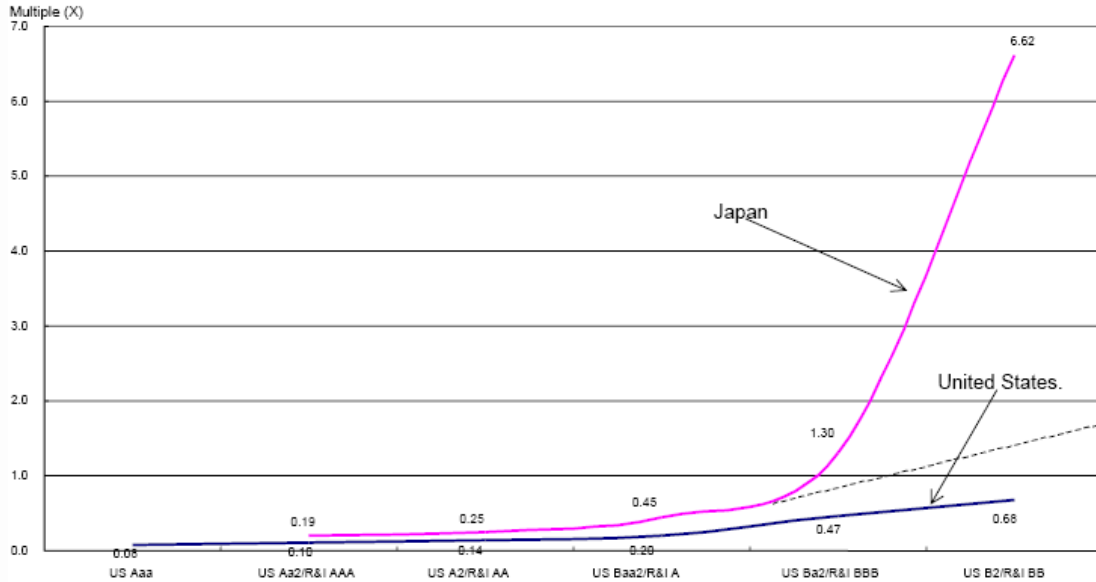
	AAA (Aaa)	AA (Aa)	A (A)	BBB (Baa)	Total
Japan	30.2	42.1	26.3	1.4	100.0
	30.4	40.3	29.1	0.2	100.0
	33.6	25.4	34.6	6.4	100.0
United States	7.7	19.2	43.9	29.3	100.0
	7.8	18.0	43.4	30.8	100.0
	7.4	17.2	43.5	31.9	100.0

Πηγές: Ιαπωνία: Japan Securities Dealers Association, Η.Π.Α.: Corporate bonds in Salomon Smith Barney's

Το Διάγραμμα 5.7 συγκρίνει τα αμερικανικά και τα ιαπωνικά περιθώρια. Στην αγορά εταιρικών ομολόγων που έχουν εκδοθεί σε δολάρια, το περιθώριο των ομολόγων με βαθμό αξιολόγησης BA (όμοιο με το Ιαπωνικό BBB) είναι 0,47 φορές η απόδοση των αμερικανικών κρατικών ομολόγων με την ίδια λήξη. Στην αγορά των εταιρικών ομολόγων σε γιεν, το περιθώριο των ιαπωνικών ομολόγων με βαθμό αξιολόγησης BBB (ομόλογα με βαθμό αξιολόγησης BA2 στις Η.Π.Α.) αγγίζει τις 1,3 φορές. Για αυτό τον λόγο, τα περιθώρια των ομολόγων με βαθμό αξιολόγησης κάτω από BBB είναι εξαιρετικά ευρεία σε σχέση με τα ιαπωνικά κρατικά ομόλογα σε σύγκριση με τα αντίστοιχα των Η.Π.Α. Αυτό είναι αναλογικό με το γεγονός ότι οι Ιάπωνες θεσμικοί επενδυτές παραμένουν συντηρητικοί στις προτιμήσεις τους και τείνουν να εστιάζουν την

προσοχή τους σε ομόλογα με βαθμό αξιολόγησης από A και επάνω, με συνέπεια τη φθίνουσα πορεία της αγοράς ομολόγων κάτω από το επίπεδο BBB.

Διάγραμμα 5.7: Σύγκριση Η.Π.Α. – Ιαπωνίας



Πηγές: Japan Securities Dealers Association, Bloomberg, Deutsche Securities.

Επίσης, η αγορά εταιρικών ομολόγων των Η.Π.Α. είναι πιο ετερογενής σε όρους λήξης ομολόγων (Πίνακας 5.7). Υπάρχει μικρός όγκος σε μακροπρόθεσμες λήξεις άνω των 11 ετών στην Ιαπωνική αγορά εταιρικών ομολόγων. Είναι δύσκολο στην Ιαπωνία να υπάρχει επίδραση στις τιμές των μακροπρόθεσμων εταιρικών ομολόγων λόγω της περιορισμένης ρευστότητας στα κρατικά ομόλογα, που είναι το βασικό επιτόκιο προσδιορισμού των τιμών των εταιρικών ομολόγων.

Πίνακας 5.7: Σύγκριση εκδόσεων εταιρικών ομολόγων (ανά λήξη)

	Short-term (one to three years)	Medium-term (four to 10 years)	Long-term (over 11 years)	Total
Japan	3.3	67.5	29.2	100.0
	12.2	75.4	12.4	100.0
	12.2	77.1	10.8	100.0
United States	14.3	50.3	35.4	100.0
	15.3	48.8	36.0	100.0
	16.2	51.8	32.0	100.0

Πηγές: Ιαπωνία: Securities Dealers Association. Η.Π.Α.: Corporate bonds in Salomon Smith Barney's

Σχετικά με τις τιμές των εταιρικών ομολόγων, στην Ιαπωνία παραδοσιακά χρησιμοποιούνται τα επιτόκια των swaps για τις λιγότερο αξιόπιστες εκδόσεις (κάτω από επίπεδο A) και τα επιτόκια των ιαπωνικών κρατικών ομολόγων για τις πιο αξιόπιστες εκδόσεις (πάνω από το επίπεδο AA) τα οποία όπως είδαμε και στον Πίνακα 5.6 αποτελούν πάνω από 50% του συνόλου των εκδόσεων των ιαπωνικών εταιρικών ομολόγων. Το σημείο αναφοράς για την τιμολόγηση των εταιρικών ομολόγων γίνεται πιο ευέλικτο σύμφωνα με τη συσχέτιση μεταξύ εταιρικών και κρατικών ομολόγων. Αυτή η πρακτική αναμένεται να συνεισφέρει βαθμιαία στην ανάπτυξη της αγοράς εταιρικών ομολόγων στην Ιαπωνία⁹⁴.

⁹⁴ Masazumi Hattori, Koji Koyama and Tatsuya Yonetani, 2010, Analysis of credit spread in Japan's corporate bond market.

5.2.3 Η Ευρωπαϊκή αγορά

Στην Ευρώπη, παρουσίασε αύξηση ο αριθμός των εταιρειών που εκδίδουν εταιρικά ομόλογα για να αντλήσουν κεφάλαια, ως ένδειξη ότι η εν λόγω αγορά έχει προοπτικές, παρά τις ανησυχίες για την δημοσιονομική υγεία της Ευρωζώνης. Το στοιχείο που επιβεβαιώνει το παραπάνω είναι η αύξηση του αριθμού των παρθενικών εκδόσεων και του συνολικού ποσού που έχει αντληθεί, καθώς περισσότερες εταιρίες επιλέγουν να χρησιμοποιήσουν τις αγορές ομολόγων αντί για δάνεια προκειμένου να συγκεντρώσουν τα απαραίτητα κεφάλαια.

Μέχρι στιγμής στο 2011 έχουν βγει στην αγορά 27 νέοι εκδότες, που έχουν αντλήσει 12,9 δις. ευρώ, σύμφωνα με την Deutsche Bank. Στην αντίστοιχη περσινή περίοδο υπήρχαν 25 εταιρίες – εκδότες που άντλησαν το ποσό των 12,6 δις. ευρώ.

Αν και η άνοδος είναι μικρή, εντάσσεται όμως σε μια αυξητική τάση, κατά την οποία όλο και περισσότερες εταιρίες στρέφονται από τα δάνεια στα ομόλογα, τα τελευταία πέντε χρόνια, καθώς ο αριθμός των επενδυτών έχει αυξηθεί και το κόστος χρηματοδότησης έχει γίνει πιο ελκυστικό όσον αφορά τα ομόλογα.

Στην φετινή χρονιά οι εταιρίες, οι οποίες εδρεύουν σε μια σειρά ευρωπαϊκές χώρες και προέρχονται από μια ευρεία κλαδική κλίμακα – όπως χρηματοπιστωτικό, υγεία, τουρισμό - εξέδωσαν ομόλογα σε τέσσερα νομίσματα: ευρώ, δολάριο, στερλίνα και ελβετικό φράγκο. Οι περισσότερες εταιρίες είχαν έδρα στην Γερμανία (25%), ενώ ακολούθησαν η Βρετανία με 22%, η Γαλλία με 15%, η Ολλανδία 7%, η Ελβετία 7% και η Ιταλία 5%. Επίσης, εταιρίες από την Σουηδία, το Βέλγιο και το Λουξεμβούργο προχώρησαν σε εκδόσεις.⁹⁵

Από τον Σεπτέμβριο 2009, όταν η αγορά άρχισε να αναπτύσσεται με μεγαλύτερη ισχύ, συνολικά αντλήθηκαν 55 δις. Ευρώ από 122 νέους εκδότες. Εξ αυτών, οι 77 άντλησαν κεφάλαια σε ευρώ, 12 σε δολάρια και 11 σε φράγκα.

Στην αγορά εισήλθαν ίσα μοιρασμένες εταιρίες που αξιολογούνται στην επενδυτική βαθμίδα (investment-grade) και στην βαθμίδα junk, αν και οι περισσότερες εκδόσεις

⁹⁵ Σύμφωνα με στοιχεία της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας

-το 29% της αγοράς- κατέλαβαν επιχειρήσεις εκτός αξιολόγησης.

Τα περισσότερα ομόλογα είχαν διάρκεια 7 έτη (44% των συμφωνιών), ενώ ακολούθησαν τα 5ετή (25%).

Στην Ευρώπη, αντίθετα, οι αγορές ομολόγων είναι πολύ μικρότερες, καθώς μέχρι πρόσφατα οι εταιρίες προτιμούσαν να αντλούν κεφάλαια μέσω δανείων.

Με το ξέσπασμα όμως της διεθνούς κρίσης τον Αύγουστο 2007, αυτή η τακτική άρχισε να αλλάζει, καθώς ο τραπεζικός δανεισμός έγινε πιο ακριβός⁹⁶.

⁹⁶ Πηγή www.FT.com

Βιβλιογραφία και πηγές κεφαλαίου 5

Ελληνική βιβλιογραφία και αρθρογραφία

- ICAP Group, 2011, 40 Κορυφαίοι Κλάδοι της Ελληνικής Οικονομίας
- Ετήσια Έκθεση Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς 2010
- Νομισματική Πολιτική Ενδιάμεση Έκθεση Τράπεζας της Ελλάδος, 2008
- Σακελλαρίου Νίκος, 2011, Ελληνικά Εταρικά Ομόλογα: Προσελκύουν το επενδυτικό ενδιαφέρον, εφημερίδα Ημερησία
- Χάικου Ρόη, 2011, Εταιρικά Ομόλογα: “Δεξαμενή” ρευστότητας για τις εταιρείες, διαδικτυακός τόπος www.capital.gr

Διεθνής βιβλιογραφία και αρθρογραφία

- Hyun Suk, 2007. "JBIC's Initiatives for Asian Bond Markets Development" Presented at ADB-JICA Seminar on Bond Market Development for officials of Ministry of Finance, Central Bank and Securities Commission in ASEAN countries in Tokyo.
- Hyun Suk, 2008, "Asian Bond Market and Cross-Border Securities Settlement - Toward Cooperation between Japan and Korea" Chapter 6 in Grand Design for an Asian Inter-Regional Professional Securities Market (AIR-PSM)," LexisNexis Press.
- Hyun Suk and JANG Hong, 2008, Corporate Bond Market Development in Asia
- Hyun Suk, 2008, Nishizawa Toshiro and Yoshino Naoyuki "Exploring the Use of Revenue Bond for Infrastructure Financing in Asia, JBIC Institute Discussion Paper.
- Masazumi Hattori, Koji Koyama and Tatsuya Yonetani, 2010, Analysis of credit spread in Japan's corporate bond market.

Διαδικτυακοί τόποι

- www.ecb.int
- www.federalreserve.gov
- www.FT.com

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6^ο

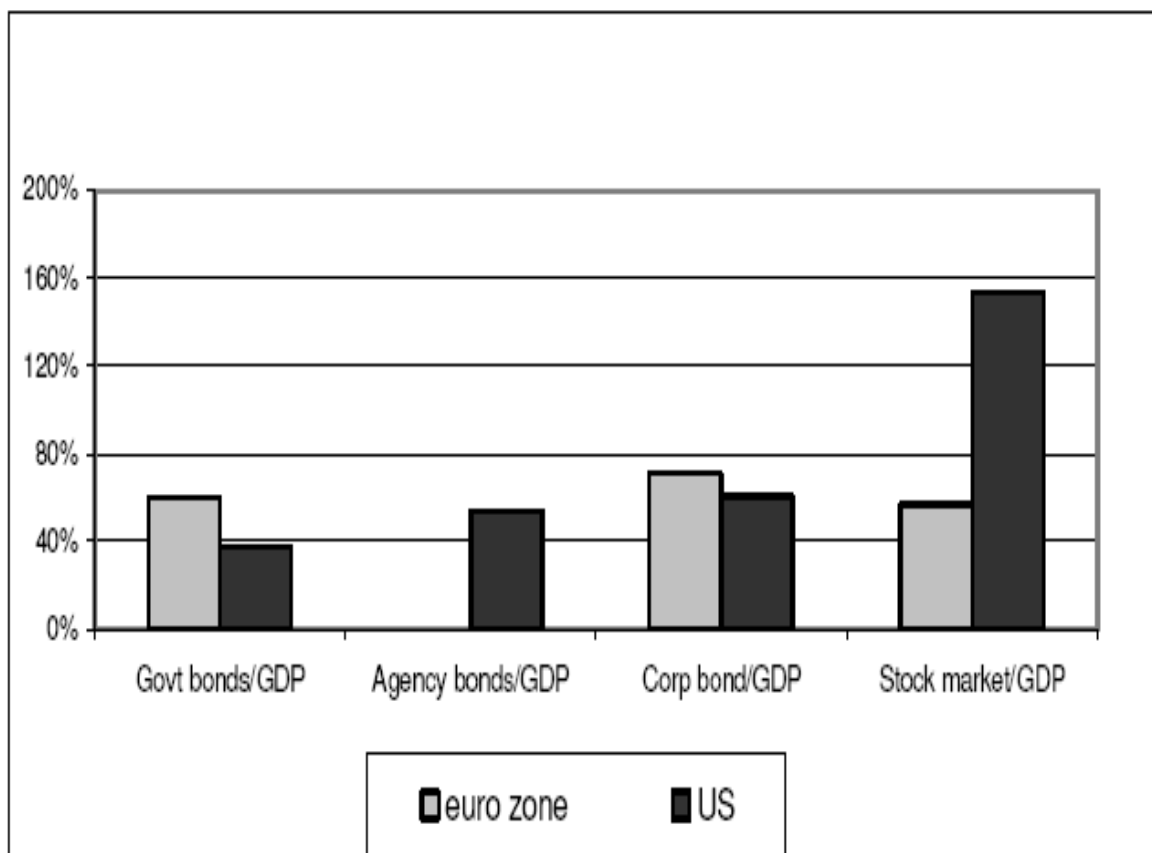
ΑΓΟΡΑ ΕΤΑΙΡΙΚΩΝ ΟΜΟΛΟΓΩΝ ΣΕ ΕΥΡΩ ΚΑΙ ΣΤΕΡΛΙΝΑ:

ΜΙΑ ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΣΥΓΚΡΙΤΙΚΗ ΜΕΛΕΤΗ

6.1 Εισαγωγή

Τα ομόλογα παίζουν έναν πολύ σημαντικό ρόλο στη χρηματοδότηση μιας οικονομίας. Τα δεδομένα κεφαλαιοποίησης της αγοράς ομολόγων στο Διάγραμμα 6.1 που ακολουθεί δείχνουν ότι στην Ευρώπη, το μέγεθος της αγοράς ομολόγων είναι μεγαλύτερο από εκείνο της αγοράς μετοχών. Αντίστοιχα στις Η.Π.Α., το μέγεθος της αγοράς ομολόγων είναι περίπου το ίδιο με εκείνο της αγοράς μετοχών. Επίσης, η απήχηση των διαφορετικών ειδών ομολόγων διαφέρει στις δύο περιοχές καθώς στην Ευρώπη, τα κρατικά και εταιρικά ομόλογα καλύπτουν μεγαλύτερο μέρος κεφαλαιοποίησης σε σχέση με τις Η.Π.Α.

