

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ



ΤΜΗΜΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΕΠΙΣΤΗΜΗΣ

**ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΙ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΙΑΚΗ
ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ**

ΘΕΣΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ ΤΩΝ ΕΥΡΩΠΑΪΚΩΝ ΕΤΑΙΡΙΚΩΝ ΟΜΟΛΟΓΩΝ

Ευανθία Κολώνια

Διπλωματική Εργασία

που υποβλήθηκε στο Τμήμα Οικονομικής Επιστήμης του Πανεπιστημίου
Πειραιώς ως μέρος των απαιτήσεων για την απόκτηση του Μεταπτυχιακού
Διπλώματος Ειδίκευσης στην Οικονομική και Επιχειρησιακή Στρατηγική

ΠΕΙΡΑΙΑΣ, ΑΠΡΙΛΙΟΣ 2021

UNIVERSITY OF PIRAEUS



DEPARTMENT OF ECONOMICS

POSTGRADUATE PROGRAM IN ECONOMIC & BUSINESS STRATEGY

INSTITUTIONAL ANALYSIS OF EUROPEAN CORPORATE BONDS RETURNS

by

Evanthia Kolonia

MSc Dissertation

Submitted to the Department of Statistics Economics of the University of Piraeus in partial fulfillment of the requirements for the degree of Master of Economic & Business Administration

PIRAEUS, APRIL 2021

Ευχαριστίες

Ευχαριστώ θερμά την κ. Κοκκορέ Ιωάννα για την πολύτιμη βοήθειά της.

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Σκοπός της παρούσας εργασίας είναι να διερευνηθεί το θεσμικό πλαίσιο έκδοσης ευρωπαϊκών εταιρικών ομολόγων από μη χρηματοοικονομικές εταιρίες ως εναλλακτική μορφή χρηματοδότησης τους από το 2013 έως το 2018. Η ανάλυση ξεκινά με αναφορά στη νομισματική πολιτική, στις ρυθμιστικές αλλαγές, οι οποίες απαιτούνταν για να εξασφαλιστεί η αύξηση ρευστότητας της αγοράς λόγω της οικονομικής κρίσης, στην υφιστάμενη νομοθεσία που επηρεάζει τις αγορές εταιρικών ομολόγων αλλά και στο νομικό και κανονιστικό πλαίσιο σχετικά με την έκδοση εταιρικών ομολόγων. Επίσης σημαντικό είναι να κατανοήσουμε μέσω της παρούσας εργασίας το οικοσύστημα των εκδοτών, τα οφέλη που αποκομίζουν, ποιοί είναι οι λόγοι που προτιμούν ως μέσο χρηματοδότησης ένα εταιρικό ομόλογο από οποιοδήποτε άλλο μέσο και βάσει ποιών κριτηρίων αποφασίζουν να εκδώσουν εταιρικό ομόλογο. Το ερευνητικό ερώτημα το οποίο μελετάται είναι η πιθανότητα οι ευρωπαϊκές μη χρηματοοικονομικές εταιρίες ανά κλάδο δραστηριότητας αλλά και συνολικά να αυξήσουν την ρευστότητά τους / χρηματοδοτηθούν μέσω έκδοσης εταιρικού ομολόγου και πώς επηρεάζουν (θετικά ή αρνητικά) το εν λόγω γεγονός συγκεκριμένες μεταβλητές και χρηματοοικονομικοί δείκτες. Οι επιδράσεις αυτές μελετώνται μέσω της εφαρμογής μοντέλου Λογιστικής Παλινδρόμησης.

Λέξεις – Κλειδιά: εταιρικά ομόλογα, αποδόσεις, λογιστική παλινδρόμηση

Abstract

The aim of this dissertation is to explore the institutional framework for the issuance of European corporate bonds by non-financial corporations as an alternative form of financing from 2013 to 2018. The analysis begins with a reference to the monetary policy, the regulatory changes that were needed to ensure increased market liquidity due to the financial crisis, the existing legislation affecting corporate bond markets and the legal and regulatory framework for the issuance of corporate bonds. Through this dissertation, it is also important to understand, the ecosystem of the issuers, the benefits they reap, which are the reasons why they prefer a corporate bond as a mean of financing over any other mean and based on what criteria they decide to issue a corporate bond. The research question that is being studied is the possibility for European non-financial companies by sector of activity, but also overall, to increase their liquidity / to be financed through the issuance of a corporate bond and how specific variables and financial indicators affect (positively or negatively) this fact. These effects are studied through the application of Logistic Regression model

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1	9
ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	9
1.1 Τα κύρια χαρακτηριστικά της ευρωπαϊκής αγοράς εταιρικών ομολόγων	10
1.2 Γιατί χρειαζόμαστε αποδοτικές αγορές εταιρικών ομολόγων;	11
1.3 Πρόσφατες αλλαγές & οι "Drivers" τους	15
1.3.1 Αλλαγή δυναμικής δευτερογενούς αγοράς	16
1.3.2 Νομισματική πολιτική.....	18
1.3.3 Ρυθμιστικές αλλαγές	19
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2	23
ΝΟΜΙΚΟ & ΚΑΝΟΝΙΣΤΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ.....	23
2.1 Το νομικό και κανονιστικό πλαίσιο των εταιρικών ομολόγων	23
2.1.1 Η έκδοση της προσφοράς ομολόγων (το ενημερωτικό δελτίο).....	24
2.1.2 Περιοδική και συνεχής αποκάλυψη	26
2.1.3 Κατάχρηση αγοράς	27
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3	29
ΕΚΔΟΤΕΣ & ΕΚΔΟΣΗ	29
3.1 Κατανόηση του οικοσυστήματος του εκδότη.....	29
3.1.1 Τα οφέλη της έκδοσης εταιρικών ομολόγων.....	30
3.1.2 Κατακερματισμός των αγορών ομολόγων.....	40
3.1.3 Αγορά ομολόγων υψηλής απόδοσης	41
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4	43
ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ	43
4.1 Ερευνητικό Ερώτημα	43
4.2 Μέθοδος που χρησιμοποιήθηκε στην ανάλυση.....	43
4.2.1 Λογιστική Παλινδρόμηση (Logistic Regression)	43
4.3 Κατασκευή Δείγματος.....	45
4.3.1 Περιγραφικά στοιχεία του δείγματος.....	46
4.3.2 Κατανομή συχνοτήτων έκδοσης εταιρικών ομολόγων	46
4.4 Ανεξάρτητες Μεταβλητές	47
4.5 Ερμηνεία αποτελεσμάτων	50
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5	54
ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....	54
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 1	56
ΙΣΤΟΓΡΑΜΜΑΤΑ & ΠΕΡΙΓΡΑΦΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΜΕΤΑΒΛΗΤΩΝ & ΔΕΙΚΤΩΝ ΤΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ.....	56
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 2	63

ΠΙΝΑΚΕΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΤΟΥ ΜΟΝΤΕΛΟΥ BINARY LOGISTIC REGRESSION (E-views)	63
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΕΣ ΑΝΑΦΟΡΕΣ	69

ΕΥΡΕΤΗΡΙΟ ΟΡΩΝ

NFC: Non-Financial Corporations (Μη χρηματοοικονομικές εταιρίες)

SMEs: Small and medium-sized enterprises, (Μικρό-μεσαίες Επιχειρήσεις)

SAFE: Survey on the Access to Finance of Enterprises in the euro area (Έρευνα σχετικά με την πρόσβαση στη χρηματοδότηση των επιχειρήσεων στη ζώνη του ευρώ)

MMFs: Money Market Funds (Κεφάλαια Βραχυχρόνιων Τοποθετήσεων Διαθεσίμων)

OTC: Over the counter (Εξωχρηματιστηριακές Συναλλαγές)

CSPP: Corporate Sector Purchase Program (Πρόγραμμα Αγοράς Εταιρικού Τομέα)