Διάγραμμα 6.1: Κεφαλαιοποίηση μετοχών και ομολόγων σε σχέση με το ΑΕΠ, 2009



Πηγή: Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ECB), Ομοσπονδιακή Τράπεζα Η.Π.Α.(FED)

Σε αντίθεση με την αμερικανική αγορά ομολόγων, υπάρχουν περιορισμένα στοιχεία αναφορικά με τη δομή και τη ρευστότητα της ευρωπαϊκής αγοράς ομολόγων. Επιπλέον, η ευρωπαϊκή αγορά εταιρικών ομολόγων δεν έχει υποστεί κανονιστική μεταρρύθμιση συγκρίσιμη με το TRACE⁹⁷, όπως συμβαίνει με τις Η.Π.Α. Παρόλα αυτά, το πιο ενδιαφέρον χαρακτηριστικό της ευρωπαϊκής αγοράς – που αποτελεί και το αντικείμενο της έρευνας - είναι ότι περιλαμβάνει δύο διαφορετικές ζώνες: τη ζώνη του ευρώ και η ζώνη της στερλίνας.

Στόχος της παρούσας έρευνας είναι η αντίληψη του τρόπου λειτουργίας της ευρωπαϊκής αγοράς εταιρικών ομολόγων και η διερεύνηση της αποτελεσματικότητάς της, πάνω σε μια συγκριτική μελέτη της αγοράς εταιρικών ομολόγων σε ευρώ και της αγοράς εταιρικών ομολόγων σε στερλίνα. Η έρευνα φιλοδοξεί να απαντήσει στα εξής ερωτήματα:

- ❖ Σε ποια από τις δύο αγορές παρατηρούνται σχετικά μεγάλα περιθώρια (spreads);
- ❖ Σε ποια από τις δύο αγορές αυτά τα περιθώρια αυξάνουν;
- ❖ Σε ποια από τις δύο αγορές είναι ανταγωνιστική η παροχή ρευστότητας;
- ❖ Ποια από τις δύο αγορές οδηγεί σε ικανοποιητική ρευστότητα;
- ❖ Σε ποια από τις δύο αγορές παρέχεται επαρκής πληροφόρηση;
- ❖ Ποια αγορά ελκύει το επενδυτικό ενδιαφέρον;

Αυτά είναι σημαντικά θέματα, καθώς η ρευστότητα και επαρκής πληροφόρηση της αγοράς ομολόγων επηρεάζει άμεσα το κόστος κεφαλαίου των επιχειρήσεων που εκδίδουν εταιρικά ομόλογα και τις επενδυτικές ευκαιρίες όσον αφορά το επενδυτικό κοινό.⁹⁸

⁹⁷ Μη κερδοσκοπικός οργανισμός που συγκεντρώνει πόρους με σκοπό την παροχή πρακτικών και αποδοτικών λύσεων κανονιστικής συμμόρφωσης σε πολυεθνικές επιχειρήσεις και εμπορικούς διαμεσολαβητές. Παρέχει αρκετές βασικές υπηρεσίες και προϊόντα, όπως: σύνταξη εκθέσεων, μοντέλα πολιτικών συμμόρφωσης, βάση δεδομένων με τοπικές και διεθνείς νομοθεσίες - συμπεριλαμβανόμενων οδηγιών πρόληψης κατά δωροδοκιών- παροχή εκπαίδευσης κατά άτομο και μέσω διαδικτύου, έρευνες πάνω στις καλύτερες εταιρικές πρακτικές. Σε πολυεθνικές επιχειρήσεις, το TRACE παρέχει μια πρακτική και αποδοτική εναλλακτική πρόταση σε μια ακριβή και χρονοβόρα εταιρική κανονιστική συμμόρφωση. Σε εμπορικούς διαμεσολαβητές, παρέχει συγκριτικό πλεονέκτημα marketing δημιουργώντας μια γέφυρα μεταξύ αυτών και εταιρειών που δραστηριοποιούνται διεθνώς.

⁹⁸ Ενώ στην Ιταλία και τη Γερμανία, οι επενδυτές συχνά τοποθετούνται σε ομόλογα, σε άλλες Ευρωπαϊκές χώρες αυτό το φαινόμενο είναι λιγότερο εμφανές. Σε αυτές τις χώρες η αγορά ομολόγων απευθύνεται κυρίως σε επενδυτές όπου τοποθετούνται έμμεσα σε ομόλογα μέσω αμοιβαίων κεφαλαίων και ασφαλιστικών και συνταξιοδοτικών προγραμμάτων.

Στην μελέτη, αρχικά θα παρουσιασθεί το δείγμα. Θα ακολουθήσουν τα αποτελέσματα της έρευνας και στο τέλος θα προσφερθεί ένα συμπέρασμα ως αφορμή για περαιτέρω ανάλυση.

6.2 Δεδομένα

6.2.1 Παροχή δεδομένων

Για να συνταχθεί η ανάλυση, στηρίχθηκε σε βάση δεδομένων από την International Index Company (IIC) και την International Capital Market Association (ICMA). Τα δεδομένα αφορούν 627 εταιρικά ομόλογα που έχουν εκδοθεί σε ευρώ το 2008, 765 το 2009 και 812 το 2010. Για εταιρικά ομόλογα που έχουν εκδοθεί σε στερλίνες τα δεδομένα αφορούν 539 το 2008, 653 το 2009 και 647 το 2010. Αυτό το δείγμα είναι αρκετά αντιπροσωπευτικό για τις εκδόσεις εταιρικών ομολόγων στην Ευρώπη και απεικονίζει τη δομή της ευρωπαϊκής αγοράς εταιρικών ομολογιακών δανείων.

Από την International Index Company (IIC) λήφθηκαν: το ιστορικό των ημερήσιων συναλλαγών, οι τιμές τέλους ημέρας και οι τιμές προσφοράς και ζήτησης για τα εταιρικά ομόλογα που έχουν εκδοθεί σε ευρώ και τα εταιρικά ομόλογα που έχουν εκδοθεί σε στερλίνα στο δείκτη iBoxx. Αυτά τα ομόλογα αντιπροσωπεύουν τη συντριπτική πλειοψηφία της Ευρωπαϊκής αγοράς εταιρικών ομολόγων. Για το 2008 και 2009, το δείγμα αυτών των ομολόγων έχουν ήδη εκδοθεί αλλά δεν έχουν λήξει πριν το 2010. Στον Πίνακα 6.1 απεικονίζεται το δείγμα που κατανέμεται ως εξής: 627 εταιρικά ομόλογα που έχουν εκδοθεί σε ευρώ το 2008, 765 το 2009 και 812 το 2010. Για τα εταιρικά ομόλογα που έχουν εκδοθεί σε στερλίνα, για το 2008 είναι 539, 653 το 2009 και 647 το 2010.

Οι τιμές προσφοράς και ζήτησης εκφράζονται σε ονομαστική τιμή €100,00 ή £100, εκτός από τις περιπτώσεις των zero-coupons. Για αυτό τον λόγο, εκτός από τα zero-coupons, οι τιμές των ομολόγων στο δείγμα είναι τυπικά μεταξύ 90 και 110. Τα στοιχεία της IIC data δίνουν ξεχωριστά τις τιμές προσφοράς και ζήτησης και το επιτόκιο. Τα τελευταία στοιχεία είναι προκαθορισμένα, ανεξαρτήτως της διακύμανσης των τιμών κατά τη διαπραγμάτευση. Αυτή η λειτουργία παρουσιάζει ασυνέχεια κατά τις ημερομηνίες αποπληρωμής των τόκων. Για αυτό τον λόγο, για να γίνει η εργασία με ομαλές χρονοσειρές, η εστίαση έγινε σε τιμές καθαρές από το επιτόκιο.

Από την ICMA λήφθηκαν δεδομένα συναλλαγών από το TRAX. Όπως φαίνεται στον πίνακα, υπάρχουν δεδομένα συναλλαγών για 637 εταιρικά ομόλογα που έχουν

εκδοθεί σε ευρώ το 2008, 594 το 2004 και 310 το 2010. Για τα εταιρικά ομόλογα που έχουν εκδοθεί σε στερλίνα, οι αντίστοιχοι αριθμοί είναι 543 ομόλογα το 2010, 511 το 2009 και 336 το 2008. Γενικά, το δείγμα έχει 1.180 bonds το 2010, 1.105 το 2009 και 646 το 2008.

Πίνακας 6.1: Αριθμός εταιρικών ομολόγων στο δείγμα

	Αριθμός Εταιρικών ομολόγων που έχουν εκδοθεί σε ευρώ με δεδομένα προσφορών και συναλλαγών		Αριθμός Εταιρικών ομολόγων που έχουν εκδοθεί σε στερλίνα με δεδομένα προσφορών και συναλλαγών	
2008	627	310	539	336
2009	765	594	653	511
2010	812	637	647	543

Για αυτά τα ομόλογα, έχουμε μια πλήρη εικόνα με χαρακτηριστικά των ομολόγων όπως το International Securities Identification Number (ISIN number), η ημερομηνία έκδοσης, η ημερομηνία λήξης και το όνομα της εταιρείας εκδότη και τα στοιχεία συναλλαγής όπως η τιμή, η ποσότητα, εάν είναι αγορά ή πώληση και ένας ανώνυμος κωδικός διαπραγματευτή που παρέχει τη δυνατότητα να υπολογισθούν μερίδια αγοράς.

6.2.2 Μέγεθος έκδοσης

Το δείγμα περιλαμβάνει εκδόσεις εταιρικών ομολόγων μεγαλύτερο ή ίσο των 500 εκ. ευρώ.

6.2.3 Κλάδοι

Οι κλάδοι των εταιρειών που έχουν εκδώσει εταιρικά ομόλογα και έχουν χρησιμοποιηθεί στο δείγμα παρουσιάζονται στον Πίνακα 6.2. Και για τα δύο νομίσματα ο πιο συχνός κλάδος είναι εκείνος των χρηματοοικονομικών, και το βάρος των εταιρικών ομολόγων στο δείγμα είναι πολύ σταθερό μέσα στα έτη (μεταξύ 45% και 46% για το ευρώ και μεταξύ 56% και 60% για τη στερλίνα). Αυτό εναρμονίζεται με το γεγονός ότι τα εταιρικά ομόλογα που εκδίδονται από εταιρείες χρηματοοικονομικών υπηρεσιών κατέχουν τη μερίδα του λέοντος στην Ευρώπη. Επίσης και στα δύο νομίσματα, οι εταιρείες δημόσιας ωφέλειας αντιπροσωπεύουν ένα σταθερό τμήμα του δείγματος, μεταξύ 10% και 13% για το ευρώ και 11% με 13% για τη στερλίνα. Άλλο ένα σημαντικό τμήμα του δείγματος για τα εταιρικά ομόλογα που έχουν εκδοθεί σε ευρώ και εταιρικά ομόλογα που έχουν εκδοθεί σε στερλίνα είναι τα καταναλωτικά αγαθά και τα τρόφιμα. Επίσης για το ευρώ, οι τηλεπικοινωνίες κυμαίνονται μεταξύ του 9% με 13% του δείγματος.

Πίνακας 6.2: Δομή κλάδων του δείγματος των εταιρικών ομολόγων

Εταιρικά ομόλογα σε ευρώ						
	2008		2009		2010	
Πρώτες Ύλες	9	3%	22	4%	22	3%
Καταναλωτικά αγαθά	41	13%	75	13%	76	12%
Υπηρεσίες	15	5%	30	5%	31	5%
Χρηματ/κές	141	45%	267	45%	293	46%
Υπηρεσίες Υγείας	2	1%	5	1%	5	1%
Βιομηχανία	21	7%	44	7%	47	7%
Πετρελαιοειδή	8	3%	20	3%	22	3%
Τεχνολογία	2	1%	2	0%	3	0%
Τηλεπικοινωνίες	39	13%	52	9%	59	9%
Εταιρείες δημόσιας ωφέλειας	32	10%	77	13%	79	12%
	310		594		637	

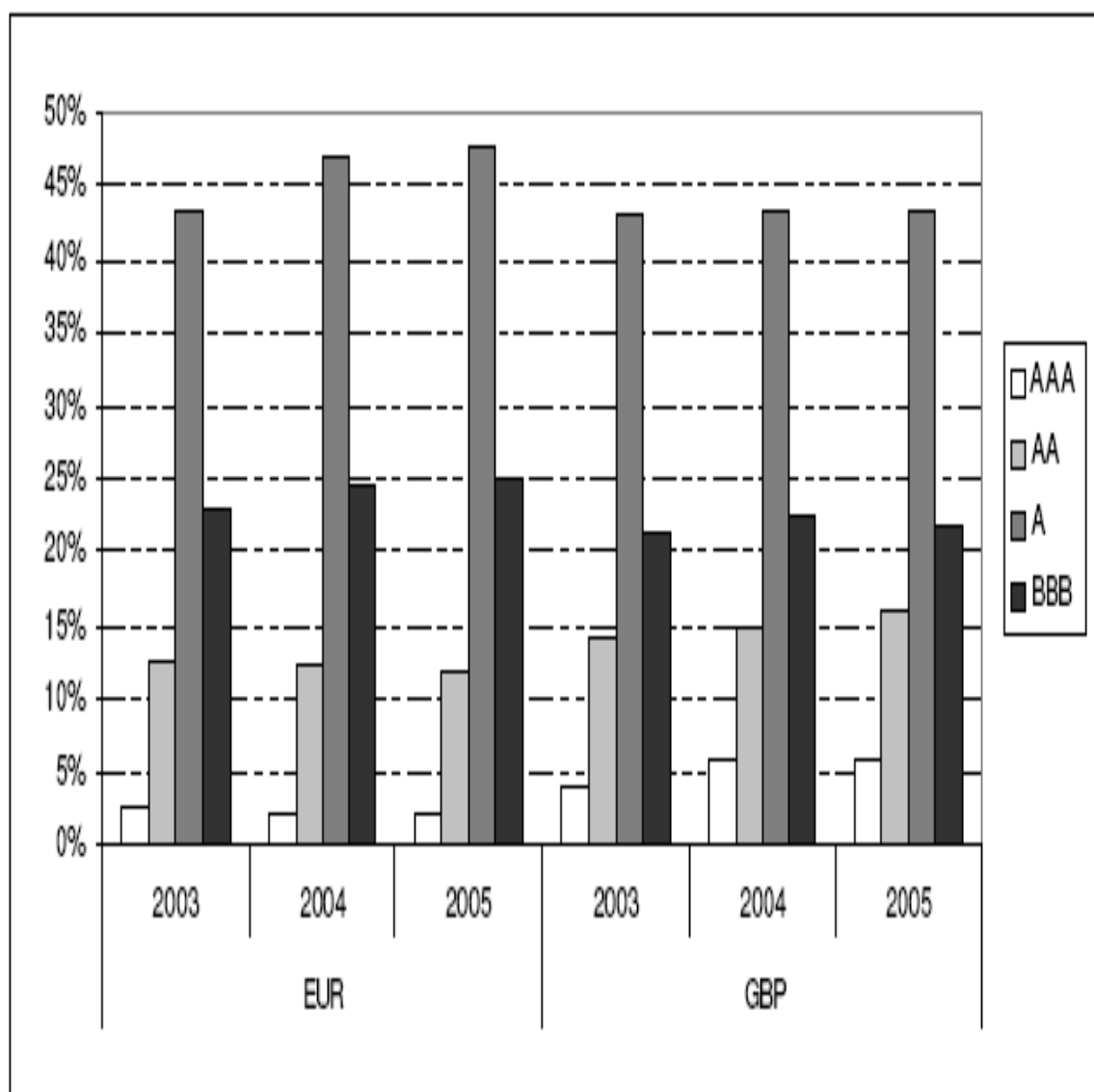
Εταιρικά ομόλογα σε στερλίνες						
	2008		2009		2010	
Πρώτες Ύλες	6	2%	7	1%	7	1%
Καταναλωτικά αγαθά	20	6%	41	8%	42	8%
Υπηρεσίες	38	11%	50	10%	50	9%
Χρηματ/κές	188	56%	300	59%	326	60%
Υπηρεσίες Υγείας	2	1%	2	0%	2	0%
Βιομηχανία	20	6%	24	5%	24	4%
Πετρελαιοειδή	5	1%	13	3%	14	3%
Τεχνολογία	1	0%	1	0%	1	0%
Τηλεπικοινωνίες	13	4%	18	4%	19	3%
Εταιρείες δημόσιας ωφέλειας	43	13%	55	11%	58	11%
	336		511		543	

6.2.4 Λήξη και ταξινόμηση

Στο Διάγραμμα 6.2, εμφανίζεται η δομή της αγοράς εταιρικών ομολογιακών δανείων στη ζώνη του ευρώ και της στερλίνας ανά βαθμό ταξινόμησης από παλαιότερη μελέτη που είχαν εκπονήσει οι Goldstein, Hotchkiss και Sirri το 2005. Η εικόνα αυτής της μελέτης επιβεβαιώνεται και στο δείγμα αυτής της έρευνας καθώς και για τα δύο νομίσματα, τα εταιρικά ομόλογα με ταξινόμηση A εμφανίζονται με μεγαλύτερη συχνότητα με διαφορά και είναι σταθερή τιμή στη διάρκεια των ετών στο δείγμα. Τα επόμενα είναι εταιρικά ομόλογα τάξης BBB, ξανά και για τα δύο νομίσματα και στη διάρκεια των ετών του δείγματος. Έπονται τα εταιρικά ομόλογα τάξης AA. Τα λιγότερο συχνά είναι εκείνα της τάξης AAA. Η συχνότητά τους είναι λίγο υψηλότερα στο δείγμα που αφορά εταιρικά ομόλογα που έχουν εκδοθεί σε στερλίνα από εκείνα που έχουν εκδοθεί σε ευρώ. Ο Πίνακας 6.3 προσφέρει επιπρόσθετη πληροφόρηση στη δομή της λήξης των εταιρικών ομολόγων του δείγματος. Για τα

εταιρικά ομόλογα που έχουν εκδοθεί σε ευρώ οι πιο συχνές λήξεις είναι 2, 3, 4, 5 και 6 έτη, καθώς και 10 έτη. Αγνοώντας τα 11 εταιρικά ομόλογα με λήξη άνω των 20 ετών, η μέση λήξη των εταιρικών ομολόγων που έχουν εκδοθεί σε ευρώ στο δείγμα της IIC είναι 6 έτη. Για τα εταιρικά ομόλογα που έχουν εκδοθεί σε στερλίνα, οι πιο συχνές λήξεις είναι 10 έτη, 15 έτη και 20 έτη. Για αυτό τον λόγο, τα εταιρικά ομόλογα που έχουν εκδοθεί σε στερλίνα τείνουν να έχουν μεγαλύτερες λήξεις από εκείνες των εταιρικών ομολόγων που έχουν εκδοθεί σε ευρώ. Αγνοώντας τα 59 εταιρικά ομόλογα με λήξη άνω των 20 ετών, η μέση λήξη των εταιρικών ομολόγων που έχουν εκδοθεί σε στερλίνα στο δείγμα της IIC είναι 9 έτη.

Διάγραμμα 6.2: Εταιρικά ομόλογα ανά βαθμό ταξινόμησης



Πίνακας 6.3: Δομή ανά λήξη και ταξινόμηση στο δείγμα των εταιρικών ομολόγων το 2010⁹⁹

Εταιρικά ομόλογα σε ευρώ										
	AAA	AA	A	BBB	AAA/A	AA/A	A/A	A/BBB		ΣΥΝΟΛΑ
					Δ		Δ	BBB/Δ		
1	2 (1)	6 (3)	18 (6)	17 (8)	0	0	1	0	0	44 (18)
2	5 (4)	12 (11)	36 (25)	32 (27)	1	0	0	0	4	90 (72)
3	6 (4)	13 (10)	34 (23)	22 (16)	0	0	2	1	6	84 (59)
4	2 (1)	20 (16)	46 (45)	25 (24)	1	0	0	0	4	98 (88)
5	4 (3)	15 (13)	45 (37)	21 (19)	0	0	1	1	4	91 (77)
6	0 (0)	13 (10)	40 (35)	27 (21)	1	0	2	1	4	88 (71)
7	1 (1)	8 (2)	43 (32)	21 (15)	1	0	0	1	4	79 (53)
8	0 (0)	8 (6)	24 (21)	4 (4)	0	0	0	1	1	38 (32)
9	1 (0)	10 (9)	33 (32)	15 (14)	1	0	1	0	1	62 (59)
10	1 (1)	12 (7)	60 (45)	16 (12)	0	0	0	0	2	91 (67)
15	0 (0)	3 (3)	14 (13)	6 (5)	0	1	0	0	1	25 (22)
20	0 (0)	4 (1)	8 (7)	2 (1)	0	0	0	0	0	14 (9)
20 και άνω	0 (0)	2 (1)	3 (3)	4 (3)	0	0	0	0	2	11 (9)
ΣΥΝΟ	22 (16)	126 (92)	404 (324)	212 (169)	5	1	7	5	33	815 (636)

Εταιρικά ομόλογα σε στερλίνες										
	AA	AA	A	BBB	AAA/AA	AA/A	A/AA	A/BB	BBB/	ΣΥΝΟΛΑ
	Δ							B	Δ	
1	0	4 (3)	7 (5)	3 (2)	0	0	0	0	0	14 (10)
2	3	17 (16)	19 (17)	16 (13)	0	1	0	0	0	56 (50)
3	5	9 (7)	18 (15)	11 (10)	0	0	0	1	1	45 (39)
4	2	17 (15)	15 (15)	11 (9)	2	0	0	1	0	48 (44)
5	3	11 (9)	23 (19)	10 (10)	1	0	1	0	0	49 (43)
6	2	9 (6)	19 (17)	9 (6)	0	1	2	0	2	44 (33)
7	1	8 (6)	7 (6)	9 (9)	1	0	0	0	0	26 (23)
8	0	4 (3)	11 (10)	10 (7)	1	0	0	0	1	27 (22)
9	1	8 (5)	5 (5)	13 (13)	0	0	0	0	0	27 (24)
10	2	6 (6)	40 (33)	23 (17)	1	0	0	2	0	74 (61)
15	5	13 (12)	50 (44)	31 (21)	2	0	1	2	3	107 (88)
20	3	9 (6)	45 (40)	16 (15)	0	1	0	0	0	74 (65)
20 και άνω	10 (7)	10 (5)	29 (22)	7 (6)	0	1	0	0	2	59 (43)
ΣΥΝΟ	37 (34)	125 (99)	288 (248)	169 (138)	8	4	4	6	9	650 (545)

⁹⁹ Οι πρώτες 4 στήλες (AAA, AA, A και B) αναφέρονται σε εταιρικά ομόλογα που κρατούν την ίδια αξιολόγηση από τον Ιανουάριο μέχρι και τον Σεπτέμβριο του 2010. Σε κάθε κελί, ο πρώτος αριθμός είναι ο αριθμός των εταιρικών ομολόγων στο δείγμα της IIC, ενώ ο δεύτερος αριθμός (στις παρενθέσεις) είναι ο αριθμός των εταιρικών ομολόγων στο δείγμα της TRAX.

Οι επόμενες 4 στήλες (AA έως A, A έως AA, A έως BBB και BBB έως A) αναφέρονται σε εταιρικά ομόλογα στο δείγμα IIC που άλλαξαν ταξινόμηση κατά τη χρονική διάρκεια του δείγματος. Στην τελευταία γραμμή και την τελευταία στήλη, ο πρώτος αριθμός είναι ο αριθμός των εταιρικών ομολόγων στο δείγμα της IIC, ενώ ο δεύτερος αριθμός (στις παρενθέσεις) είναι ο αριθμός των εταιρικών ομολόγων στο δείγμα της TRAX.

Γενικά, αυτά τα στατιστικά στοιχεία δείχνουν ότι το δείγμα είναι σχετικά ευρύ και αρκετά αντιπροσωπευτικό της ευρωπαϊκής αγοράς εταιρικών ομολόγων. Επίσης, η δομή της λήξης, των επιχειρηματικών κλάδων και της ταξινόμησης των εταιρικών ομολόγων είναι αρκετά σταθερή στη διάρκεια των ετών.

6.3 Εμπειρικά αποτελέσματα

6.3.1 Επενδυτική δραστηριότητα

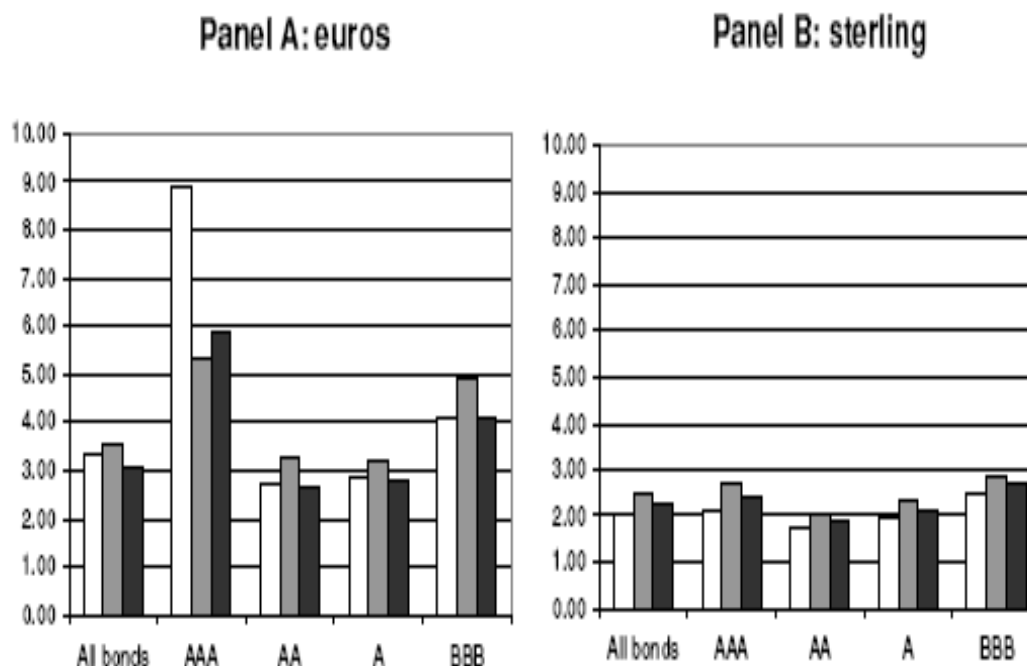
Σε αυτό το σημείο αναφέρονται τα ευρήματα στον αριθμό και το ύψος των συναλλαγών από τη βάση δεδομένων TRAX, το 2009 και 2010. Κατά την έρευνα προέκυψε ότι ο μέσος αριθμός διαπραγμάτευσης ανά ομόλογο και ανά ημέρα είναι περίπου 3 για εταιρικά ομόλογα που έχουν εκδοθεί σε ευρώ και 2 για εταιρικά ομόλογα που έχουν εκδοθεί σε στερλίνα. Για τα εταιρικά ομόλογα που έχουν εκδοθεί σε ευρώ το μέσο μέγεθος συναλλαγών είναι περίπου ένα εκατομμύριο ευρώ. Για τα εταιρικά ομόλογα που έχουν εκδοθεί σε στερλίνα το αντίστοιχο μέγεθος είναι περίπου 800.000 στερλίνες. Η διαπραγματευτική δραστηριότητα είναι σταθερή στη χρονική διάρκεια που καλύπτει το δείγμα.

6.3.1.1 Ημερήσιος αριθμός συναλλαγών

Για κάθε εταιρικό ομόλογο στο δείγμα TRAX, χρησιμοποιώντας δεδομένα του 2009 και 2010, υπολογίζεται ο μέσος αριθμός συναλλαγών ανά ημέρα. Ο μέσος όρος, στα εταιρικά ομόλογα που έχουν εκδοθεί σε ευρώ, είναι 3,37 το 2008, 3,56 το 2009 και 3,07 το 2010. Αντίστοιχα, στα εταιρικά ομόλογα που έχουν εκδοθεί σε στερλίνα, ο μέσος όρος είναι 2,07 το 2008, 2,51 το 2009 και 2,23 το 2010. Ο μέγιστος μέσος ημερήσιος αριθμός συναλλαγών είναι πάνω από 50 για τα εταιρικά ομόλογα σε ευρώ και ποικίλει από 10 σε 33 για τα ομόλογα σε στερλίνα. Όπως είναι ορατό και στο Διάγραμμα 6.3, η σχέση μεταξύ του μέσου ημερήσιου αριθμού συναλλαγών και της ταξινόμησης ενός εταιρικού ομολόγου είναι σχήματος U και για τα δύο νομίσματα.

Τα ομόλογα τάξης AAA και BBB είναι εκείνα με τις περισσότερες συναλλαγές, ενώ τα ομόλογα τάξης AA και A είναι εκείνα με τις λιγότερες συναλλαγές. Αυτό θα μπορούσε να αντανακλά την αλληλεπίδραση των δύο αντισταθμισμένων επιδράσεων. Από τη μία πλευρά, υψηλή ταξινόμηση μπορεί να αυξήσει την ρευστότητα μειώνοντας τις δυσμενείς επιλογές. Από την άλλη πλευρά, πληροφόρηση που επηρεάζει την αξία των ομολόγων υψηλού ρίσκου είναι αρκετά συχνή και αυτός ο

Διάγραμμα 6.3: Μέσος αριθμός συναλλαγών ανά ημέρα



λόγος οδηγεί σε υψηλή επενδυτική δραστηριότητα. Τελικά, και για τα δύο νομίσματα και για όλες τις βαθμίδες ταξινόμησης, δεν υπάρχουν ξεκάθαρες διαφορές στη διάρκεια των ετών σε όρους μέσου αριθμού συναλλαγών σε εταιρικά ομόλογα.

Πίνακας 6.4: Μέσος αριθμός συναλλαγών ανά λήξη

	EUR			GBP		
	2008	2009	2010	2008	2009	2010
1	18,11	31,87	10,75		6,30	2,42
2		6,44	5,22		4,72	2,58
3	9,58	7,57	8,76	1,90	4,12	2,73
4	5,95	4,13	4,00	2,17	2,66	2,26
5	7,68	7,36	5,73	3,02	3,67	2,99
6	3,87	4,47	3,56	3,20	3,76	4,32
7	4,81	5,28	4,28	2,96	3,32	3,35
8	3,33	3,00	2,76	2,04	2,19	2,33
9	4,70	3,62	3,33	2,57	3,53	2,97
10	6,84	6,91	5,06	2,33	3,49	3,61
15	3,44	4,84	4,43	2,23	3,86	2,63
20		9,71	6,03	1,96	2,91	2,31
25	12,46	12,63	14,32	2,47	2,82	3,00

Ο Πίνακας 6.4 δείχνει πώς ο μέσος αριθμός συναλλαγών ποικίλει ανά λήξη. Για τα εταιρικά ομόλογα ανά ευρώ, η σχέση μεταξύ του όγκου συναλλαγών και της λήξης τείνει να έχει το σχήμα U. Τα εταιρικά ομόλογα με μικρή λήξη καθώς και εκείνα μακράς λήξης έχουν μεγάλο αριθμό συναλλαγών. Τα ομόλογα μέσης λήξης έχουν μικρότερο

αριθμό συναλλαγών. Για τα εταιρικά ομόλογα σε στερλίνα δεν υπάρχει κάποιο ισχυρό πρότυπο αν και τα ομόλογα διάρκειας 5 ή 10 ετών τείνουν να έχουν πιο μεγάλο αριθμό συναλλαγών. Η σύνδεση μεταξύ λήξης και αριθμού συναλλαγών μπορεί να αντανακλά μερικές πελατειακές επιδράσεις. Μερικοί επενδυτές να διακρατούν ομόλογα ορισμένης λήξης, για παράδειγμα 10 ετών. Άλλοι επενδυτές, επιλέγουν να διακρατούν ομόλογα ορισμένης λήξης λόγω της δομής του Ισολογισμού τους. Για παράδειγμα, οι εταιρείες ασφαλειών ζωής μπορεί να θεωρούν ως άριστη λύση να διαμορφώνουν το χαρτοφυλάκιο τους μέσω μακροπρόθεσμων ομολόγων. Αυτές οι αντιλήψεις σχετικά με τη δομή του χαρτοφυλακίου θα επηρεάσει τις συναλλαγές αναφορικά με τις λήξεις των ομολόγων στην αγορά ομολόγων. Είναι πιθανό ότι διαφορετικές πελατειακές επιδράσεις οδηγούν σε διαφορετικά πρότυπα επενδυτικής δραστηριότητας σε εταιρικά ομόλογα σε ευρώ και στερλίνα.

6.3.1.2 Μέγεθος συναλλαγών

Για κάθε ομόλογο στο δείγμα TRAX, υπολογίζεται ο μέσος όρος όλων των μεγεθών συναλλαγών. Έπειτα μελετάται η διανομή αυτού του μέσου όρου σε όλα τα εταιρικά ομόλογα. Τα αποτελέσματα εμφανίζονται στον Πίνακα 6.5. Τα μέσα μεγέθη συναλλαγών είναι αρκετά μεγάλα, τυπικά γύρω στο ποσό του €1.000.000,00 ή των £800.000. Τα μέσα μεγέθη συναλλαγών είναι λίγο μεγαλύτερα στα εταιρικά ομόλογα σε στερλίνες από ότι στα εταιρικά ομόλογα σε ευρώ. Επίσης, τα μεγέθη συναλλαγών έχουν αυξητική τάση με το κίνδυνο μη αποπληρωμής. Οι πιο δύσκολες συναλλαγές, σε ομόλογα υψηλού κινδύνου, τείνουν να είναι πιο μαζικές.

6.3.1.3 Συνολικός μέσος όγκος συναλλαγών ανά εταιρικό ομόλογο

Ενώ οι συναλλαγές είναι περισσότερες σε εταιρικά ομόλογα που έχουν εκδοθεί σε ευρώ, το μέγεθος των εξατομικευμένων συναλλαγών είναι μικρότερο. Ποια από τις δύο επιδράσεις κυριαρχεί όταν υπολογίζεται ο συνολικός όγκος συναλλαγών;

Για να απαντηθεί το ερώτημα, υπολογίζεται ο συνολικός μέσος όγκος συναλλαγών ανά ημέρα για εταιρικά ομόλογα σε ευρώ και σε εταιρικά ομόλογα σε στερλίνα. Έπειτα, διαιρείται ο κάθε μέσος όρος με τον αριθμό των εταιρικών ομολόγων του δείγματος για καθένα από τα δύο νομίσματα. Τα αποτελέσματα στον Πίνακα 6.6. Για τα εταιρικά ομόλογα σε ευρώ, ο μέσος όγκος συναλλαγών ανά ημέρα και ανά ομόλογο κυμαίνεται τυπικά μεταξύ του ποσού των €3.500.000,00 και 4.200.