APP: Asset Purchase Program (Πρόγραμμα Αγοράς Περιουσιακών Στοιχείων της ΕΚΤ)

EMIR: European Market Infrastructure Regulation (Κανονισμός για την Ευρωπαϊκή Αγορά Υποδομών)

MAD: Margin for Adverse Deviation (Οδηγία για Κατάχρηση Αγοράς)

CSD: Central Securities Depository (Κεντρικό Αποθετήριο Αξιών)

AIFMD: Alternative Investment Fund Managers Directive (Διαχειριστές Οργανισμών Εναλλακτικών Επενδύσεων)

PRIPs: Packaged Retail Investment Products (Πρωτοβουλία για την Επένδυση στα Συσκευασμένα Προϊόντα Λιανικής)

MiFID: Markets in Financial Instruments Directive (Οδηγία για τις Αγορές Χρηματοπιστωτικών Μέσων)

MiFIR: Markets in Financial Instruments Regulation (Διατάξεις του Κανονισμού ΕΕ 600/2014)

ESMA: European Securities and Markets Authority (Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών)

CESR: Committee of European Securities Regulators (Ευρωπαϊκή Επιτροπή Ρυθμιστικών Αρχών των Αγορών Κινητών Αξιών)

IOSCO: International Organization of Securities Commissions (Διεθνής Οργανισμός Εποπτικών Αρχών Κεφαλαιαγοράς)

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η επαγγελματική ενασχόληση μου στις τραπεζικές εργασίες κατά τη διάρκεια της πρακτικής μου άσκησης σε τραπεζικό περιβάλλον, έδωσε το έναυσμα της ενασχόλησης και έρευνας σχετικά με την αγορά των ευρωπαϊκών ομολόγων και την ανάδειξή της ως μια από τις δημοφιλείς εναλλακτικές μορφές χρηματοδότησης, από τα πρώτα χρόνια της οικονομικής κρίσης. Στην παρούσα εργασία πραγματοποιείται η μελέτη των βασικών παραμέτρων που την προσδιορίζουν, τόσο σε θεωρητικό όσο και σε πρακτικό επίπεδο.

Σύμφωνα με ερευνητικά στοιχεία, από την οικονομική κρίση το 2008, οι μη χρηματοοικονομικές εταιρίες έχουν αυξήσει σημαντικά το δανεισμό τους με τη μορφή εταιρικών ομολόγων. Η έκδοση εταιρικών ομολόγων παγκοσμίως από το 2008 έως το 2018, υπολογίζεται κατά μέσο όρο στα 1,7 τρισεκατομμύρια δολάρια ΗΠΑ ετησίως, σε σύγκριση με έναν ετήσιο μέσο όρο 864 δισεκατομμυρίων δολαρίων ΗΠΑ κατά τη διάρκεια των ετών της οικονομικής κρίσης. Ως αποτέλεσμα, το παγκόσμιο οφειλόμενο χρέος με τη μορφή των εταιρικών ομολόγων που εκδόθηκαν από μη χρηματοοικονομικές εταιρίες ανήλθε σε περίπου 13 τρισεκατομμύρια δολάρια ΗΠΑ στο τέλος του 2018. Αυτό είναι το διπλάσιο του ποσού σε πραγματικούς όρους που ήταν σε εκκρεμότητα το 2008.

Η αυξημένη χρήση εταιρικών ομολόγων υποστηρίχθηκε από κανονιστικές πρωτοβουλίες σε πολλές οικονομίες που στοχεύουν στην τόνωση της χρήσης εταιρικών ομολόγων στην Ευρώπη, ως βιώσιμη πηγή μακροπρόθεσμης χρηματοδότησης μη χρηματοοικονομικών εταιρειών. Επίσης η αγορά εταιρικών ομολόγων είναι ελκυστική για επενδυτές, γεγονός που ευνοεί τις μη χρηματοοικονομικές εταιρίες, διότι μειώνει την εξάρτηση από την τραπεζική χρηματοδότηση καθώς και επηρεάζει την οικονομική σταθερότητα με κριτήριο το κατά πόσο επιτυχημένη και αποτελεσματική είναι. Επίσης είναι σύμφωνη με τους στόχους της επεκτατικής νομισματικής πολιτικής μεγάλων κεντρικών τραπεζών με τη μορφή ποσοτικής χαλάρωσης. Οι αλλαγές που έχουν πραγματοποιηθεί όσον αφορά την δευτερογενή αγορά, οι εναλλακτικοί τρόποι συναλλαγών, τα νέα μέλη που συμμετέχουν, οι ρυθμιστικές αλλαγές που έχουν λάβει χώρα και το νομικό πλαίσιο σύμφωνα με το οποίο θα πρέπει να λειτουργεί, αναδεικνύουν την ανάγκη αναβάθμισης και το βαθμό σημαντικότητάς τους.

Έτσι το πρώτο μέρος της εργασίας περιλαμβάνει την επισκόπηση των παραπάνω παραμέτρων και το δεύτερο μέρος είναι μια εμπειρική μελέτη σχετική με τη πιθανότητα

έκδοσης ευρωπαϊκών εταιρικών ομολόγων χρησιμοποιώντας οικονομετρικό μοντέλο που έχει μεταβλητές με ποσοτικά κριτήρια.

1.1 Τα κύρια χαρακτηριστικά της ευρωπαϊκής αγοράς εταιρικών ομολόγων

Ο όγκος των ευρωπαϊκών εταιρικών ομολόγων που εκδόθηκαν μεταξύ 2006 και 2016, σχεδόν διπλασιάστηκε. Αυτό οφείλεται κυρίως στα χαμηλά επιτόκια (οι εταιρίες επιθυμούν να εκδώσουν ομόλογα και να κλειδώσουν τα χαμηλά επιτόκια).

Οι μη χρηματοοικονομικές εταιρίες (NFC) είναι οι κύριοι χρήστες εταιρικών ομολόγων στην Ευρώπη. Από τις 26 Σεπτεμβρίου 2017, το συνολικό ανεξόφλητο ποσό των εταιρικών ομολόγων που εκδόθηκαν από μη χρηματοοικονομικές εταιρίες ανήλθαν σε 4,32 τρισεκατομμύρια ευρώ, ή 70,6% της συνολικής ευρωπαϊκής αγοράς εταιρικών ομολόγων.

Όσον αφορά τα εταιρικά ομόλογα που εκδόθηκαν από ευρωπαϊκές μη χρηματοοικονομικές εταιρίες (NFC), το εκκρεμές ποσό τριπλασιάστηκε σε μέγεθος από το 2007, αντιπροσωπεύοντας 1,8 τρισεκατομμύρια ευρώ από τον Σεπτέμβριο του 2017, ή 29,4% του συνόλου. Μεταξύ των μη χρηματοοικονομικών εταιριών (NFC), οι τομείς που ήταν οι μεγαλύτεροι χρήστες χρηματοδότησης εταιρικών ομολόγων ήταν οι επιχειρήσεις κοινής ωφέλειας (20,4% του συνόλου), οι καταναλωτές (19,7%), οι βιομηχανίες (14,9%) και ο τομέας επικοινωνίας (12,8%)¹. Η μεγάλη πλειονότητα των εταιρικών ομολόγων που εκδίδονται από μη χρηματοοικονομικές εταιρίες (NFC) στην Ευρώπη αντιπροσώπευαν το 64,1% του συνολικού ονομαστικού ποσού των εκκρεμών ομολόγων μη χρηματοοικονομικών εταιριών (NFC) από τις 26 Σεπτεμβρίου 2017. Τα ομόλογα υψηλής απόδοσης και χωρίς ονομαστική αξία αντιπροσώπευαν το 14,5% και το 13,4% του συνόλου, αντίστοιχα².