Πίνακας 6.5: Μέσο μέγεθος συναλλαγών στο δείγμα TRAX

Εταιρικά ομόλογα σε στερλίνες				
	Μέσο μέγεθος συναλλαγών	Ελάχιστος αριθμός	Μέσος αριθμός	Μέγιστος αριθμός
2008				
Όλα τα ομόλογα	743,184	72,749	733,244	1,682,080
AAA	1,016,285	365,282	987,700	1,623,061
AA	730,820	219,333	661,935	1,581,384
A	766,714	72,749	791,641	1,682,080
BBB	662,568	162,207	644,441	1,412,339
2009				
Όλα τα ομόλογα	867,867	48,961	818,905	2,411,575
AAA	767,750	191,849	524,490	2,411,575
AA	779,747	115,201	680,751	1,867,004
A	948,428	48,961	940,260	2,317,812
BBB	775,764	171,989	778,019	2,378,477
2010				
Όλα τα ομόλογα	872,151	49,901	813,509	3,692,000
AAA	749,951	96,941	578,458	1,861,564
AA	689,775	86,547	521,710	3,692,000
A	965,488	49,901	902,643	2,558,591
BBB	846,782	131,469	765,174	3,110,000
Εταιρικά ομόλογα σε ευρώ				
	Μέσο μέγεθος συναλλαγών	Ελάχιστος αριθμός	Μέσος αριθμός	Μέγιστος αριθμός
2008				
Όλα τα ομόλογα	955,620	132,169	880,454	4,300,000
AAA	409,836	203,786	296,557	904,872
AA	791,010	172,424	576,209	2,300,000
A	1,017,366	296,302	932,036	2,656,500
BBB	933,737	132,169	866,147	3,207,456
2009				
Όλα τα ομόλογα	1,020,534	101,658	941,119	3,560,778
AAA	464,536	106,047	331,948	1,498,957
AA	891,382	131,019	646,501	3,026,689
A	1,068,225	122,988	967,422	3,560,778
BBB	1,041,011	101,658	978,335	2,650,368
2010				
Όλα τα ομόλογα	949,388	117,961	893,355	2,830,033
AAA	383,170	117,961	382,158	1,124,852
AA	771,348	131,643	564,211	2,359,688
A	1,006,750	122,814	947,353	2,830,033
BBB	998,751	190,680	914,511	2,361,513

Τα αντίστοιχα νούμερα για τα εταιρικά ομόλογα σε στερλίνα είναι £700.000 και 1.000.000. Η κατάταξη των δύο νομισμάτων σε όρους όγκου ανά ομόλογο είναι η ίδια για όλες τις βαθμίδες ταξινόμησης και για όλες τις λήξεις. Για αυτό τον λόγο, η γενική επενδυτική δραστηριότητα είναι χαμηλότερη στην αγορά εταιρικών ομολόγων σε στερλίνα.

Πίνακας 6.6: Συνολικός όγκος συναλλαγών ανά ημέρα και μέσος όγκος συναλλαγών ανά ημέρα ανά ομόλογο στο δείγμα

	€ εταιρικά ομόλογα σε €	£ εταιρικά ομόλογα σε £	£ εταιρικά ομόλογα σε €
2008			
Συνολικός όγκος	1.290.290.150	252.726.486	375.475.741
Όγκος ανά ομόλογο	148.843	696.216	1.034.368
2009			
Συνολικός όγκος	2.129.395.545	536.046.873	796.404.839
Όγκος ανά ομόλογο	3.590.886	1.049.015	1.558.522
2010			
Συνολικός όγκος	2.154.136.645	523.466.377	777.713.996
Όγκος ανά ομόλογο	3.387.007	964.026	1.432.254

6.3.2 Περιθώρια (spreads)

Σε αυτό το σημείο, αναφέρονται τα ευρήματα στα περιθώρια από τη βάση δεδομένων IIC. Δηλώνονται οι τιμές προσφοράς και ζήτησης τέλους ημέρας των ομολόγων i ανά ημέρα t , $A_{i,t}$ και $B_{i,t}$ αντίστοιχα¹⁰⁰. Το μέσο περιθώριο (midquote) τέλους ημέρας για ένα ομόλογο εκείνη την ημέρα είναι:

$$M_{i,t} = (A_{i,t} + B_{i,t})/2, \quad (1)$$

Και το αναλογικό περιθώριο (quoted spread) είναι:

$$S_{i,t} = (A_{i,t} - B_{i,t})/M_{i,t}. \quad (2)$$

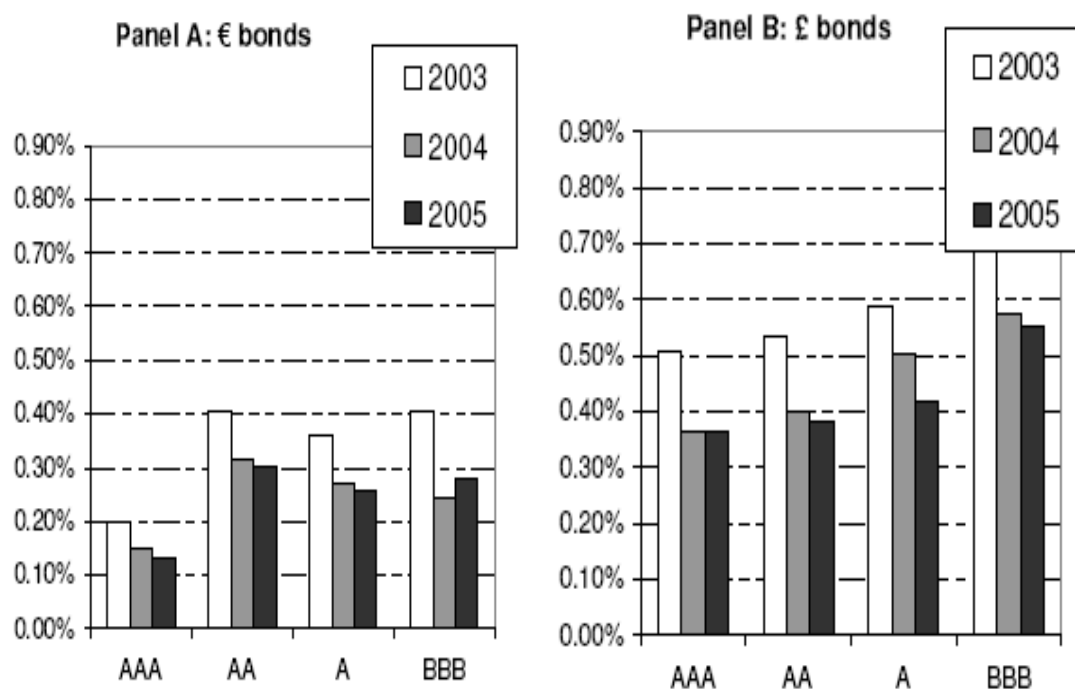
Στηριζόμενοι στη βάση δεδομένων IIC, υπολογίζεται για κάθε ομόλογο και κάθε ημέρα το αναλογικό περιθώριο στο κλείσιμο της ημέρας. Για κάθε ομόλογο στο δείγμα IIC, υπολογίζεται το μέσο περιθώριο. Έπειτα μελετάται η διανομή αυτού του μέσου όρου σε όλα τα ομόλογα.

¹⁰⁰ Hotchkiss, E., and T. Ronen (2002), 'The Informational Efficiency of the Corporate Bond Market: An intraday Analysis.' *Review of Financial Studies*, 15, pp 1325-1354.

6.3.2.1 Ευρήματα

Στο διάγραμμα 6.4 απεικονίζονται συμπεράσματα παλαιότερης έρευνας των Goldstein, Hotchkiss και Sirri το 2005. Η παρούσα μελέτη επιβεβαιώνει αυτά τα συμπεράσματα καθώς έδειξε ότι τα περιθώρια είναι πολύ πιο περιορισμένα για τα εταιρικά ομόλογα σε ευρώ σε σχέση με τα εταιρικά ομόλογα σε στερλίνα. Αυτό επικρατεί για όλες τις βαθμίδες ταξινόμησης και για όλο το χρονικό διάστημα του δείγματος. Η διαφορά μπορεί να είναι οικονομικά πολύ σημαντική. Για παράδειγμα, το 2010, για τα εταιρικά ομόλογα τάξης AAA, το μέσο περιθώριο είναι 0,13% για τα εταιρικά ομόλογα σε ευρώ και 0,36% για τα εταιρικά ομόλογα σε στερλίνα.

Διάγραμμα 6.4: Μέσο αναλογικό περιθώριο ανά ταξινόμηση

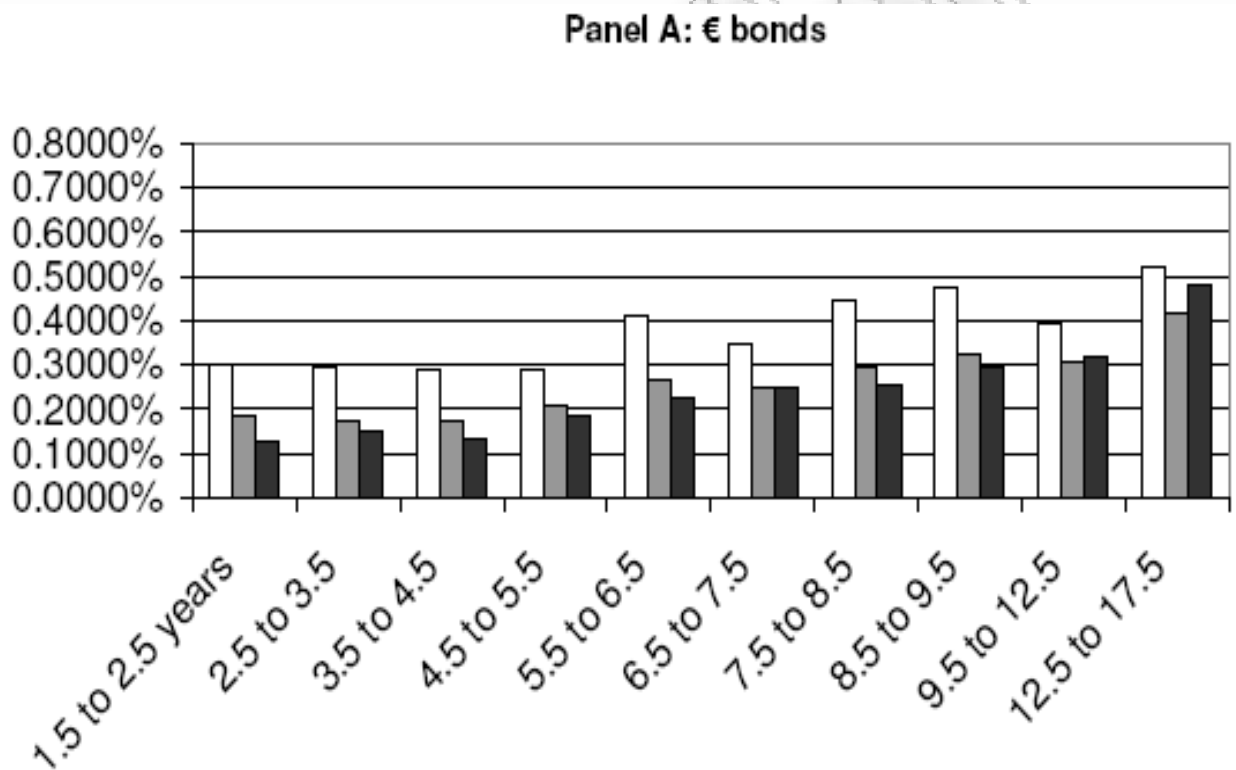


Για τα εταιρικά ομόλογα σε στερλίνα, τα μέσα περιθώρια αυξάνονται με τον ίδιο ρυθμό καθώς τα ομόλογα υποβαθμίζονται. Αυτό δεν ισχύει για τα εταιρικά ομόλογα που έχουν εκδοθεί σε ευρώ. Για αυτά τα ομόλογα, τα περιθώρια είναι περιορισμένα για την ταξινόμηση AAA, όπως επίσης και για τις ταξινομήσεις AA, A και BBB.

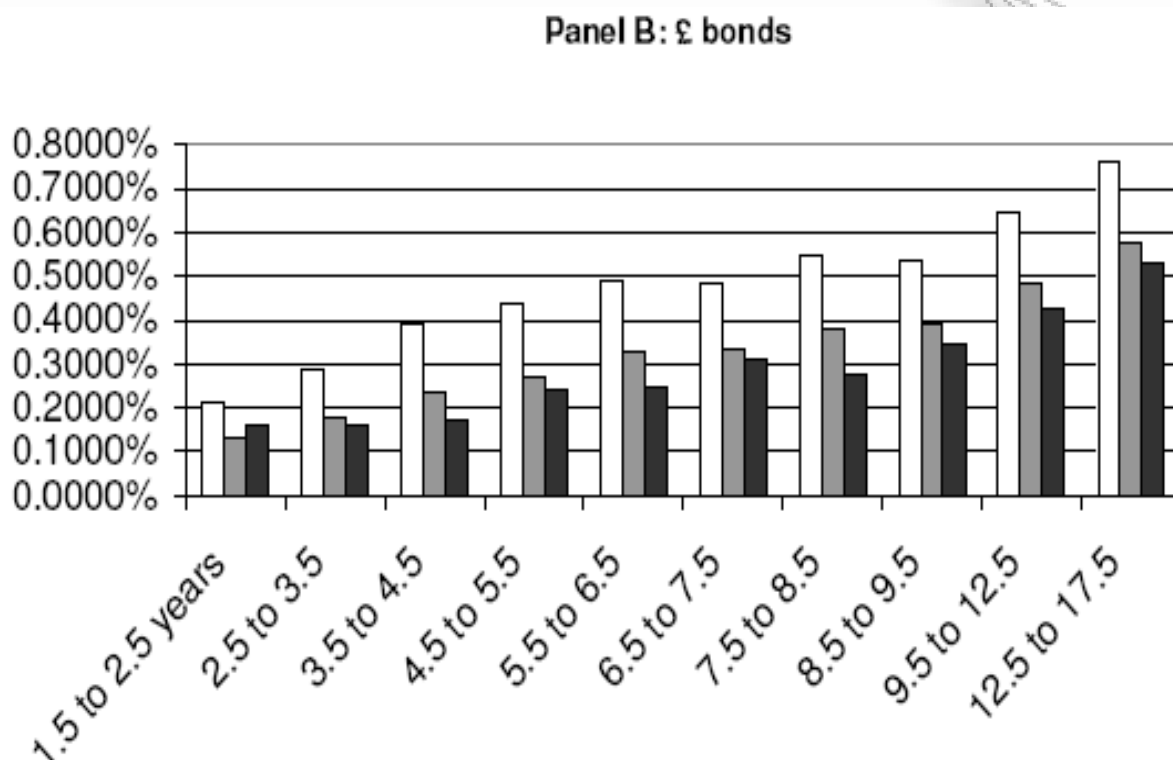
Στα διαγράμματα 6.5α και 6.5β παρουσιάζονται το μέσο περιθώριο, σε κάθε νόμισμα, ανά λήξη, ανά έτη λήξης από την ημέρα του δείγματος ως την εξαργύρωση του ομολόγου. Και για τα δύο νομίσματα και για όλο το χρονικό διάστημα του δείγματος, τα μέσα περιθώρια τείνουν να αυξάνουν με τη λήξη, αλλά αυτό δηλώνεται περισσότερο

στα εταιρικά ομόλογα που έχουν εκδοθεί σε στερλίνα, παρά στα εταιρικά ομόλογα που έχουν εκδοθεί σε ευρώ. Τα τελευταία έχουν χαμηλότερο μέσο περιθώριο σε σύγκριση με τα εταιρικά ομόλογα σε ευρώ, για όλες τις λήξεις μεταξύ των 3,5 και 17,5 ετών και αυτή η ταξινόμηση είναι σταθερή μέσα στο χρονικό διάστημα του δείγματος. Για μικρότερες λήξεις, κάτω από 3,5 έτη, η ταξινόμηση μεταξύ των δύο νομισμάτων είναι ασαφής.

Διάγραμμα 6.5α: Μέσο περιθώριο ανά λήξη εταιρικών ομολόγων σε ευρώ



Διάγραμμα 6.5β: Μέσο περιθώριο ανά λήξη εταιρικών ομολόγων σε στερλίνα



6.3.2.2 Αποτελέσματα

Τα παραπάνω αποτελέσματα δείχνουν ότι τα περιθώρια (spreads) στην ευρωπαϊκή αγορά εταιρικών ομολόγων ποικίλουν. Ο κίνδυνος αυξάνει με τη διάρκεια ενός ομολόγου, όπως απεικονίζεται από τη λήξη, και τον πιστωτικό κίνδυνο, όπως απεικονίζεται από την ταξινόμηση. Συνεπώς, τα περιθώρια προσφοράς – ζήτησης στην ευρωπαϊκή αγορά εταιρικών ομολόγων αυξάνουν με τη λήξη και μειώνονται με την πιστοληπτική αξιολόγηση. Το εύρημα αφορά και την αγορά ομολόγων της Η.Π.Α., το οποίο αποκαλύπτει ότι η δευτερογενής αγορά ομολόγων δεν είναι ριζοσπαστικά διαφορετική στην Ευρώπη και τις Η.Π.Α¹⁰¹.

Η έρευνα έδειξε ότι είναι ουσιώδεις οι τιμές προσφοράς και ζήτησης που παρέχονται από το IIC και επίσης οι τιμές αγοράς ποικίλουν σε συνάρτηση με το κόστος και για αυτό δεν είναι απολύτως συμβατές με τις δυνάμεις της αγοράς. Αυτό έρχεται σε αντίθεση με σχετική έρευνα που είχαν πραγματοποιήσει οι Chen και Ritter το 2000. Σε αυτή την έρευνα τα περιθώρια βρέθηκαν να είναι συνεχή, ανεξάρτητα από μεταβολές στις οικονομικές μεταβλητές που καθορίζουν το κόστος διαμεσολάβησης. Αυτό

¹⁰¹ Έγγραφο από σχετική μελέτη των Edwards, Harris και Piwowar (2004) και Goldstein, Hotchkiss και Sirri (2005)

ερμηνεύθηκε ως παρατήρηση ότι τα περιθώρια αντανακλούν κάποιας μορφής συμπαιγνία και όχι ότι επηρεάζονται από οριακά κόστη.