Σε σύγκριση με την αγορά μετοχών, η ευρωπαϊκή αγορά εταιρικών ομολόγων είναι ετερογενής, ως αποτέλεσμα πολλαπλών εκδόσεων από κάθε εκδότη. Η ευρωπαϊκή αγορά εταιρικών ομολόγων είναι κατακερματισμένη σε εθνικό επίπεδο.

Η χρηματοπιστωτική κρίση ανέτρεψε την ολοκλήρωση των αγορών εταιρικών ομολόγων, μειώνοντας την ικανότητα χρηματοδότησης των εταιρειών σε πολλές χώρες. Οι τριβές όπως η φορολογία, η ασυμμετρία των ρυθμίσεων και των πληροφοριών παρεμποδίζουν επίσης την ενοποίηση των αγορών χρέους. Οι διεθνείς αγορές ομολόγων δεν είναι επίσης προσβάσιμες για όλες τις εταιρίες, με τις εταιρίες που εκδίδουν χρέος στο

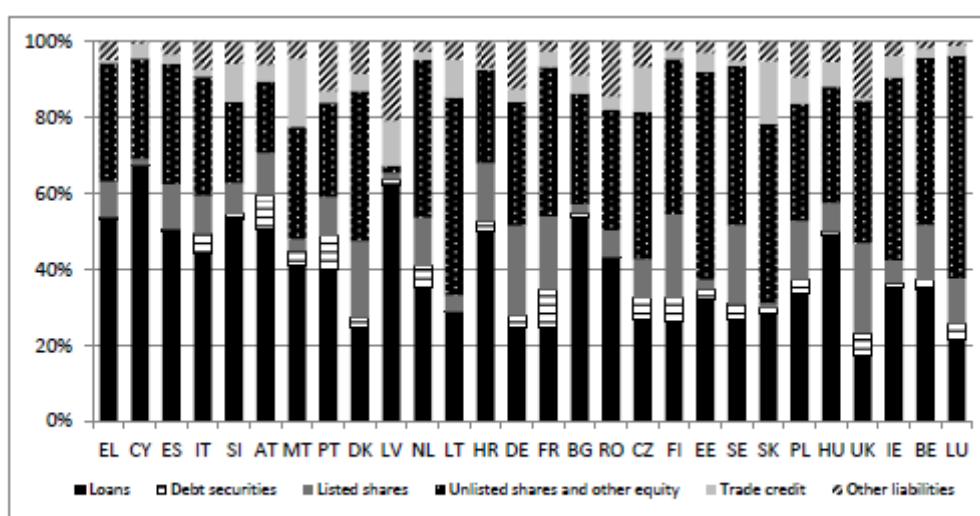
¹ (Source Bloomberg)

² (Source Bloomberg)

εξωτερικό να είναι πολύ μεγαλύτερες και επίσης περισσότερο μοχλευμένες από εκείνες που διατηρούν τις εγχώριες εκδόσεις.

Υπάρχουν επιπλέον μεγάλες διαφορές μεταξύ των κρατών μελών της ΕΕ: τα εταιρικά ομόλογα είναι πιο σημαντικά στη Γαλλία (περίπου 11% των υποχρεώσεων μη χρηματοοικονομικών εταιριών - NFC), στην Πορτογαλία και στο Ηνωμένο Βασίλειο (περίπου 8%), ενώ τα ομόλογα αντιπροσωπεύουν 1% ή λιγότερο από τις πηγές των εταιρειών χρηματοδότηση σε οκτώ κράτη μέλη (βλ. σχήμα 1)

Σχήμα 1. Πηγές Χρηματοδότησης Εταιρικών Ομολόγων από NFC στην Ευρώπη (2010-2015, % of total)



Source: ECB and Eurostat. Note: Consolidated data.

1.2 Γιατί χρειαζόμαστε αποδοτικές αγορές εταιρικών ομολόγων;

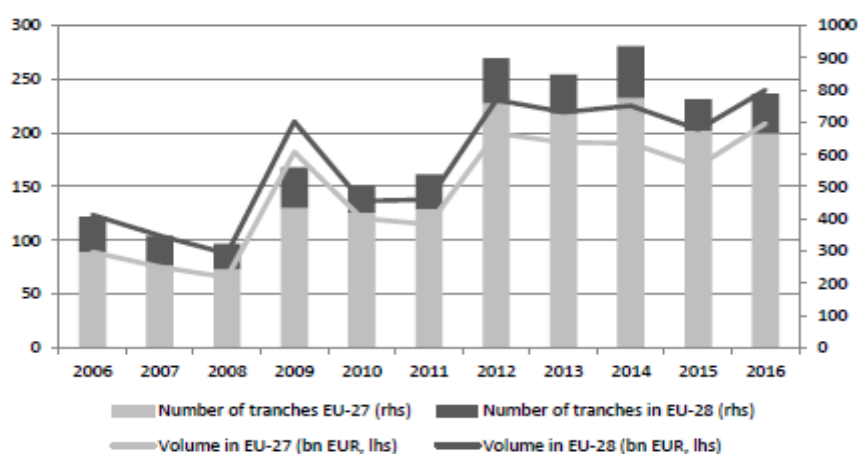
Τα εταιρικά ομόλογα είναι μια πολύ γνωστή και αποδεδειγμένη πηγή χρηματοδότησης για μη χρηματοοικονομικές εταιρίες (NFC), οι οποίες χρησιμοποιούν τα κεφάλαια για τη χρηματοδότηση τρεχουσών δραστηριοτήτων και επενδύσεων κεφαλαίου. Καθώς τα έσοδα των ομολόγων υποστηρίζουν τις επενδύσεις των ευρωπαϊκών εταιρειών, αυτά τα χρηματοοικονομικά μέσα δημιουργούν ανάπτυξη και θέσεις εργασίας, προς όφελος ολόκληρης της οικονομίας και των ευρωπαϊκών πολιτών. Τα εταιρικά ομόλογα αποτελούν μια εναλλακτική πηγή χρηματοδότησης για τις μη χρηματοοικονομικές εταιρίες (NFC), συμβάλλοντας στη μείωση της εξάρτησης από την τραπεζική χρηματοδότηση.

Η προβολή των εταιρικών ομολόγων ως μέσο για τη χρηματοδότηση των εταιρειών έχει αυξηθεί σημαντικά την τελευταία δεκαετία, καθώς τα εταιρικά ομόλογα ήταν ο κύριος δικαιούχος της μείωσης της τραπεζικής χρηματοδότησης μετά την οικονομική κρίση και της

μείωσης των επιτοκίων. Στην πραγματικότητα, τα ομόλογα των μη χρηματοοικονομικών εταιρειών (NFC) αύξησαν σημαντικά την καθαρή έκδοση χρεωστικών τίτλων τα τελευταία χρόνια.

Σε σύγκριση με το 2006, ο αριθμός των εκδόσεων εταιρικών ομολόγων από NFC σχεδόν διπλασιάστηκε σε 788 το 2016, αντιπροσωπεύοντας όγκο 240 δισεκατομμυρίων ευρώ (βλ. Σχήμα 2).