Εκτός από τις μικρές λήξεις, τα μέσα περιθώρια είναι πιο περιορισμένα στα εταιρικά ομόλογα σε ευρώ σε σχέση με τα εταιρικά ομόλογα σε στερλίνα. Αυτό το συμπέρασμα που αφορά τις περισσότερες λήξεις και όλες τις διαβαθμίσεις ταξινόμησης συνεπάγεται ότι η γενική διαφορά μεταξύ περιθωρίων σε € και £ δεν επηρεάζεται από διαφορές μεταξύ των δύο δειγμάτων από το IIC και το TRAX σε όρους λήξης και ταξινόμησης. Αυτό το εύρημα που βασίζεται σε δεδομένα του IIC, είναι σε συνάρτηση με τα δεδομένα συναλλαγών από το TRAX όπου η συναλλακτική δραστηριότητα είναι μεγαλύτερη για τα εταιρικά ομόλογα σε ευρώ. Και οι δύο βάσεις δεδομένων επαληθεύουν ότι η αγορά εταιρικών ομολόγων σε ευρώ είναι μεγαλύτερη και παρουσιάζει μεγαλύτερη ρευστότητα από την αγορά εταιρικών ομολόγων σε στερλίνα. Υπάρχουν περισσότεροι επενδυτές που επιθυμούν να τοποθετηθούν στην πρώτη αγορά από ότι στη δεύτερη. Αυτό το γεγονός αυξάνει τη συναλλακτική συχνότητα και αντίστοιχα τις συναλλακτικές εργασίες. Έτσι, η αγορά εταιρικών ομολόγων σε ευρώ προσελκύει περισσότερους επαγγελματίες. Επίσης, ενδυναμώνει την ικανότητα των διαμεσολαβητών να διαχειρίζονται τις θέσεις τους. Και τα δύο φαινόμενα μειώνουν τα περιθώρια.

6.3.3 Αποτελεσματικά περιθώρια (Effective spreads)

Σε αυτό το σημείο θα αναφερθούν τα ευρήματα στα αποτελεσματικά περιθώρια, σε στοιχεία από τη βάση δεδομένων του (IIC) και τη βάση δεδομένων συναλλαγών του TRAX.

6.3.3.1 Μέθοδος¹⁰²

Θεωρούμε το ομόλογο i στην ημέρα ως t . Επικεντρώνουμε στις περιπτώσεις υπάρχει τουλάχιστον μια συναλλαγή κατά τη διάρκεια της ημέρας. Θεωρούμε την n^{th} συναλλαγή που αναφέρεται για το ομόλογο στην ημέρα t στη βάση δεδομένων TRAX. Δηλώνεται η τιμή συναλλαγής από: $P_{i,n,t}$ ο όγκος συναλλαγής από $X_{i,n,t}$ και το είδος συναλλαγής από: $Z_{i,n,t}$ (η τελευταία παράμετρος παίρνει την τιμή 1 εάν ο πελάτης αγοράσει από τον

¹⁰² Bruno Biais, Fani Declerck, James Dow, Richard Portes, Ernst-Ludwig von Thadden, 2006, European Corporate Bond Markets: transparency, liquidity, efficiency.

διαμεσολαβητή και -1 εάν ο πελάτης πουλήσει στον διαμεσολαβητή.) Τέλος, δηλώνεται η βασική αξία του ομολόγου i ως v_i . Αυτό είναι το ρίσκο προσαρμοσμένης αναμενόμενης προεξοφλημένης αξίας των ταμειακών ροών του ομολόγου. Λίγο πριν τη συναλλαγή n^{th} στο ομόλογο i στην ημέρα t , η προσδοκία από την αγορά της βασικής αξίας του ομολόγου είναι:

$$V_{i,n,t} = E[v_i | H_{i,n,t}],$$

Όπου $H_{i,n,t}$ είναι η πληροφόρηση της αγοράς λίγο πριν τη συναλλαγή. Το αποτελεσματικό μισό περιθώριο για αυτή τη συναλλαγή είναι:

$$Z_{i,n,t} (P_{i,n,t} - V_{i,n,t}). \quad (3)$$

Αυτό είναι δύσκολο να μετρηθεί δεδομένου ότι η βασική αξία δεν είναι παρατηρήσιμη. Για να αντιμετωπιστεί αυτό το πρόβλημα, χρησιμοποιείται το μέσο περιθώριο ως προσέγγιση για την αξία. Πιο συγκεκριμένα, υποθέτουμε ότι:

$$M_{i,t-1} = E[v_i | H_{t-1}] = E(V_{i,n,t} | H_{t-1}), \quad (4)$$

όπου H_{t-1} είναι η πληροφόρηση της αγοράς στο τέλος της ημέρας $t-1$. Ως εκ τούτου,

$$V_{i,n,t} = M_{i,t-1} + \varepsilon_{i,n,t},$$

όπου $\varepsilon_{i,n,t}$ είναι η πληροφοριακή καινοτομία από το τέλος της ημέρας $t-1$ μέχρι τη στιγμή της συναλλαγής n^{th} τη μέρα t ($E(\varepsilon_{i,n,t} | H_{t-1}) = 0$.) Ως εκ τούτου, το αποτελεσματικό μισό περιθώριο μπορεί να απεικονισθεί ως ακολούθως:

$$Z_{i,n,t} (P_{i,n,t} - M_{i,t-1}) + Z_{i,n,t} \varepsilon_{i,n,t}$$

Σημείωση:

$$\begin{aligned} E[Z_{i,n,t} (P_{i,n,t} - V_{i,n,t})] &= E[E\{Z_{i,n,t} (P_{i,n,t} - V_{i,n,t}) | H_{t-1}\}] = E[E\{Z_{i,n,t} (P_{i,n,t} - M_{i,t-1}) + Z_{i,n,t} \varepsilon_{i,n,t} | H_{t-1}\}] \\ &= E[E\{Z_{i,n,t} (P_{i,n,t} - M_{i,t-1}) | H_{t-1}\}] = E[Z_{i,n,t} (P_{i,n,t} - M_{i,t-1})]. \end{aligned}$$

Έτσι, έχουμε:

$$EA[Z_{i,n,t} (P_{i,n,t} - M_{i,t-1})] \quad (5)$$

Είναι μια αμερόληπτη εκτίμηση του αποτελεσματικού μισού περιθωρίου (effective half spread). Για να υπολογισθεί αυτή η εκτίμηση χρησιμοποιούνται δεδομένα από το TRAX ($Z_{i,n,t}$ και $P_{i,n,t}$) και δεδομένα από το IIC για να υπολογισθεί το $M_{i,t-1}$

Μερικά εταιρικά ομόλογα στα δεδομένα έχουν διαφορετικά επίπεδα τιμών σε σχέση με άλλα. Για παράδειγμα, ενώ οι περισσότερες τιμές στα δεδομένα είναι περίπου 100 ως ονομαστική αξία, υπάρχουν και zero-coupons, με τιμές πολύ χαμηλότερες από 100. Για να επιβεβαιωθεί η συγκρισιμότητα των αποτελεσμάτων σε όλα τα εταιρικά ομόλογα με πιθανά διαφορετικά επίπεδα τιμών, ομαλοποιήθηκαν οι μεταβλητές από την προηγούμενη ημέρα.

Πίνακας 6.7: Αποτελεσματικό μέσο περιθώριο ανά ταξινόμηση¹⁰³

Εταιρικά ομόλογα σε ευρώ						
	2008		2009		2010	
	Spread	Std	Spread	Std	Spread	Std
Όλα	0,0739%	0,000760	0,0365%	0,000329	0,0512%	0,000635
AAA	0,04999%	0,000326	0,02930%	0,000161	0,01325	0,000070
AA	0,07489%	0,000706	0,03964%	0,000437	0,05658	0,000912
A	0,06896%	0,000578	0,03621%	0,000293	0,04496	0,000394
BBB	0,09469%	0,001059	0,03859%	0,000346	0,06690	0,000853
Εταιρικά ομόλογα σε						
	2008		2009		2010	
	Spread	Std	Spread	Std	Spread	Std
Όλα	0,1942%	0,001874	0,1076%	0,001263	0,1039%	0,001153
AAA	0,24843%	0,002161	0,05305%	0,001595	0,08970	0,000905
AA	0,10510%	0,001139	0,08556%	0,000938	0,08011	0,000890
A	0,17154%	0,001436	0,09916%	0,000767	0,09079	0,000880
BBB	0,27233%	0,002494	0,14461%	0,001779	0,13780	0,001641

¹⁰³ Για κάθε ομόλογο του δείγματος, υπολογίζεται ο εμπειρικός μέσος όρος στις συναλλαγές (n) και ημέρες (t) του: $Z_{i,n,t} (P_{i,n,t} - M_{i,t-1}) / M_{i,t-1}$, όπου $Z_{i,n,t}$ είναι η μεταβλητή όπου παίρνει την τιμή +1 για αγορά από τον πελάτη και -1 για πώληση από τον πελάτη, $M_{i,t-1}$ είναι το μέσο περιθώριο στο τέλος της ημέρας $t-1$ και $P_{i,n,t}$ είναι η τιμή συναλλαγής. Ο πίνακας αναφέρει τη μέση και τυπική απόκλιση των ομολόγων σε αυτούς τους μέσους όρους.

Πίνακας 6.8: Αποτελεσματικό μέσω περιθώριο ανά λήξη¹⁰⁴

Εταιρικά ομόλογα σε ευρώ				Εταιρικά ομόλογα σε στερλίνες			
Διάρκεια	2008	2009	2010	Διάρκεια	2008	2009	2010
3	0,0720%	,0277	0,0582%	3	0,0754%	0,0358%	
4	0,0602%	,0267	0,0349%	4	0,1433%	0,0693%	
5	0,0886%	,0323	0,0388%	5	0,2044%	0,0793%	
6	0,0767%	,0361	0,0403%	6	0,1117%	0,0854%	
7	0,0758%	,0367	0,0523%	7	0,1590%	0,0898%	
8	0,0893%	,0429	0,0582%	8	0,1489%	0,0975%	
9	0,0654%	,0422	0,0686%	9	0,1228%	0,1300%	
10	0,0699%	,0400	0,0533%	10	0,1693%	0,1143%	
15	0,0120%	,0404	0,0659%	15	0,2281%	0,1128%	0,
20	0	0,0762	0,1169%	20	0,2205%	0,1365%	
Άνω των 20	0,1352%	,0601	0,1133%	Άνω των 20	0,3058%	0,1686%	
						0,1690%	

Πίνακας 6.9: Αποτελεσματικό μισό περιθώριο ανά όγκο συναλλαγών¹⁰⁵

[Εταιρικά ομόλογα σε ευρώ						
Όγκος συναλλαγών σε	2008 Spread	Std	2009 Spread	Std	2010 Spread	Std
[0. 10.000]	0,0840%	0,001521	0,0496%	0,001414	0,0595%	0,001253
(10.000. 25.000]	0,1033%	0,001397	0,0462%	0,000759	0,0625%	0,001239
(25.000. 50.000]	0,0907%	0,001275	0,0471%	0,000782	0,0555%	0,000916
(50.000. 100.000]	0,0960%	0,001174	0,0376%	0,000558	0,0538%	0,001021
(100.000. 200.000]	0,0719%	0,001309	0,0364%	0,000577	0,0611%	0,001267
(200.000. 500.000]	0,0579%	0,001158	0,0302%	0,000476	0,0555%	0,001115
(500.000. 1.000.000]	0,0531%	0,000907	0,0256%	0,000560	0,0385%	0,000934
Πάνω από	0,0499%	0,000890	0,0327%	0,000407	0,0430%	0,000605
Sterling denominated bonds						
Όγκος συναλλαγών σε	2008 Spread	Std	2009 Spread	Std	2010 Spread	Std
[0. 10.000]	0,2671%	0,004440	0,1867%	0,003085	0,1456%	0,003198
(10.000. 25.000]	0,2486%	0,004174	0,1377%	0,002532	0,1235%	0,003383
(25.000. 50.000]	0,1887%	0,006006	0,1206%	0,002128	0,1068%	0,002031
(50.000. 100.000]	0,1914%	0,003962	0,1051%	0,001898	0,1042%	0,001923
(100.000. 200.000]	0,1871%	0,003843	0,0981%	0,001915	0,1017%	0,002195
(200.000. 500.000]	0,1751%	0,002679	0,0810%	0,001325	0,0921%	0,001512
(500.000. 1.000.000]	0,1820%	0,002572	0,0797%	0,001923	0,0690%	0,002109
Πάνω από	0,1649%	0,001973	0,0888%	0,001247	0,0919%	0,001435

¹⁰⁴ Για κάθε ομόλογο υπολογίζεται ο εμπειρικός μέσος όρος συναλλαγών και ημερών των: $Z_{i,n,t} (P_{i,n,t} - M_{i,t-1}) / M_{i,t-1}$, όπου η μεταβλητή $Z_{i,n,t}$ παίρνει την τιμή +1 για αγορά από τον πελάτη και -1 για πώληση από τον πελάτη, $M_{i,t-1}$ είναι το κλείσιμο και $P_{i,n,t}$, η τιμή συναλλαγής. Ο πίνακας αναφέρει τη μέση απόκλιση ανάμεσα στα ομόλογα.

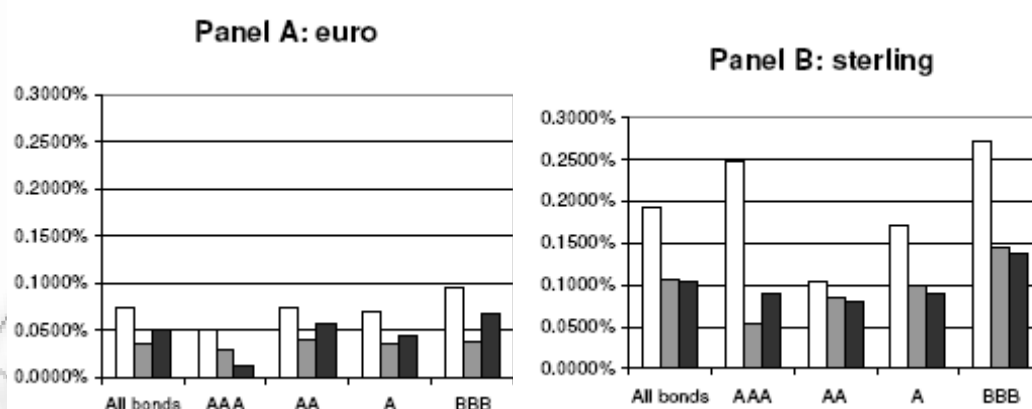
¹⁰⁵ Για κάθε ομόλογο του δείγματος και για διαφορετικούς όγκους συναλλαγών, υπολογίζεται ο εμπειρικός μέσος όρος συναλλαγών (n) και ημερών (t) του: $Z_{i,n,t} (P_{i,n,t} - M_{i,t-1}) / M_{i,t-1}$, όπου $Z_{i,n,t}$ είναι ο δείκτης μεταβλητής που παίρνει την τιμή +1 για αγορά από πελάτη και -1 για πώληση από πελάτη, $M_{i,t-1}$ είναι το μέσο περιθώριο στο τέλος της ημέρας t-1 και $P_{i,n,t}$ είναι η τιμή συναλλαγής. Ο πίνακας αναφέρει τη μέση και τυπική απόκλιση στο σύνολο των ομολόγων.

6.3.3.2 Αποτελέσματα

Τα αποτελέσματα είναι συνεπή με εκείνα των περιθωρίων που αναφέρθηκαν παραπάνω. Τα αποτελεσματικά περιθώρια είναι πιο περιορισμένα στα εταιρικά ομόλογα που έχουν εκδοθεί σε ευρώ σε σύγκριση με τα εταιρικά ομόλογα που έχουν εκδοθεί σε στερλίνες. Όπως φαίνεται στο Διάγραμμα 6.6, τα αποτελεσματικά περιθώρια αυξάνονται με τον πιστωτικό κίνδυνο όπως μετρείται με την ταξινόμηση, σε συνάρτηση με τα θεωρητικά μοντέλα προβλέψεων. Ο πίνακας 6.9 αναφέρει τις εκτιμήσεις των αποτελεσματικών περιθωρίων για διαφορετικούς όγκους συναλλαγών. Το εύρημα είναι ότι τα περιθώρια μειώνονται με τον όγκο συναλλαγών.

Οι εκτιμήσεις για τα αποτελεσματικά περιθώρια στην αγορά εταιρικών ομολόγων που έχουν εκδοθεί σε ευρώ είναι ότι είναι αξιοσημείωτα περιορισμένα. Το 2010, σε εταιρικό ομόλογο ονομαστικής αξίας € 100,00, κατά μέσο όρο η τιμή ζήτησης ήταν € 100,05 και η τιμή προσφοράς € 99,95. Το 2008, αντίστοιχα ήταν € 100,07 για την ζήτηση και € 99,93 για την προσφορά. Για τα εταιρικά ομόλογα που έχουν εκδοθεί σε στερλίνα, τα περιθώρια ήταν λιγότερο περιορισμένα. Για ένα ομόλογο ονομαστικής αξίας £100, το 2010, η τιμή ζήτησης ήταν € 100,10 και η τιμή προσφοράς € 99,90. Και στα δύο νομίσματα, η τάξη μεγέθους του αποτελεσματικού περιθωρίου είναι ίση με το μισό της τάξης μεγέθους του περιθωρίου.

Διάγραμμα 6.6: Αποτελεσματικό μέσο περιθώριο (Effective half spread)



Το γεγονός ότι το αποτελεσματικό περιθώριο (effective spread) είναι πιο περιορισμένο από το περιθώριο (quoted spread) δεν προκαλεί έκπληξη. Ας υποθέσουμε έναν επενδυτή που θέλει να αγοράσει ένα ομόλογο. Οι 10 καλύτεροι διαμεσολαβητές της αγοράς είναι εκείνοι που καταθέτουν προσφορές στο IIC. Ο

πελάτης τρέχει έναν πλειστηριασμό ανάμεσα σε αυτούς τους 10 διαμεσολαβητές. Οι προσφορές των διαμεσολαβητών είναι ίσες με τις προσφορές τους στο IIC. Ο πελάτης θα επιλέξει τη συναλλαγή με την καλύτερη ζήτηση, η οποία είναι η χαμηλότερη από τις 10 προσφορές. Αυτή η ελάχιστη τιμή θα είναι χαμηλότερη από τον μέσο όρο των 10 προσφορών. Το αποτελεσματικό περιθώριο υπολογίζεται στη βάση της χαμηλότερης τιμής ζήτησης, ενώ το περιθώριο υπολογίζεται πάνω στη μέση τιμή ζήτησης.

6.3.4 Πληροφοριακό περιεχόμενο συναλλαγών

Σε αυτό το σημείο θα αναφερθούν τα ευρήματα στο πληροφοριακό περιεχόμενο των συναλλαγών.

6.3.4.1 Μέθοδος¹⁰⁶

Από θεωρητικής πλευράς, οι συναλλαγές στην αγορά εταιρικών ομολόγων θα μπορούσαν να αποτελούν είδος αξιόπιστης πληροφόρησης. Τα ομόλογα είναι λιγότερο ευαίσθητα σε σχέση με τις μετοχές στην απόδοση μιας επιχείρησης¹⁰⁷. Επιπρόσθετα, όσο υπάρχει ο κίνδυνος μη αποπληρωμής, μια μεταβολή στην απόδοση της επιχείρησης θα είχε άμεση επίδραση στην αξία του ομολόγου. Για αυτό τον λόγο, διαμεσολαβητές με μεγάλη πληροφόρηση σχετικά με την απόδοση μιας εταιρείας - εκδότη θα μπορούσαν να χρησιμοποιήσουν την αγορά ομολόγων, καθώς επίσης και την χρηματιστηριακή αγορά, ως όχημα για τις συναλλαγές τους. Αυτό ισχύει για ομόλογα χαμηλής διαβάθμισης.

Το πληροφοριακό περιεχόμενο στην συναλλαγή n^{th} σε ομόλογο i την ημέρα t μπορεί να εκφραστεί ως εξής:

$$E[Z_{i,n,t} (E[v_i | H_{i,n,t}^+] - E[v_i | H_{i,n,t}^-])] \quad (6)$$

όπου $H_{i,n,t}$ είναι η πληροφόρηση που διαχέεται στην αγορά ακριβώς μετά τη συναλλαγή. Με άλλα λόγια, το πληροφοριακό περιεχόμενο μιας συναλλαγής είναι το προϊόν μεταξύ της αλλαγής της εκτίμησης της αξίας ενός ομολόγου και της

¹⁰⁶ Bruno Biais, Fani Declerck, James Dow, Richard Portes, Ernst-Ludwig von Thadden, 2006, European Corporate Bond Markets: transparency, liquidity, efficiency.

¹⁰⁷ Αποτελεί οικονομικό αισθητήριο, όπως λαμβάνεται από τη θεωρητική βιβλιογραφία της εταιρικής χρηματοδότησης δείχνοντας ότι οι συμφωνίες χρέους μετριάζουν στον μέγιστο βαθμό προβλήματα από δυσμενείς επιλογές, βλέπε, Myers και Majluf (1984), DeMarzo και Duffie (1999) και Biais και Mariotti (2005).

κατεύθυνσης της συναλλαγής. Εάν μια αγορά (αντίστοιχα πώληση) ενός ομολόγου μεταδίδει θετικά (αντίστοιχα αρνητικά) μηνύματα σχετικά με την αξία του ομολόγου, τότε όποτε $Z_{i,n,t} = +1$ (αντίστοιχα -1), θα υπάρχει μια αύξηση (αντίστοιχα μείωση) στην προσδοκία της αγοράς για την αξία του ομολόγου και $E[v_i | H_{i,n,t}^+]$ θα είναι πάνω (αντίστοιχα κάτω) από $E[v_i | H_{i,n,t}^-]$. Ως εκ τούτου το προϊόν στη σχέση (6) θα είναι κατά μέσο όρο θετικό και η προσδοκία θα είναι πάνω από 0. Αντίθετα, εάν η κατεύθυνση των συναλλαγών μεταδίδει μη συστημακή πληροφόρηση στην αγορά και ως εκ τούτου είναι ανεξάρτητη από αλλαγές στην εκτίμηση της αξίας ενός ομολόγου, η προσδοκία στη σχέση (6) θα είναι ίση με 0.

Οι υπό όρους προσδοκίες $E[v_i | H_{i,n,t}^+]$ και $E[v_i | H_{i,n,t}^-]$ δεν είναι άμεσα παρατηρήσιμες στην οικονομετρία. Όμως, όπως αναφέρθηκε πιο πάνω, υποθέτοντας ότι: $M_{i,t-1} = E[v_i | H_{i,t-1}]$, τότε έχουμε:

$$E[v_i | H_{i,n,t}] = M_{i,t-1} + \varepsilon_{i,n,t}$$

όπου $\varepsilon_{i,n,t}$ είναι η πληροφοριακή καινοτομία από το τέλος της ημέρας $t-1$ στη στιγμή της συναλλαγής n^{th} ($E(\varepsilon_{i,n,t} | H_{i,t-1}) = 0$). Όμοια, $M_{i,t} = E(v_i | H_t)$ αποδίδει:

$$M_{i,t} = E[v_i | H_{i,n,t}^+] + \eta_{i,n,t}$$

όπου $\eta_{i,n,t}$ είναι η πληροφοριακή καινοτομία αμέσως μετά τη συναλλαγή μέχρι το τέλος της ημέρας t . ($E(\eta_{i,n,t} | H_{i,n,t}^+) = 0$.) Ως εκ τούτου, το πληροφοριακό περιεχόμενο της συναλλαγής ξαναγράφεται ως εξής:

$$E[Z_{i,n,t} ((M_{i,t} - M_{i,t-1}) - (\eta_{i,n,t} + \varepsilon_{i,n,t}))].$$

Εκ κατασκευής, η μεταβλητή $\eta_{i,n,t}$ είναι μη προβλέψιμη στην προσδοκία $H_{i,n,t}^+$. Ως εκ τούτου:

$$E[Z_{i,n,t} \eta_{i,n,t}] = 0.$$

Εάν η κατεύθυνση της συναλλαγής είναι μη προβλέψιμη, όπως λέει ο Kyle (1985), έχουμε επίσης ότι:

$$E[Z_{i,n,t} \varepsilon_{i,n,t}] = 0.$$

Ως εκ τούτου, έχουμε ότι:

$$EA[Z_{i,n,t} (M_{i,t} - M_{i,t-1})].$$

Και αποτελεί μια αμερόληπτη εκτίμηση του πληροφοριακού περιεχομένου των συναλλαγών.

Όπως και στην ανάλυση των αποτελεσματικών περιθωρίων, για να επιβεβαιωθεί η συγκρισιμότητα των αποτελεσμάτων στο σύνολο των ομολόγων με πιθανά διαφορετικά επίπεδα τιμών, ομαλοποιούνται οι μεταβλητές από την προηγούμενη ημέρα.

6.3.4.2 Ευρήματα

Για κάθε ομόλογο του δείγματος, υπολογίστηκε το μέσο πληροφοριακό περιεχόμενο των συναλλαγών. Έπειτα υπολογίστηκε η μέση και τυπική απόκλιση αυτών των μέσων όρων σε όλα τα ομόλογα. Τα γενικά αποτελέσματα παρουσιάζονται στον Πίνακα Το πληροφοριακό περιεχόμενο των συναλλαγών είναι αρκετά θετικό και για τα δύο νομίσματα. Είναι μεγαλύτερο για τα εταιρικά ομόλογα που έχουν εκδοθεί σε στερλίνα από τα ομόλογα που έχουν εκδοθεί σε ευρώ. Αυτό θα μπορούσε να αντικατοπτρίζει ότι για το τελευταίο, υπάρχει περισσότερη διαθέσιμη πληροφόρηση δημοσίως, για παράδειγμα περισσότερη έρευνα και ανάλυση. Αντίστοιχα, θα υπήρχε λιγότερη ασύμμετρη πληροφόρηση.

Πίνακας 6.10: Πληροφοριακό περιεχόμενο ανά ταξινόμηση¹⁰⁸

	Εταιρικά ομόλογα σε ευρώ					
	2008		2009		2010	
	$(M_{i,t} - M_{i,t-1}) / M_{i,t-1}$	$(M_{i,t+1} - M_{i,t-1}) / M_{i,t-1}$	$(M_{i,t} - M_{i,t-1}) / M_{i,t-1}$	$(M_{i,t+1} - M_{i,t-1}) / M_{i,t-1}$	$(M_{i,t} - M_{i,t-1}) / M_{i,t-1}$	$(M_{i,t+1} - M_{i,t-1}) / M_{i,t-1}$
Όλα	-0,00235%	0,0085% ***	0,00236% **	0,00844% ***	0.0050 % *** (0.000411)	0.0104% *** (0.000536)
AAA	0.00082%	0.00078%	0.00569%	0.01563%	-0.0001 % (0.000071)	0.0001% (0.000110)
AA	0.01021%	0.02170% **	0.00290%	0.00797%	0.0043 % (0.000214)	0.0068% (0.000326)
A	-0.00640% *	0.00294%	0.00160%	0.00852% ***	0.0031 % ** (0.000249)	0.0080% *** (0.000368)
BBB	-0.00127%	0.01332% **	0.00442% **	0,01119% ***	0.0082 % (0.000681)	0.0165% *** (0.000839)
	Εταιρικά ομόλογα σε στερλίνα					
	2008		2009		2010	
	$(M_{it} - M_{im}) / M_{u-i}$	$(M_{im} - M_{it-i}) / M_{u-i}$	$(M_{it} - M_{it-i}) / M_{u-i}$	$(M_{im} - M_{it-i}) / M_{u-i}$	$(M_{u-i} - M_{u-i}) / M_{u-i}$	$(M_{im} - M_{it-i}) / M_{u-i}$
Όλα	-0.00350%	0.0015%	0.01000% ***	0.01938% ***	0.0098 % *** (0.000628)	0.023% *** (0.000898)
AAA	-0.01634%	-0.04932%	0.00569%	0.01563%	0.0164 % (0.000531)	0.0156% (0.000763)
AA	-0.01947%	-0.01784%	0.00290%	0.00797%	0.00669 % (0.000391)	0.0157% *** (0.000469)
A	-0.00802%	-0.00892%	0.00160% ***	0.00852% ***	0.00723 % (0.000575)	0.0222% *** (0.000742)
BBB	-0.00793%	0,01831%	0,00442% ***	0,01119% ***	0.0091 % (0.000839)	0.0238% ** (0.001322)

¹⁰⁸ Για κάθε ομόλογο του δείγματος, υπολογίσθηκε ένας εμπειρικός μέσος όρος στις συναλλαγές (n) και ημέρες (t) του: $[Z_{i,n,t} (M_{i,t} - M_{i,t-1}) / M_{i,t-1}]$ ή $[Z_{i,n,t} (M_{i,t+1} - M_{i,t-1}) / M_{i,t-1}]$ όπου $Z_{i,n,t}$ είναι η μεταβλητή που παίρνει τιμή +1 για αγορές από πελάτη και -1 για πώληση από πελάτη, και $M_{i,t}$ το μέσο περιθώριο στο τέλος της ημέρας t. Ο πίνακας αναφέρει τη μέση απόκλιση αυτών των μέσων όρων (και σε παρενθέσεις την τυπική απόκλιση.)

Πίνακας 6.11: Πληροφοριακό περιεχόμενο συναλλαγών ανά μέγεθος συναλλαγών¹⁰⁹

Συναλλαγές σε €	Πληροφοριακό περιεχόμενο	Std
[0. 10.000]	0.0031%	0.000773
(10.000. 25.000]	0.0106%	0.000865
(25.000. 50.000]	0.0058%	0.000693
(50.000. 100.000]	0.0000%	0.000685
(100.000. 200.000]	0.0080%	0.000694
(200.000. 500.000]	0.0053%	0.000755
(500.000. Πάνω από	0.0009%	0.000765
	0.0111%	0.000469
Συναλλαγές σε £		
[0. 10.000]	0.0019%	0.001826
(10.000. 25.000]	0.0049%	0.001496
(25.000. 50.000]	0.0055%	0.001361
(50.000. 100.000]	0.0060%	0.001229
(100.000. 200.000]	0.0094%	0.001026
(200.000. 500.000]	0.0156%	0.000879
(500.000. Πάνω από	0.0093%	0.001030
	0.0098%	0.000721

Υπολογίζονται δύο μετρήσεις πληροφοριακού περιεχομένου μιας συναλλαγής την ημέρα t . Η πρώτη μέτρηση συγκρίνει το μέσο περιθώριο στο τέλος της ημέρας t με την προηγούμενη ημέρα. Η δεύτερη μέτρηση συγκρίνει το μέσο περιθώριο στο τέλος της ημέρας $t+1$ με το μέσο περιθώριο στο τέλος της ημέρας $t-1$. Όπως φαίνεται και στον πίνακα 10, το πληροφοριακό περιεχόμενο είναι μεγαλύτερο και πιο σημαντικό κατά τη δεύτερη μέτρηση. Αυτό σημαίνει ότι χρειάζεται πάνω από μία ημέρα το πληροφοριακό περιεχόμενο μιας συναλλαγής να επηρεάσει τις τιμές της αγοράς.

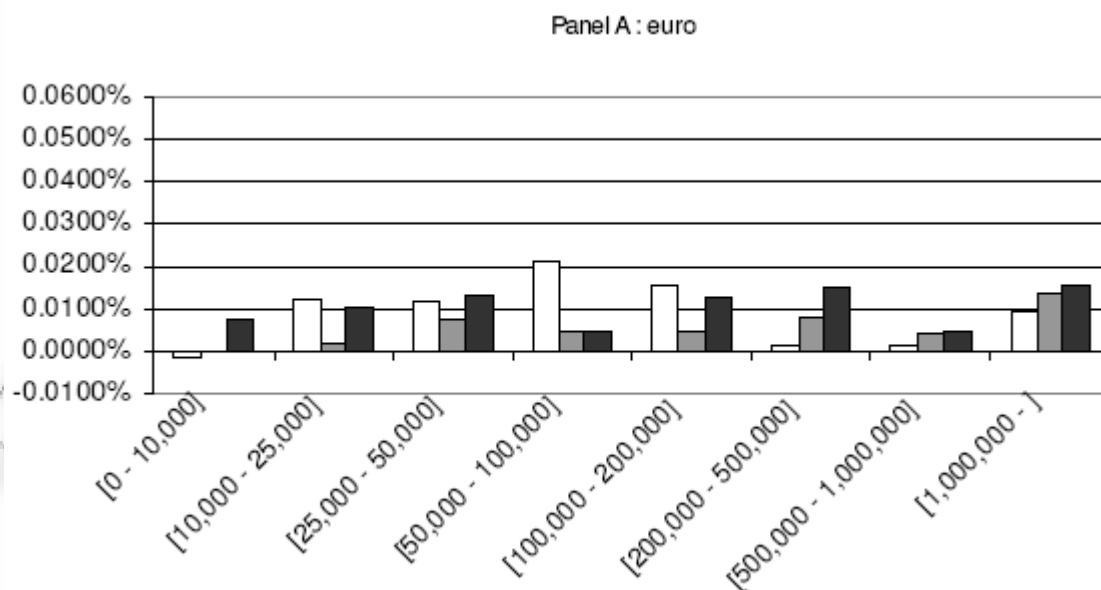
Είναι μερικές φορές δύσκολο να διαχωριστεί εμπειρικά το στοιχείο της δυσμενούς επιλογής του περιθωρίου με το στοιχείο του κόστους. Και η δυσμενής επιλογή και το κόστος υποδηλώνουν ότι οι προσφορές θα πρέπει να κινούνται καθοδικά μετά την αγορά από τα διαμεσολαβητή και να κινούνται ανοδικά μόλις πουλήσει ο διαμεσολαβητής. Τα δεδομένα προσφέρονται για να προσδιοριστούν ακριβώς οι

¹⁰⁹ Για κάθε ομόλογο του δείγματος το 2010, και για κάθε είδους όγκο συναλλαγών, υπολογίζεται ο εμπειρικός μέσος όρος σε συναλλαγές και ημέρες του: $|Z_{i,n,t} (M_{i,t} - M_{i,t-1}) / M_{i,t-1}|$ ή $|Z_{i,n,t} (M_{i,t+1} - M_{i,t-1}) / M_{i,t-1}|$ όπου $Z_{i,n,t}$ είναι η μεταβλητή που παίρνει τιμή +1 για αγορές πελατών και -1 για πωλήσεις από πελάτες και $M_{i,t}$ ο το μέσο περιθώριο στο τέλος της ημέρας t . Έπειτα υπολογίζεται η μέση και τυπική απόκλιση σε όλα τα ομόλογα σε αυτό τον μέσο όρο.