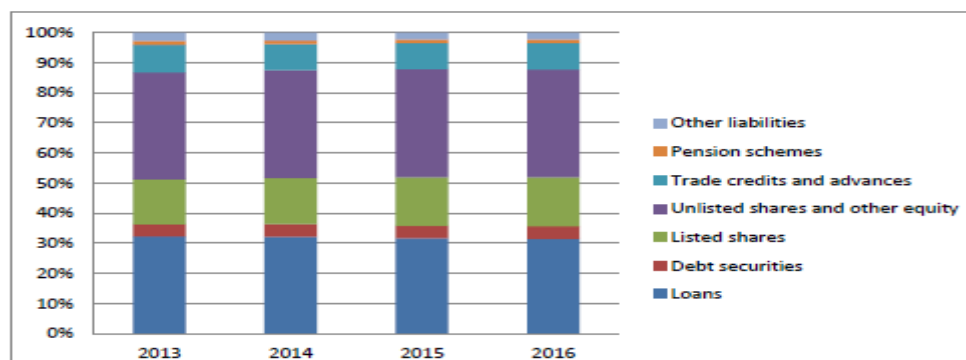
Σχήμα 2. Έκδοση Εταιρικών Ομολόγων από NFC σε EU-28



Source: Dealogic

Ωστόσο, τα ομόλογα παραμένουν οριακή πηγή χρηματοδότησης για τις μη χρηματοοικονομικές επιχειρήσεις NFC στην Ευρώπη, αντιπροσωπεύοντας κατά μέσο όρο μόνο το 4,3% των συνολικών υποχρεώσεων τους (βλ. Σχήμα 3). Στις ΗΠΑ, τα ομόλογα αντιπροσωπεύουν το 11% των συνολικών υποχρεώσεων των μη χρηματοοικονομικών επιχειρήσεων (NFC). Αυτό υποδηλώνει ότι τα εταιρικά ομόλογα έχουν τη δυνατότητα να αντιπροσωπεύουν μια σημαντικά μεγαλύτερη πηγή χρηματοδότησης για τις ευρωπαϊκές εταιρίες.

Σχήμα 3. Πηγές Χρηματοδότησης Εταιρικών Ομολόγων από NFC σε EU-28

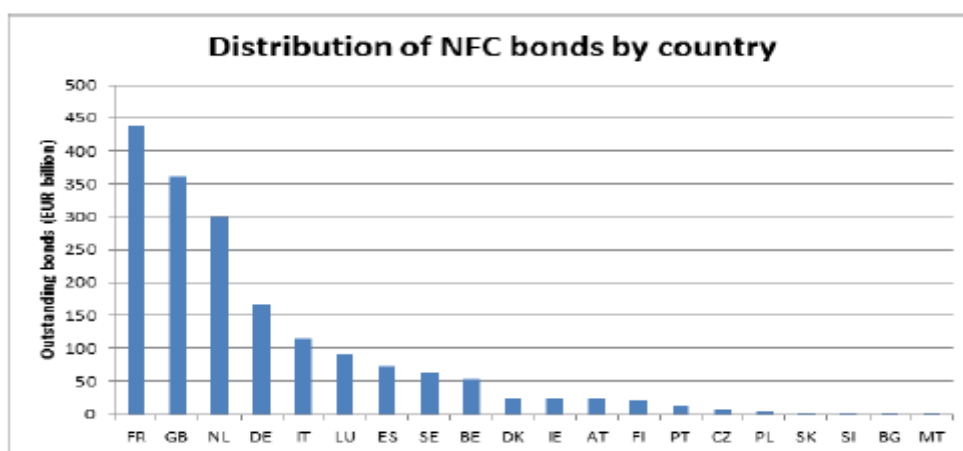


Source: ECB

Άλλες εκτιμήσεις δείχνουν ότι οι αγορές εταιρικών ομολόγων στην Ευρώπη έχουν τη δυνατότητα να καταστούν μια σημαντικά μεγαλύτερη πηγή χρηματοδότησης για τις μη χρηματοοικονομικές επιχειρήσεις (NFC):

- Οι αγορές εταιρικών ομολόγων είναι κατακερματισμένες και οι εκδόσεις ομολόγων συγκεντρώνονται σε λίγες χώρες, ενώ οι αγορές ομολόγων παραμένουν οριακή πηγή χρηματοδότησης για τις μη χρηματοοικονομικές επιχειρήσεις (NFC) σε άλλα κράτη μέλη (βλ. Σχήμα 4).
- Οι μεγάλες και μεσαίες εταιρίες είναι οι κύριοι εκδότες εταιρικών ομολόγων, ενώ οι αγορές εταιρικών ομολόγων παραμένουν σε μεγάλο βαθμό ανεκμετάλλευτες από τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις (SMEs), παρά το γεγονός ότι αποτελούν τη ραχοκοκαλιά της ευρωπαϊκής οικονομίας. Για παράδειγμα, το 66% των Γάλλων εκδοτών που υπέβαλαν ενημερωτικό δελτίο για την εισαγωγή στο εμπόριο χρεογράφων το 2016 και το πρώτο τρίμηνο του 2017 είχαν κεφαλαιοποίηση αγοράς άνω των 5 δισεκατομμυρίων ευρώ και 24% μεταξύ 1 δισεκατομμυρίου ευρώ και 5 δισεκατομμυρίων ευρώ. Μόνο το 10% είχε κεφαλαιοποίηση αγοράς κάτω του 1 δισεκατομμυρίου ευρώ, συμπεριλαμβανομένων μόνο δύο μικρών εταιρειών (με κεφαλαιοποίηση αγοράς κάτω από 200 εκατομμύρια)³. Επιπλέον, η τελευταία έρευνα σχετικά με την πρόσβαση στη χρηματοδότηση των επιχειρήσεων στη ζώνη του ευρώ (SAFE) από την ΕΚΤ υπογράμμισε ότι μόνο το 3% των μικρο-μεσαίων επιχειρήσεων (SMEs) θεώρησε ότι οι χρεωστικοί τίτλοι αποτελούν πιθανή πηγή χρηματοδότησης, ενώ το 51% θεώρησε ότι τα τραπεζικά δάνεια είναι σημαντικά.

Σχήμα 4. Διανομή Ομολόγων ανά χώρα, NFCs, EUR billion (as of 26 September 2017)



Source: Bloomberg

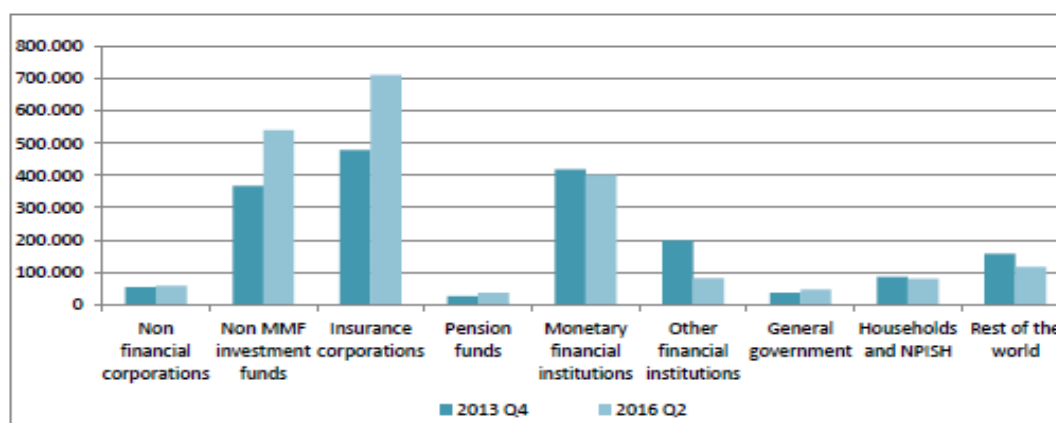
³ Source: Prospectuses approved by the French Competent Authority (AMF) in 2016 and Q1 2017 – see analytical report, chapter 1 section 1.1.1

Πώς επωφελούνται οι επενδυτές από τις αγορές εταιρικών ομολόγων;

Μια αποτελεσματική αγορά εταιρικών ομολόγων είναι επίσης επωφέλης για τους επενδυτές, καθώς τα εταιρικά ομόλογα μπορούν να αποτελέσουν πολύτιμες επενδυτικές ευκαιρίες. Επιτρέπουν μια διαφοροποιημένη επενδυτική στρατηγική και βελτιστοποίηση του προφίλ κινδύνου / απόδοσης ενός χαρτοφυλακίου. Αποτελούν ένα αποτελεσματικό πρόσθετο εργαλείο για τον μετριασμό ορισμένων κινδύνων και την αντιστάθμιση ορισμένων υποχρεώσεων.