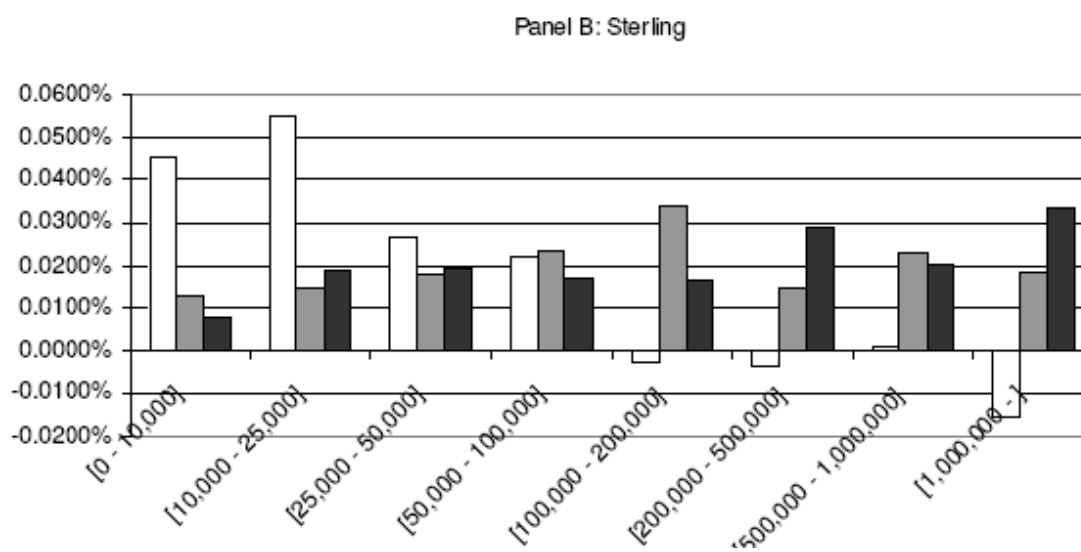
συνέπειες μιας δυσμενούς επιλογής και του κόστους. Το κόστος θα πέφτει καθώς ο όγκος συναλλαγών αυξάνει. Πραγματικά, κατά τη διάρκεια αυτού του χρονικού διαστήματος, ο διαμεσολαβητής μπόρεσε να διαχειριστεί τις θέσεις του και να πετύχει συναλλαγή. Και αυτό είναι αναμενόμενο ακόμα και όταν η αγορά παρουσιάζει μια θολή εικόνα. Σε αντίθεση, όπως εξηγείται πιο πάνω, σε θολές αγορές το πληροφοριακό περιεχόμενο μιας συναλλαγής θα πρέπει να αποκαλύπτεται στις δημόσιες προσφορές μόνο μετά από λίγη καθυστέρηση. Για αυτό τον λόγο, στο πλαίσιο αυτό, οι θεωρίες κόστους και δυσμενούς επιλογής δημιουργεί δύο αντίθετες επιπτώσεις. Τα αποτελέσματα της έρευνας είναι συνεπή με τις επιπτώσεις της θεωρίας δυσμενούς επιλογής και όχι με εκείνες της θεωρίας κόστους.

Ο πίνακας 6.10 επίσης δείχνει ότι το πληροφοριακό περιεχόμενο των συναλλαγών αυξάνει με τον κίνδυνο μη αποπληρωμής των ομολόγων. Αυτό είναι σε συνάρτηση με τη θεωρία. Από την άλλη πλευρά, δεν υπάρχει σαφής σύνδεση μεταξύ του μεγέθους των συναλλαγών με το πληροφοριακό τους περιεχόμενο. Από την άλλη πλευρά, το Διάγραμμα 6.7α και 6.7β δείχνει ότι δεν υπάρχει κάποια σαφής σύνδεση μιας συναλλαγής με το πληροφοριακό περιεχόμενο.

Διάγραμμα 6.7α: Πληροφοριακό περιεχόμενο συναλλαγών ανά όγκο συναλλαγών εταιρικών ομολόγων σε ευρώ



Διάγραμμα 6.7β: Πληροφοριακό περιεχόμενο συναλλαγών ανά όγκο συναλλαγών εταιρικών ομολόγων σε στερλίνα



6.3.5 Ανταγωνισμός στη ρευστότητα

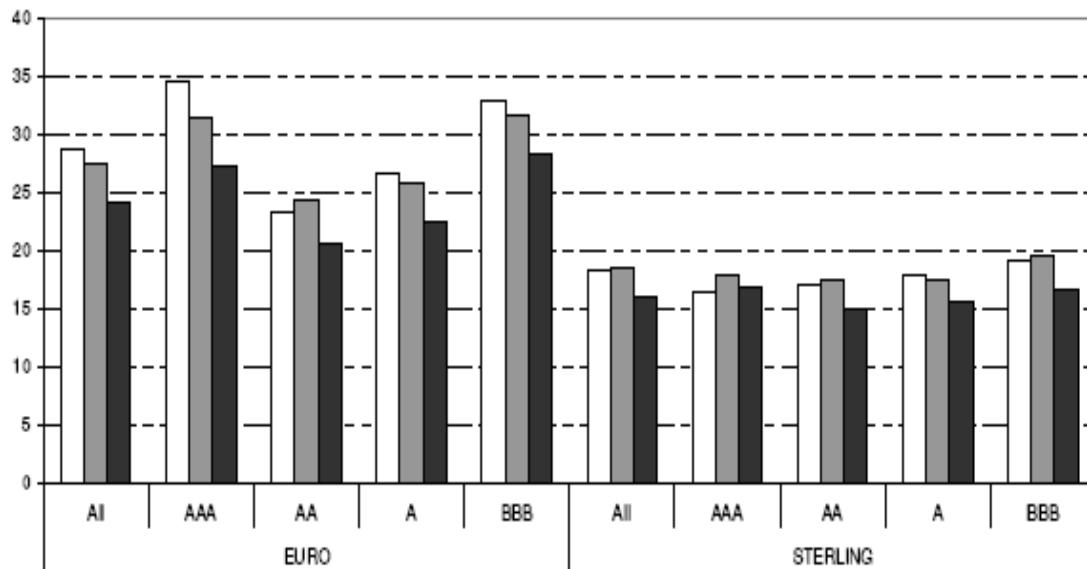
Όπως έχει ήδη αναφερθεί σχετικά λίγοι επενδυτές στην αγορά εταιρικών ομολόγων που έχουν εκδοθεί σε στερλίνα και τείνουν να ακολουθούν τη στρατηγική διακράτησης ομολόγων. Αυτό το γεγονός, προσελκύει σχετικά λιγότερους διαμεσολαβητές. Αντίστοιχα, υπάρχει περιορισμένος ανταγωνισμός ρευστότητας στην αγορά εταιρικών ομολόγων σε στερλίνας. Για να ερευνηθεί αυτό το σημείο, υπολογίστηκε για κάθε ομόλογο:

- i) ο αριθμός των διαφορετικών διαμεσολαβητών με τουλάχιστον μία συναλλαγή,
- ii) το μερίδιο αγοράς του πιο ενεργού διαμεσολαβητή
- ii) το μερίδιο αγοράς των τριών πιο δραστήριων διαμεσολαβητών.

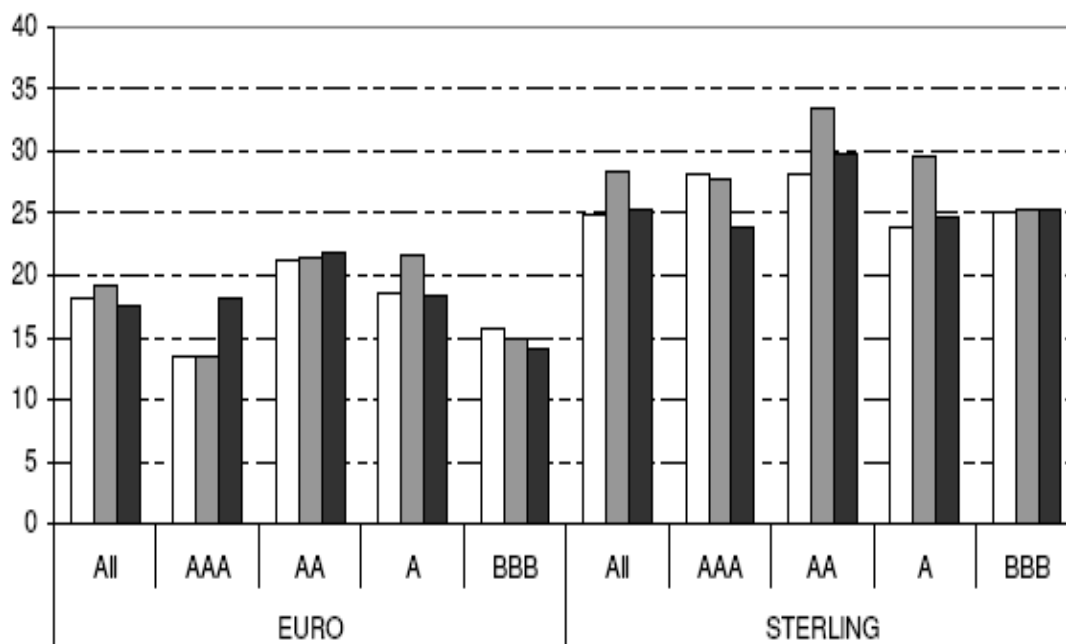
Τα αποτελέσματα απεικονίζονται στα Διαγράμματα 6.8, 6.9 και 6.10. Ο μέσος αριθμός δραστήριων διαμεσολαβητών είναι μεγαλύτερος στην αγορά εταιρικών ομολόγων σε ευρώ (περίπου 25) σε σχέση με την αγορά εταιρικών ομολόγων σε στερλίνα (περίπου 18). Το μερίδιο αγοράς του πιο δραστήριου διαμεσολαβητή είναι χαμηλότερο στην αγορά εταιρικών ομολόγων που έχουν εκδοθεί σε ευρώ (κάτω από 20%) σε σχέση με την αγορά εταιρικών ομολόγων που έχουν εκδοθεί σε στερλίνα (πάνω από 25%). Το μερίδιο αγοράς για τους τρεις πιο δραστήριους διαμεσολαβητές είναι χαμηλότερος στην αγορά εταιρικών ομολόγων σε ευρώ (κάτω από 40%) σε

σχέση με την αγορά εταιρικών ομολόγων σε στερλίνα (πάνω 50%). Αυτά τα αποτελέσματα είναι αρκετά σταθερά στη χρονική διάρκεια του δείγματος. Αυτά τα ευρήματα ενισχύουν την άποψη ότι η ρευστότητα δείχνει να είναι πιο ανταγωνιστική στην αγορά εταιρικών ομολόγων που έχουν εκδοθεί σε ευρώ από ότι στην αγορά εταιρικών ομολόγων που έχουν εκδοθεί σε στερλίνες.

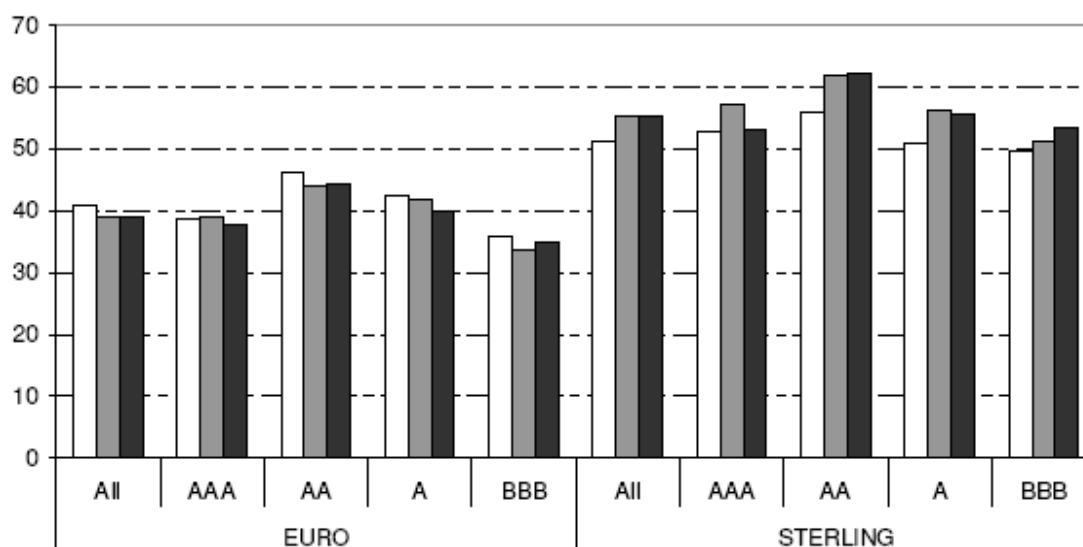
Διάγραμμα 6.8: Αριθμός διαμεσολαβητών με τουλάχιστον μια συναλλαγή



Διάγραμμα 6.9: Μερίδιο αγοράς (%) του πιο ενεργού μεσολαβητή



Διάγραμμα 6.10: Μερίδιο αγοράς (%) των τριών πιο δραστήριων διαμεσολαβητών



6.4 Συμπέρασμα

Αυτή η έρευνα καλύπτει, με μεγάλο εύρος δείγματος, τη μελέτη για τα περιθώρια τιμών προσφοράς και ζήτησης, για τη συναλλακτική δραστηριότητα και το πληροφοριακό περιεχόμενο συναλλαγών στην ευρωπαϊκή αγορά εταιρικών ομολόγων, κάνοντας μία σύγκριση στην αγορά εταιρικών ομολόγων που έχουν εκδοθεί σε ευρώ με την αγορά που έχει εκδοθεί σε στερλίνα.

Η μεγαλύτερη διαφορά μεταξύ της αγοράς εταιρικών ομολόγων σε ευρώ και της αγοράς εταιρικών ομολόγων σε στερλίνα σχετίζεται με την ανοικτότητα και τον ανταγωνισμό. Η έλευση του ευρώ οδήγησε σε μια καλά ενοποιημένη αγορά ευρωπαϊκών εταιρικών ομολόγων. Ένας μεγάλος αριθμός επενδυτών από πολλές χώρες παρεμβαίνει σε αυτή την αγορά. Και ένας μεγάλος αριθμός Τραπεζών προσφέρει υπηρεσίες διαμεσολάβησης. Στελέχη της αγοράς εκτιμούν ότι στο Ηνωμένο Βασίλειο και γενικά στην αγορά εταιρικών ομολόγων σε στερλίνα, οι δραστήριοι διαμεσολαβητές είναι περίπου 5 ή 6, ενώ στην αγορά των εταιρικών ομολόγων ο αριθμός των δραστήριων διαμεσολαβητών είναι πολύ μεγαλύτερος. Η έρευνα οδήγησε σε παρόμοιο συμπέρασμα με αυτή την εκτίμηση.

Οι διεθνείς επενδυτές από τη ζώνη του ευρώ και από άλλες χώρες τείνουν να τοποθετούνται περισσότερο σε εταιρικά ομόλογα που εκδίδονται σε ευρώ από ότι σε εκείνα που εκδίδονται σε στερλίνες. Αντίθετα, οι περισσότεροι επενδυτές σε εταιρικά ομόλογα σε στερλίνες είναι βρετανικοί θεσμικοί επενδυτές όπως ασφαλιστικές

εταιρίες, ασφαλιστικοί φορείς, εταιρείες επενδύσεων που τείνουν να ακολουθούν στρατηγική διακράτησης ομολόγων. Οι επενδυτές σε αυτή τη σχετικά μικρή δεξαμενή συμμετεχόντων τείνει να ακολουθεί τη στρατηγική διακράτησης ομολόγων. Αυτή η κατάσταση δείχνει να δημιουργεί σχετικά χαμηλή ρευστότητα, καθώς η παροχή ρευστότητας από τους διαμεσολαβητές είναι πιο ανταγωνιστική στην αγορά εταιρικών ομολόγων σε ευρώ από ότι στην αγορά εταιρικών ομολόγων σε στερλίνα. Επίσης, η έρευνα δείχνει ότι έχουν μεγαλύτερο αριθμό συναλλαγών τα εταιρικά ομόλογα σε ευρώ από εκείνα σε στερλίνες.

Βρέθηκε ότι τα περιθώρια τιμών προσφοράς και ζήτησης στην ευρωπαϊκή αγορά εταιρικών ομολόγων ποικίλουν ανάλογα με το κόστος. Τα περιθώρια είναι πιο περιορισμένα στην αγορά εταιρικών ομολόγων σε ευρώ από ότι στην αγορά εταιρικών ομολόγων σε στερλίνα. Για εταιρικά ομόλογα που έχουν εκδοθεί σε ευρώ τα περιθώρια είναι μάλλον περιορισμένα. Το 2010, για ένα ομόλογο αξίας €100,00 η τιμή ζήτησης ήταν κατά μέσο όρο €100,05 και η τιμή προσφοράς €99,95. Το 2008, οι τιμές ήταν € 100,07 για την ζήτηση και 99,93 για την προσφορά. Για τα εταιρικά ομόλογα που έχουν εκδοθεί σε στερλίνα τα περιθώρια είναι λιγότερο περιορισμένα. Για ένα ομόλογο αξίας £100, το 2010, η τιμή ζήτησης ήταν € 100,10 και η προσφορά € 99,90. Και αυτό συμβαίνει διότι, η αγορά εταιρικών ομολόγων σε ευρώ είναι πιο ενεργή και με μεγαλύτερη ρευστότητα από ότι η αγορά εταιρικών ομολόγων σε στερλίνα. Η πρώτη ελκύει πολύ περισσότερους επενδυτές και φέρει πολύ μεγαλύτερη ρευστότητα. Συνεπώς, τα αποτελεσματικά περιθώρια είναι πιο περιορισμένα για τα εταιρικά ομόλογα σε ευρώ από ότι για τα εταιρικά ομόλογα σε στερλίνα.