Οι μεγαλύτεροι επενδυτές των εταιρικών ομολόγων των μη χρηματοοικονομικών επιχειρήσεων (NFC) είναι οι ασφαλιστικές εταιρίες (Insurance Corporations) (κατέχουν το 34,4% των εκκρεμών ομολόγων από το 2ο τρίμηνο του 2016), τα Money Market Funds-MMFs (26,1%) και τα νομισματικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα (Monetary financial Institutions) (19,4%). Τα νοικοκυριά (Households and NPISH) κατείχαν άμεσα μόνο το 3,8% των εκκρεμών εταιρικών ομολόγων (βλ. Σχήμα 5).

Σχήμα 5. Κάτοχοι Ευρωπαϊκών Εταιρικών Ομολόγων που εκδόθηκαν από NFCs (in million EUR)



Source: Risk Control study

Οι θεσμικοί επενδυτές, όπως οι τράπεζες, οι ασφαλιστικές εταιρίες, τα συνταξιοδοτικά ταμεία και τα επενδυτικά κεφάλαια που δεν ανήκουν σε Money Markets Funds (MMFs), συμμετέχουν άμεσα στην αγορά εταιρικών ομολόγων αγοράζοντας και πουλώντας ομόλογα και έχοντας πρόσβαση τόσο στην πρωτογενή όσο και στη δευτερογενή αγορά. Οι ιδιώτες επενδυτές αποκτούν συνήθως την έκθεσή τους στην αγορά εταιρικών ομολόγων μέσω επενδύσεων, μέσω ενός ή περισσότερων από αυτούς τους θεσμικούς παράγοντες. Παρόλο που πραγματοποιούνται αγορές ομολόγων από μεμονωμένους επενδυτές, η πλειοψηφία των ομολόγων είναι προσβάσιμη μέσω ομαδοποιημένου οχήματος και όχι μέσω απευθείας αγοράς στην πρωτογενή ή δευτερογενή αγορά. Αυτά τα συστήματα

συλλογικών επενδύσεων έχουν ανοίξει την ευρωπαϊκή αγορά εταιρικών ομολόγων που κυριαρχείται συνήθως από θεσμικούς παράγοντες για λογαριασμό θεσμικών λογαριασμών σε ιδιώτες επενδυτές, δημιουργώντας τη δυνατότητα σημαντικής νέας ζήτησης για υποκείμενα εταιρικά ομόλογα.

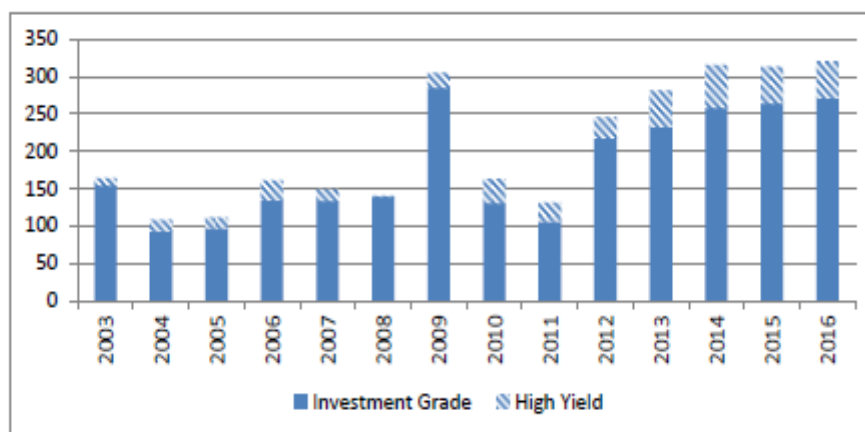
Πόσο οι αποτελεσματικές αγορές εταιρικών ομολόγων ενισχύουν τη χρηματοοικονομική σταθερότητα;

Τα εταιρικά ομόλογα μειώνουν την υπερβολική εξάρτηση του χρηματοοικονομικού συστήματος από τα πιστωτικά ιδρύματα και ως εκ τούτου την ευαισθησία της ευρύτερης οικονομίας στην απομόχλευση των τραπεζών.

Η διαθεσιμότητα μιας εναλλακτικής πηγής χρηματοδότησης για παραγωγικές επενδύσεις στην ΕΕ υποστηρίζει την ευρύτερη οικονομία, επιτρέπει μεγαλύτερη κατανομή κινδύνων και πιο βιώσιμη και ομαλότερη προσφορά πιστώσεων καθ' όλη τη διάρκεια του κύκλου.

Αξίζει να σημειωθεί ότι τα χρόνια της κρίσης, παρόλο που τα spread των εταιρικών ομολόγων διευρύνθηκαν, οι μη χρηματοοικονομικές και οι χρηματοοικονομικές εταιρίες συνέχισαν να εκδίδουν ομόλογα με σταθερό τρόπο. Η πρωτογενής έκδοση κορυφώθηκε ακόμη και το 2009. Από το 2012, επανέλαβε μια σταθερά ανοδική τάση (βλ. Σχήμα 6).

Σχήμα 6. Έκδοση Εταιρικών Ομολόγων



Source: Dealogic

1.3 Πρόσφατες αλλαγές & οι "Drivers" τους

Οι αγορές εταιρικών ομολόγων έχουν σημειώσει σημαντικές διαρθρωτικές και πολιτικές αλλαγές, που οφείλονται σε διάφορους παράγοντες. Αυτές περιλαμβάνουν: μη συμβατικές νομισματικές πολιτικές, τεχνολογικές εξελίξεις, την άνοδο της βιομηχανίας διαχείρισης περιουσιακών στοιχείων, την υποχώρηση ορισμένων τραπεζών από τον

παραδοσιακό τους ρόλο ως κατασκευαστές της αγοράς, αλλαγή της «όρεξης» κινδύνου των επενδυτών ως απάντηση στην κρίση και αυστηρότερους οικονομικούς κανονισμούς. Αυτή η ενότητα περιγράφει μερικές από αυτές τις αλλαγές οι οποίες παρατίθενται παρακάτω:

1.3.1 Αλλαγή δυναμικής δευτερογενούς αγοράς

Οι εταιρίες εκδίδουν νέα ομόλογα και τα πωλούν σε επενδυτές σε **πρωτογενείς αγορές** - δηλαδή αγορές όπου δημιουργούνται και πωλούνται ομόλογα για πρώτη φορά. Οι εκδότες που ασχολούνται με πρωτογενείς αγορές εταιρικών ομολόγων συνειδητοποιούν ότι η συνεχής πρόσβαση ανά πάσα στιγμή και η εύλογη σταθερότητα των πιστωτικών τιμών είναι σημαντικοί παράγοντες για τον καθορισμό της ανθεκτικότητας και της ευρωστίας της αγοράς. Τα ομόλογα που αγοράζονται στην πρωτογενή αγορά μπορούν στη συνέχεια να διαπραγματεύονται από επενδυτές στη δευτερογενή αγορά.

Οι **δευτερογενείς αγορές** είναι σημαντικές για τη λειτουργία των αγορών πρωτογενούς ομολόγου και επομένως της ευρύτερης οικονομίας. Συγκεκριμένα, επιτρέπουν στους εκδότες να υπολογίζουν το κόστος χρηματοδότησης και να παρέχουν στους επενδυτές πληροφορίες σχετικά με επενδυτικές ευκαιρίες. Αυτό ισχύει ιδιαίτερα για τους συχνούς εκδότες. Η ρευστότητα (η ρευστότητα της αγοράς, με την ευρύτερη έννοια, αναφέρεται στην ευκολία με την οποία τα χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία μπορούν να αγοραστούν ή να πωληθούν χωρίς να έχουν αδικαιολόγητη επίδραση στις τιμές) στις δευτερογενείς αγορές είναι ζωτικής σημασίας για τους επενδυτές που θέλουν να διαπραγματεύονται εντός και εκτός αγοράς εταιρικών ομολόγων, και ακόμη περισσότερο για λιγότερο συχνούς εκδότες ή μικρότερες εταιρίες. Επιπλέον, η ρευστότητα που παρέχεται από μια υγιή δευτερογενή αγορά διευρύνει τη βάση των επενδυτών, αυξάνοντας έτσι την προοπτική των επιχειρήσεων να χρηματοδοτηθούν αποτελεσματικά. Επομένως, η αποτελεσματικότητα και η ποιότητα των δευτερογενών αγορών ομολόγων είναι εξίσου σημαντική για τους επενδυτές και τους εκδότες.

Ένα εταιρικό ομόλογο έχει έναν «κύκλο ζωής φυσικής ρευστότητας» που αποτελείται από μια αξιοπρεπή ενεργή περίοδο αμέσως μετά την έκδοση, και στη συνέχεια μια πτώση της δραστηριότητας (το ενδιαφέρον αγοράς και πώλησης γίνεται όλο και πιο σπάνιο) έως ότου είτε ο εκδότης του ομολόγου βιώσει ένα συμβάν που σχετίζεται με την πίστωση, ή το ομόλογο αναχρηματοδοτείται ή ωριμάζει. Συνήθως, η ενεργός περίοδος κυμαίνεται από μία έως τρεις εβδομάδες, μετά την οποία μειώνεται η ρευστότητα. Επομένως, οι επενδυτές τείνουν να διατηρούν αυτά τα ομόλογα για μεγάλα χρονικά διαστήματα. Σε αντίθεση με τα ίδια κεφάλαια και τα περισσότερα κρατικά χρέη, το εταιρικό χρέος διαπραγματεύεται σπάνια, με το 90% όλων των εταιρικών ομολόγων να αλλάζουν χέρια λιγότερο από πέντε φορές το χρόνο. Υπήρξε

πρόσφατα σημαντική έρευνα σχετικά με τη ρευστότητα των εταιρικών ομολόγων, η οποία δίνει μια μικτή εικόνα⁴. Οι συμμετέχοντες στην αγορά, από την άλλη πλευρά, διατύπωναν συνεχώς ανησυχίες σχετικά με τη λειτουργία και την περιορισμένη ρευστότητα των δευτερογενών αγορών. Συγκεκριμένα, αναφέρουν ότι έχουν βιώσει μείωση της ρευστότητας τα τελευταία χρόνια. Αναφέρουν δυσκολίες στο εμπόριο του επιθυμητού ποσού κινητών αξιών χωρίς να επηρεάζουν ουσιαστικά την τιμή. Η περιορισμένη ρευστότητα καθιστά δύσκολη τη συναλλαγή εντός και εκτός των εταιρικών ομολόγων και μεταφράζεται σε υψηλότερο κόστος για εκδότες και επενδυτές. Επιπλέον, αυξάνει τον κίνδυνο άτακτων πωλήσεων σε περιόδους άγχους της αγοράς, που μπορεί να θέσουν σε κίνδυνο τη χρηματοοικονομική σταθερότητα.

Η δευτερογενής αγορά εταιρικών ομολόγων υπήρξε ιστορικά μια εξωχρηματιστηριακή (Over-the-counter-OTC) αγορά, όπου οι έμποροι διαδραματίζουν κεντρικό ρόλο. Εκτιμάται ότι πάνω από τα 4/5 των συναλλαγών σε ευρωπαϊκά εταιρικά ομόλογα εξακολουθούν να πραγματοποιούνται με έναν αντιπρόσωπο. Μια βασική προϋπόθεση για αυτό το μοντέλο της αγοράς να λειτουργεί αποτελεσματικά είναι ότι οι έμποροι είναι πρόθυμοι και ικανοί να διαδραματίσουν το ρόλο των διαμεσολαβητών. Εκπληρώνουν είτε τις παραγγελίες των πελατών με την εύρεση αντιστοιχιών στην υπάρχουσα προσφορά και ζήτηση (δηλαδή μεσιτεία ή πρακτορεία συναλλαγών) είτε μπαίνουν ως αντισυμβαλλόμενοι στις συναλλαγές των πελατών τους δεσμεύοντας τη δική τους χωρητικότητα ισολογισμού (δηλαδή την αγορά ή την κύρια διαπραγμάτευση). Η τελευταία επιλογή απαιτεί τη δυνατότητα ανάπτυξης επαρκούς κεφαλαίου.

Μετά την κρίση και την επακόλουθη κανονιστική αναθεώρηση, οι τράπεζες των αντιπροσώπων ανταποκρίθηκαν προσαρμόζοντας τα επιχειρηματικά τους χαρτοφυλάκια, βελτιστοποιώντας τους ισολογισμούς και μειώνοντας τις βάσεις κόστους. Αυτή η πίεση, σε συνδυασμό με εναλλακτικούς παρόχους ρευστότητας που προσφέρουν ανταγωνιστικές υπηρεσίες, ώθησε πολλές τράπεζες αντιπροσώπων να γίνουν πιο επιλεκτικές στις εμπορικές τους δραστηριότητες. Τα συγκεντρωτικά στοιχεία για τις συμμετοχές σε 13 μεγάλες τράπεζες δείχνουν απότομη μείωση των αποθεμάτων για τις ευρωπαϊκές τράπεζες. Αυτή η μείωση σχετίζεται τόσο με χρηματοοικονομικά όσο και μη χρηματοοικονομικά αποθέματα εταιρικών ομολόγων. Ορισμένοι κατασκευαστές της αγοράς έχουν επικεντρώσει τις δραστηριότητές τους στην αποτελεσματικότερη χρήση κεφαλαίων και ισολογισμού. Αυτό σε ορισμένες περιπτώσεις

⁴ See Risk Control study

έχει μεταφραστεί σε μεγαλύτερο ποσοστό μη βασικών συναλλαγών χωρίς κίνδυνο. Ωστόσο, η συντριπτική πλειονότητα των συναλλαγών απαιτεί τη διαχείριση του κινδύνου.

Η ικανότητα των διαμεσολαβητών να προσφέρουν ρευστότητα και να παρέχουν αποτελεσματική και ανταγωνιστική τιμολόγηση στους πελάτες τους βασίζεται επίσης στην ικανότητά τους να αντισταθμίζουν και να χρηματοδοτούν τις θέσεις που παίρνουν τα βιβλία συναλλαγών τους. Για να το κάνουν αυτό, αγοράζουν ή συντομεύουν περιουσιακά στοιχεία, χρησιμοποιούν παράγωγα καθώς και συναλλαγές δανεισμού τίτλων και επαναγοράς - εξ ου και η ανάγκη να έχουν αποτελεσματικές και ρευστές αγορές ώστε να είναι σε θέση να αντισταθμίζουν και να χρηματοδοτούν θέσεις με περιορισμένο κόστος.