Οι συναλλαγές στην ευρωπαϊκή αγορά εταιρικών ομολόγων έχουν σημαντικό πληροφοριακό περιεχόμενο. Σε συνάρτηση με ασύμμετρες θεωρίες πληροφόρησης, οι συναλλαγές παρέχουν σημαντική πληροφόρηση, ειδικά για ομόλογα χαμηλής ταξινόμησης. Αλλά χρειάζεται παραπάνω από μία ημέρα για να ενσωματωθεί η πληροφόρηση στην τιμή της αγοράς και να έχουν πλήρη επιρροή.

Και τα θεωρητικά μοντέλα και η εμπειρική σύγκριση εταιρικών ομολόγων σε ευρώ και εταιρικών ομολόγων σε στερλίνα, δείχνουν ότι ο ανταγωνισμός είναι βασικός οδηγός ρευστότητας. Ως εκ τούτου, η πολιτική θα πρέπει να εστιάσει στην ανοικτότητα και τον ανταγωνισμό. Οι περιορισμοί εισόδου θα πρέπει να ελαχιστοποιηθούν, και για τους πωλητές και για τους αγοραστές. Η ευρωπαϊκή νομοθεσία που προωθεί μια εννοποιημένη αγορά δείχνει να ενισχύει τη ρευστότητα της ευρωπαϊκής αγοράς

εταιρικών ομολόγων. Συμπερασματικά, οι βρετανοί επενδυτές, οι εταιρείες και οργανισμοί θα αποκτήσουν σημαντικά οφέλη από μια μεγαλύτερη συμμετοχή στην περιοχή του ενιαίου ευρωπαϊκού νομίσματος.

Ως εκ τούτου, η πολιτική θα πρέπει να εστιάσει σε αυτή την ανοικτότητα και ανταγωνισμό. Οι περιορισμοί εισόδου θα πρέπει να ελαχιστοποιηθούν, και για τους πωλητές και για τους αγοραστές. Οι διάφορες κοινοτικές οδηγίες, που στοχεύουν στη δημιουργία μιας ενοποιημένης αγοράς, δείχνουν να συνεισφέρουν στη ρευστότητα της ευρωπαϊκής αγοράς εταιρικών ομολόγων.

Βιβλιογραφία και πηγές κεφαλαίου 6

Διεθνής βιβλιογραφία και αρθρογραφία

- Biais Bruno, Declerck Fani, Dow James, Portes Richard, von Thadden Ernst-Ludwig, 2006, European Corporate Bond Markets: transparency, liquidity, efficiency
- Hotchkiss, E., and T. Ronen (2002), 'The Informational Efficiency of the Corporate Bond Market: An intraday Analysis.' Review of Financial Studies
- Ronen T. (2002), 'The Informational Efficiency of the Corporate Bond

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7^ο

ΕΠΙΛΟΓΟΣ

7.1 Συμπεράσματα

Η παρούσα μελέτη επιχείρησε να παρουσιάσει τα γενικά χαρακτηριστικά και είδη των εταιρικών ομολογιακών δανείων, τα πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα αυτής της μορφής χρηματοδότησης, καθώς και τις δυνατότητές της σε σχέση με τον Τραπεζικό Δανεισμό και την Αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου. Η προσέγγιση έγινε από την οπτική γωνία της Διοίκησης μιας επιχείρησης, που έχει το χρέος να επιλέξει την πλέον κατάλληλη πηγή άντλησης κεφαλαίων συνυπολογίζοντας την επιβάρυνση, όπως αποτυπώνεται στο κόστος κεφαλαίου και την αποδοτικότητα αυτών των κεφαλαίων. Παράλληλα, λήφθηκε υπόψη η οπτική γωνία του επενδυτικού κοινού, αφού είναι εκείνο στο οποίο απευθύνεται η Διοίκηση για να αγοράσει τα εταιρικά ομόλογα που εκδίδει, παρουσιάζοντας εκείνες τις προϋποθέσεις που είναι δυνατό να επηρεάσουν μια επενδυτική απόφαση.

Τα εταιρικά ομολογιακά δάνεια αποτελούν μια συμφέρουσα επιλογή άντλησης κεφαλαίων ιδιαίτερα σε περιόδους χαμηλών επιτοκίων, πληθωρισμού, ακριβού τραπεζικού δανεισμού και σε περιπτώσεις αναχρηματοδότησης των βραχυπρόθεσμων και λοιπών μακροπρόθεσμων δανείων, αφού ενδέχεται να υπάρξει σημαντική βελτίωση των όρων δανεισμού μιας επιχείρησης. Ιδιαίτερα σε περιόδους χαμηλών επιτοκίων, συμφέρει τις επιχειρήσεις σε κάποιες περιπτώσεις να προχωρήσουν σε αναχρηματοδότηση των δανείων τους και την έκδοση νέου εταιρικού ομολογιακού δανείου, εξασφαλίζοντας χαμηλότερα επιτόκια, οφέλη από συναλλαγματικές διαφορές, στις περιπτώσεις σύναψης δανείου σε ξένο νόμισμα και μετατόπιση του χρόνου αποπληρωμής του δανείου.

Στην ελληνική πραγματικότητα αυτή η πρακτική βρήκε απήχηση την τελευταία δεκαετία κυρίως λόγω των φορολογικών πλεονεκτημάτων που υπάρχουν για τις επιχειρήσεις όταν εκδίδουν εταιρικά ομολογιακά δάνεια. Επιπρόσθετα, η ψήφιση του Ν.3156/2003 κάλυψε το νομοθετικό κενό που επικρατούσε, καθώς μέχρι τότε μπορούσε κανείς να συναντήσει διάσπαρτες διατάξεις για τις ομολογίες και τα ομολογιακά δάνεια, τόσο στον Ν. 2190/1920 όσο και σε διάφορα άλλα νομοθετήματα, όπως στο Ν.Δ. 177/13.8.1923 (άρθρα 68 και 76) καθώς και στον Ειδ.Ν. 3746/1957.

Στα πλαίσια αυτά ψηφίστηκε ο Ν. 3156/2003, ώστε να εναρμονιστεί το ελληνικό δίκαιο με τα ισχύοντα σε άλλα ευρωπαϊκά δίκαια.

Η μετατόπιση του επενδυτικού ενδιαφέροντος από τα κρατικά ομόλογα προς τις εταιρικές εκδόσεις χρέους στις αγορές ομολόγων έλαβε χώρα με την καθιέρωση του ευρώ. Με τη συσχέτιση των ήδη χαμηλών αποδόσεων των κρατικών ομολόγων των χωρών-μελών της ευρωζώνης, επενδυτές, επιχειρήσεις και χρηματοπιστωτικά ιδρύματα καλούνται είτε να επενδύσουν σε πιο μακροχρόνια κρατικά ομόλογα, αυξάνοντας έτσι την έκθεσή τους στον επιτοκιακό κίνδυνο, είτε να αναλάβουν μεγαλύτερο πιστωτικό κίνδυνο, επενδύοντας σε ένα ευρύ φάσμα εταιρικών εκδόσεων. Τα εταιρικά ομόλογα προσφέρουν υψηλότερες αποδόσεις από τα κρατικά ομόλογα στην ίδια λήξη και μπορεί να είναι κατάλληλα για επενδυτές που είναι διατεθειμένοι να τα διαπραγματευθούν για πιθανές υψηλότερες αποδόσεις. Εξάλλου, τα εταιρικά ομόλογα γνώρισαν μεγάλη άνθιση τα τελευταία χρόνια, όπου η διόρθωση των διεθνών χρηματιστηρίων ώθησε τους επενδυτές στην εύρεση μορφών επενδύσεων που προσέφεραν καλύτερες αποδόσεις από ότι μια απλή προθεσμιακή κατάθεση ταμειευτηρίου ή ένα προϊόν που έφερε την εγγύηση κεντρικής τράπεζας. Επίσης, τα εταιρικά ομόλογα παρέχουν ευελιξία σε έναν επενδυτή, επειδή μπορεί να επιλέξει από μια ευρεία γκάμα εταιρικών ομολόγων, ποικιλία τομέων και ποιοτικών χαρακτηριστικών – από ειδικούς κλάδους εταιρειών σε συγκεκριμένα τοκομερίδια, λήξεις και αξιολογήσεις. Επειδή υπάρχουν πολλά και διαφορετικά είδη εταιρικών ομολόγων, προσφέρεται η δυνατότητα δόμησης χαρτοφυλακίου, υποστηρίζοντας κάθε επενδυτική στρατηγική ανάλογα με τους εξατομικευμένους επενδυτικούς στόχους.

Συμπερασματικά, η σύναψη εταιρικού ομολογιακού δανείου για μια επιχείρηση αποτελεί μία σημαντική διέξοδο στην προσπάθεια ανεύρεσης κεφαλαίων με προοπτική μακροπρόθεσμης αποπληρωμής, ιδιαίτερα όταν η χρηματιστηριακή αγορά διανύει παρατεταμένη περίοδο ύφεσης. Ωστόσο, η διοίκηση μιας επιχείρησης καλείται να εξετάσει με σύνεση αλλά και βάσει ενός συντηρητικού σεναρίου τις προοπτικές ανάπτυξης, επάνω στις οποίες άλλωστε θα βασισθεί η συμφωνία γύρω από τους όρους δανεισμού, προσφέροντας μια ελκυστική επενδυτική πρόταση στην αγορά κεφαλαίου.

7.2. Προτάσεις για περαιτέρω έρευνα

Η παρούσα μελέτη διενεργήθηκε με στόχο να καλύψει στο μεγαλύτερο δυνατό βαθμό σημεία που άπτονται την χρηματοοικονομική, νομική και διοικητική προσέγγιση μιας έκδοσης εταιρικού ομολογιακού δανείου. Ως εκ τούτου, θίχθηκαν θέματα που μπορούν να αποτελέσουν αντικείμενο για διπλωματικές εργασίες, στα πλαίσια του Μεταπτυχιακού Προγράμματος στη Διοίκηση Επιχειρήσεων.

Όσον αφορά τη Χρηματοοικονομική προσέγγιση, ο θεσμός των καλυμμένων ομολογιών αποτελεί μια μορφή ομολογιακού δανείου που θα ήταν χρήσιμο να παρουσιαστεί και να αναλυθεί σε βάθος, καθώς αποτελεί μια πολύ χρήσιμη άντληση πηγής κεφαλαίων για ένα πιστωτικό ίδρυμα.

Όσον αφορά τη νομική προσέγγιση, προκύπτουν ζητήματα κατά τη σύναψη ενός εταιρικού ομολογιακού δανείου. Νομικά ζητήματα εμπράγματης εξασφάλισης των απαιτήσεων από το δάνειο, τυχόν προβλήματα σε περίπτωση αλλαγής της εταιρικής μορφής της εκδότριας εταιρείας, θέματα που προκύπτουν από την πρόωγη λύση του ομολογιακού δανείου, σε σχέση με τις νομικές διατάξεις του Ν.3156/2003 που μπορούν να τύχουν σχετικής εφαρμογής.

Όσον αφορά τη διοικητική προσέγγιση, η διπλωματική εργασία πραγματεύθηκε εκδόσεις εταιρικών ομολόγων όπου αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης στην πρωτογενή και δευτερογενή αγορά ομολόγων. Βέβαια, υπάρχουν περιπτώσεις έκδοσης εταιρικού ομολογιακού δανείου μητρικής εταιρείας προς θυγατρική της ή το αντίστροφο, στα πλαίσια μιας ενδοομιλικής συναλλαγής. Σε αυτή την περίπτωση, επειδή το εταιρικό ομόλογο δεν είναι διαπραγματεύσιμο σε αγορά ομολόγων, συνεπώς δεν απευθύνεται στο ευρύ επενδυτικό κοινό αφού δεν εκδίδεται κάποιο σχετικό ενημερωτικό δελτίο, το αντικείμενο της έρευνας θα ήταν μια παρουσίαση και εμβάθυνση στους ειδικούς όρους και προϋποθέσεις που διέπουν χρηματοδότηση αυτής της μορφής.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Ελληνική βιβλιογραφία και αρθρογραφία

- 2598/2007 Πράξη του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος
- ICAP Group, 2011, 40 Κορυφαίοι Κλάδοι της Ελληνικής Οικονομίας
- Π.Δ. 52/1992
- Γεωργιάδης Νικόλαος, Μακρυάς Χριστόφορος, 2005, Εταιρικά Ομόλογα: Μια χρήσιμη οδός χρηματοδότησης
- Ετήσια Έκθεση Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς 2010
- Καψάλη Μαρία – Αναστασία, 2007, Νομικά ζητήματα από την έκδοση ομολογιακού δανείου του Ν.3156/2003 ως μορφή χρηματοδότησης επιχειρήσεων
- Χάρης Κουρούκλης, 2008, Εισαγωγή στα βασικά γνωρίσματα της αγοράς ομολόγων, Χρήμα Μηνιαίο Οικονομικό και Επενδυτικό περιοδικό
- Μαλλιάρη Νένα, 2001, Αναζητούνται επειγόντως χρήματα. Σταδιακή στροφή σε ομολογιακά δάνεια και εταιρικά ομόλογα, εφημερίδα Το Βήμα
- Νομισματική Πολιτική Ενδιάμεση Έκθεση Τράπεζας της Ελλάδος, 2008
- “Ο Οικονομικός Ρόλος των Τραπεζικών Ιδρυμάτων και Χρηματοοικονομικές Αναλύσεις”, Banking and Finance, 20 χρόνια επιστημονικό Μάρκετινγκ, Ιούνιος 2006
- Οδηγία 2003/71 Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου
- Παπαϊωάννου Γεώργιος, 2006, Η διαχείριση των κινδύνων απασχολεί τους τραπεζίτες, Το Βήμα
- Ρόκας Νικόλαος, 2008, Εμπορικές εταιρείες, Εκδόσεις Αντ. Σάκκουλα
- Σακελλαρίου Νίκος, 2011, Ελληνικά Εταιρικά Ομόλογα: Προσελκύουν το επενδυτικό ενδιαφέρον, εφημερίδα Ημερησία
- ΦΕΚ Α' 178/01.08.2007
- Χάικου Ρόη, 2011, Εταιρικά Ομόλογα: “Δεξαμενή” ρευστότητας για τις εταιρείες, διαδικτυακός τόπος www.capital.gr
- Ψυχομάνης Σπύρος, 2008, Τραπεζικό Δίκαιο – Δίκαιο Τραπεζικών Συμβάσεων, Εκδόσεις Αντ. Σάκκουλα

Διεθνής βιβλιογραφία και αρθρογραφία

- Biais Bruno, Fani Declerck, James Dow, Richard Portes, Ernst-Ludwig von Thadden, 2006, European Corporate Bond Markets: transparency, liquidity, efficiency
- Hotchkiss, E., and T. Ronen (2002), 'The Informational Efficiency of the Corporate Bond Market: An intraday Analysis.' Review of Financial Studies
- Hyun Suk, 2007. "JBIC's Initiatives for Asian Bond Markets Development" Presented at ADB-JICA Seminar on Bond Market Development for officials of Ministry of Finance, Central Bank and Securities Commission in ASEAN countries in Tokyo.
- Hyun Suk, 2008, "Asian Bond Market and Cross-Border Securities Settlement - Toward Cooperation between Japan and Korea" Chapter 6 in Grand Design for an Asian Inter-Regional Professional Securities Market (AIR-PSM)," LexisNexis Press.
- Hyun Suk and JANG Hong, 2008, Corporate Bond Market Development in Asia
- Hyun Suk, 2008, Nishizawa Toshiro and Yoshino Naoyuki "Exploring the Use of Revenue Bond for Infrastructure Financing in Asia, JBIC Institute Discussion Paper.
- Masazumi Hattori, Koji Koyama and Tatsuya Yonetani, 2010, Analysis of credit spread in Japan's corporate bond market.
- Oakley David, 2011, Benefits and Drawbacks of Corporate Bonds, Financial Times
- Schroder Salomon Smith Barney Convertible Bonds Manual, February 2002
- Stevenson David, 2010, Corporate bonds are a sell - here's what to hold instead, Περιοδικό Moneyweek

Διαδικτυακοί τόποι

- el.wikipedia.org
- Επίσημος διαδικτυακός τόπος Τράπεζας Κύπρου www.bankofcyprus.gr
- www.capital.gr
- Επίσημος διαδικτυακός τόπος Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας www.ecb.int
- Επίσημος διαδικτυακός τόπος Δικηγορικού Συλλόγου Αθήνας www.dsanet.gr
- www.economywatch.com/bonds/corporate

➤ Επίσημος διαδικτυακός τόπος Ομοσπονδιακής Τράπεζας Η.Π.Α. www.federalreserve.gov

➤ Επίσημος διαδικτυακός τόπος Fitch www.fitchibca.com

➤ Επίσημος διαδικτυακός τόπος Financial Times www.FT.com

➤ www.grinvest.gr

➤ Επίσημος διαδικτυακός τόπος Moody's www.moody.com

➤ Επίσημος διαδικτυακός τόπος Standard and Poor's www.standardpoor.com