Οι κύριοι λόγοι για τη μείωση των δραστηριοτήτων της αγοράς είναι, κατά σειρά σπουδαιότητας:

- (i) συμμόρφωση με τις τρέχουσες ή αναμενόμενες αλλαγές στη ρύθμιση
- (ii) διαθεσιμότητα ισολογισμού ή κεφαλαίου στα αντίστοιχα ιδρύματά τους
- (iii) μειωμένη κερδοφορία των δραστηριοτήτων της αγοράς
- (iv) εσωτερικά ταμειακά τέλη για τη χρηματοδότηση δραστηριοτήτων δημιουργίας αγορών, καθώς και
- (v) μειωμένη προθυμία των ιδρυμάτων που ενεργούν ως υπεύθυνοι για την ανάληψη

1.3.2 Νομισματική πολιτική

Στις 8 Ιουνίου 2016, το Ευρωσύστημα άρχισε να αγοράζει τίτλους που εκδίδονται από μη τραπεζικές εταιρίες τόσο στην πρωτογενή όσο και στη δευτερογενή αγορά στο πλαίσιο του νέου Προγράμματος Αγοράς Επιχειρηματικού Τομέα – Corporate Sector Purchase Program (**CSPP**). Από τις 6 Οκτωβρίου 2017, το CSPP κατείχε 116,4 δισεκατομμύρια ευρώ μη τραπεζικών εταιρικών ομολόγων.

Το **CSPP** αποτελεί μέρος του προγράμματος αγοράς περιουσιακών στοιχείων της ΕΚΤ - Asset Purchase Program (**APP**). Σκοπός του είναι να διευκολυνθούν οι συνθήκες χρηματοδότησης στην πραγματική οικονομία. Σε γενικές γραμμές, το CSPP αποτελείται από investment-grade euro-denominated ομόλογα που εκδίδονται από μη χρηματοοικονομικές και ασφαλιστικές εταιρίες εγκατεστημένες στη ζώνη του ευρώ. Το CSPP βοηθά τις επιχειρήσεις σε ολόκληρη τη ζώνη του ευρώ για καλύτερη πρόσβαση σε πιστώσεις, ενίσχυση των επενδύσεων, δημιουργία θέσεων εργασίας και ως εκ τούτου υποστηρίζουν τη συνολική οικονομική

ανάπτυξη. Αυτό αποτελεί προϋπόθεση για να επιστρέψει ο πληθωρισμός και να σταθεροποιηθεί σε επίπεδα κάτω, αλλά κοντά στο 2% μεσοπρόθεσμα.

Οι αγορές είναι καλά διαφοροποιημένες μεταξύ εταιριών σε πολλούς οικονομικούς τομείς και σε ολόκληρη τη ζώνη του ευρώ. Το CSPP πιστεύεται ότι έχει από αντίκτυπο στις συνθήκες της αγοράς, ιδίως μέσω της ενίσχυσης των spreads των εταιρικών ομολόγων και της σταθερότητας στην πρωτογενή αγορά. Ωστόσο, η προσδοκία είναι ότι η ΕΚΤ θα αρχίσει να περιορίζει το πρόγραμμα στο εγγύς μέλλον. Εκτός αν η προσεκτική διαχείριση και η σωστή επικοινωνία, θα μπορούσαν να προκαλέσουν προσαρμογές και αβεβαιότητα. Η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ, η οποία είχε επίσης ασχοληθεί με τις πολιτικές ποσοτικής χαλάρωσης, άρχισε να μειώνει τον ισολογισμό της τον Οκτώβριο του 2017.

1.3.3 Ρυθμιστικές αλλαγές

Μεταβολές μετά την κρίση στους κανονισμούς των χρηματοπιστωτικών αγορών αναφέρονται συχνά ως μία από τις κύριες αιτίες της μείωσης της ρευστότητας της αγοράς, ιδίως (αλλά όχι μόνο), καθιστώντας όλο και πιο έντονη την ανάγκη για κεφάλαιο για τους κατασκευαστές της αγοράς ώστε να διατηρούν αποθέματα. Ωστόσο, εφαρμόστηκαν μέτρα πολιτικής για την αντιμετώπιση της κρίσης - όπως αυστηρότεροι κανόνες προληπτικής εποπτείας των τραπεζών, αυστηρότερα όρια στις απαιτήσεις αντιστάθμισης και ώθηση για μεγαλύτερη διαφάνεια - για να καταστεί το χρηματοπιστωτικό σύστημα πιο ανθεκτικό. Ως αποτέλεσμα, το χρηματοπιστωτικό σύστημα αναμένεται να είναι καλύτερα σε θέση να αντιμετωπίσει ένα πιθανό δυσμενές σοκ ρευστότητας στην αγορά από ό,τι πριν από την κρίση.

Καθώς οι αντισταθμιστικές πολιτικές (trade-offs) επανεξετάζονται βάσει της εμπειρίας με τους νέους κανόνες, θα πρέπει να εξετασθούν εκ νέου βαθμονομήσεις στο νομοθετικό πλαίσιο για τις χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες.

Νομοθεσία που επηρεάζει τις αγορές εταιρικών ομολόγων και τις δραστηριότητες αγοράς

Η MiFID II

Στις 20 Οκτωβρίου 2011, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή ενέκρινε νομοθετική πρόταση για την αναθεώρηση της οδηγίας 2004/39/EK για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων (γνωστή ως MiFID II ή MiFID review). Η MiFID II επεκτείνει το πεδίο εφαρμογής της ισχύουσας οδηγίας. Αυτή η αναθεώρηση κρίθηκε επιβεβλημένη, και δεν έχει τεθεί αποκλειστικά και μόνο λόγω της οικονομικής κρίσης, παρόλο που η MiFID II είναι επίσης μια απάντηση σε αυτό. Η MiFID II είναι ένα κομβικό σημείο σε μια πολύ ευρύτερη αναμόρφωση της νομοθεσίας των πιστωτικών τίτλων, με έμφαση στα εξωχρηματιστηριακά παράγωγα, στους κεντρικούς

αντισυμβαλλόμενους, στα αποθετήρια (EMIR) και στη νομοθεσία για τις ανοικτές πωλήσεις και συμβάσεις αντιστάθμισης πιστωτικού κινδύνου (Short-selling). Επίσης αποτελεί αναθεώρηση της οδηγίας για τη κατάχρηση αγοράς (Margin for Adverse Deviation -MAD), τροποποιεί τις οδηγίες σχετικά με τη διαφάνεια και τα Ενημερωτικά Δελτία, υποβάλλει προτάσεις για το Κεντρικό Αποθετήριο Αξιών (CSD-Central Securities Depository -Κ.Α.Α.) και τροποποιεί την οδηγία περί πιστωτικών τίτλων (SLD). Επίσης, συνδέεται άμεσα με βασικές ρυθμιστικές αλλαγές στη βιομηχανία διαχείρισης περιουσιακών στοιχείων, συμπεριλαμβανομένων των τροποποιήσεων στην οδηγία για τον Οργανισμό Συλλογικών Επενδύσεων σε Κινητές Αξίες (ΟΣΕΚΑ) και στην οδηγία 2011/61/ΕΕ σχετικά με τους διαχειριστές οργανισμών εναλλακτικών επενδύσεων (AIFMD) και την πρωτοβουλία για την επένδυση στα συσκευασμένα προϊόντα λιανικής (PRIPs).

Το νέο καθεστώς, όπως περιγράφεται στο σχετικό έγγραφο διαβούλευσης, θα αλλάξει θεμελιωδώς τον τρόπο των αγορών κινητών αξιών που λειτουργούν στην ΕΕ, ιδιαίτερα σε σχέση με τις διαπιστωθείσες ελλείψεις που έλαβαν χώρα κατά τη διάρκεια της χρηματοπιστωτικής κρίσης. Η αναθεώρηση αφορά επίσης, στις εξελίξεις που συνέβησαν από την εφαρμογή της MiFID το έτος 2007, και ιδίως την αυξημένη χρήση της τεχνολογίας και των συνεπειών της στις εμπορικές πρακτικές. Η σχετική διαβούλευση δημιούργησε σημαντικό ενδιαφέρον και συζήτηση και υποβλήθηκαν πάνω από 4.200 έγγραφα παρατηρήσεων από τις ενδιαφερόμενες επιχειρήσεις και τους λοιπούς φορείς της βιομηχανίας, με ορισμένους από αυτούς να εκφράζουν σημαντικές ανησυχίες σχετικά με τις προταθείσες τροποποιήσεις.

Μετά την παγκόσμια οικονομική κρίση, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή αποφάσισε να επανεξετάσει το πλαίσιο της οδηγίας MiFID και στις 20 του Οκτώβρη 2011 δημοσίευσε τις προτάσεις για μια αναθεωρημένη οδηγία (MiFID II) και με νέο κανονισμό (MiFIR). Το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο ψήφισε τις τροπολογίες του στις προτάσεις της Επιτροπής στις 26 Οκτωβρίου του 2012 και το Συμβούλιο κατέληξε σε γενική προσέγγιση τον Ιούνιο του 2013. Στην συνέχεια άρχισαν τριμερείς διάλογοι μεταξύ των τριών νομοθετικών θεσμικών οργάνων της ΕΕ, που οδήγησαν σε μια πολιτική συμφωνία για το Επίπεδο 1 MiFID II / MiFIR που επετεύχθη υπό Ελληνική Προεδρία στις 14 Ιανουαρίου 2014⁵. Σημειώνεται ότι η πολιτική συμφωνία επί της οδηγίας χρειάστηκε τριάμισι χρόνια ώστε να επιτευχθεί (η αρχική εισήγηση της Κομισιόν έγινε τον Οκτώβριο του 2011) και εντάσσεται στη γενικότερη πολιτική

⁵ «Η συμφωνία επί της αρχής με το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο για το κανονιστικό πλαίσιο που αφορά στις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων (MiFID) αποτελεί σημαντικό βήμα για ένα ασφαλέστερο, ορθότερο, περισσότερο διαφανές και υπεύθυνο χρηματοπιστωτικό σύστημα. Με το νέο αναθεωρημένο κανονιστικό πλαίσιο, η Ευρωπαϊκή Ένωση αποκτά ένα σημαντικό εργαλείο για τη μείωση του συστημικού κινδύνου, την εξασφάλιση της σταθερότητας των χρηματοπιστωτικών αγορών, καθώς και την επαρκή προστασία των επενδυτών», Υπουργός Οικονομικών της Ελληνικής Δημοκρατίας Γιάννης Στουρνάρας, Πρόεδρος του Συμβουλίου Οικονομικών και Δημοσιονομικών Υποθέσεων της ΕΕ (ECOFIN), δελτίου τύπου της 15-01-2014 του Υπουργείου Οικονομικών.

περιορισμού της ασυδοσίας του χρηματοπιστωτικού συστήματος, στον απόηχο της μεγάλης οικονομικής κρίσης του 2008.

Ειδικότερα, πρωταρχικός στόχος της MiFID ήταν να δημιουργήσει ένα εύρωστο κοινό κανονιστικό πλαίσιο για τις αγορές κινητών αξιών της Ευρώπης, ενώ θα προωθούσε τον ανταγωνισμό και την ενίσχυση της προστασίας των επενδυτών. Πλην όμως, επικεντρώθηκε κυρίως στην αγορά των μετοχών. Η MiFID II φαίνεται να συνδυάζει αυτούς τους αρχικούς στόχους, με αρχική θεώρηση την άμβλυνση της πιθανότητας κινδύνου στα χρηματοπιστωτικά συστήματα στο σύνολό τους -με φόντο τις δεσμεύσεις των G20- και την εξασφάλιση της αποδοτικότητας των αγορών. Από την άποψη του συστημικού κινδύνου, η χρηματοπιστωτική κρίση ανέδειξε επίσης τις αδυναμίες του εποπτικού πλαισίου της Ευρωπαϊκής Ένωσης, που οδήγησε στην δημιουργία του Ευρωπαϊκού Συστήματος Χρηματοπιστωτικής Εποπτείας, συμπεριλαμβανομένων του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου Συστημικού Κινδύνου και των ευρωπαϊκών εποπτικών αρχών. Μια κεντρική εντολή των ευρωπαϊκών εποπτικών αρχών είναι η ανάπτυξη ενός «ενιαίου εγχειριδίου κανόνων», με προσπάθεια για σύγκλιση των εποπτικών πρακτικών. Με την MiFID II, αναμένεται η συζήτηση σχετικά με την έκταση της εποπτείας στην Ευρώπη και από ποιούς. Σαφώς, όμως, η Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών (European Securities and Markets Authority- ESMA) θα διαδραματίσει ένα διαφορετικό ρόλο στο μέλλον από την προκάτοχό του, την Ευρωπαϊκή Επιτροπή Ρυθμιστικών Αρχών των Αγορών Κινητών Αξιών (Committee of European Securities Regulators - CESR).

Το έγγραφο διαβούλευσης της ΕΚΤ για την MiFID II θέτει 147 σημεία συζήτησης σε οκτώ τμήματα, με στόχο την ενίσχυση του ισχύοντος κανονιστικού πλαισίου της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Ειδικότερα, αναφορικά με το πεδίο εφαρμογής της MiFID, αυτό προτείνεται να επεκταθεί σε περισσότερες επιχειρήσεις, όπως σε ορισμένες επιχειρήσεις βασικών προϊόντων, σε παρόχους δεδομένων και επιχειρήσεις τρίτων χωρών. Επιπλέον, θα συμπεριληφθούν στο πεδίο εφαρμογής της MiFID, και πρόσθετα μέσα, όπως οι δομημένες καταθέσεις.

Οι βασικές αλλαγές που προτείνονται είναι οι εξής:

α. Η διάρθρωση της αγοράς: Διαπραγμάτευση σε ρυθμιζόμενα χρηματιστήρια και πλατφόρμες συναλλαγών για όλες τις κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων και εισαγωγή νέας πλατφόρμας συναλλαγών, την Οργανωμένη Αγορά Διαπραγμάτευσης - Organised Trading Facility (για τα μη- μετοχικά προϊόντα).

β. Διαφάνεια: Η προ-και η μετά της συναλλαγής διαφάνεια αυξάνεται για τις μετοχές και διευρύνεται για να συμπεριλάβει τα λοιπά μέσα.

γ. Αλγοριθμική συναλλαγή: Αυξημένες απαιτήσεις και ελέγχους για αλγοριθμικές και υψηλής συχνότητας συναλλαγές.

δ. Προστασία των επενδυτών: Εκτεταμένο πεδίο για τα τεστ καταλληλότητας, ενίσχυση των πληροφοριών για τους πελάτες και σαφής διάκριση μεταξύ των ανεξάρτητων συμβουλών και μη ανεξάρτητων συμβουλών.

ε. Παράγωγα: Εναρμονισμένο σύστημα καθορισμού των ανωτάτων ορίων του για τις θέσεις που κατέχουν σε παράγωγα

στ. Τρίτες χώρες: υιοθετεί ένα εναρμονισμένο καθεστώς για τις επιχειρήσεις τρίτων χωρών που παρέχουν υπηρεσίες σε επαγγελματίες πελάτες και σε επιλέξιμους αντισυμβαλλόμενους στην ΕΕ.

Από τον Ιανουάριο του 2018, η οδηγία για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων (MiFID II- Directive 2004/39/EC) απαιτεί από τους συμμετέχοντες στην αγορά να αναφέρουν τις τιμές και τον ακριβή όγκο όλων των ολοκληρωμένων συναλλαγών ομολόγων σε πρωτοφανές επίπεδο λεπτομέρειας.

Περισσότερες συναλλαγές αναμένεται να μετακινηθούν σε ηλεκτρονικές πλατφόρμες, οι οποίες είναι απασχολημένες με την ενσωμάτωση αυτόματων αναφορών. Οι ορισμοί των "market-makers" και του "market-making" μπορούν να βρεθούν στο MiFID II και στον Κανονισμό για τις Αγορές Πωλήσεων (SSR)- Regulation (EU) No 236/2012.

Βασιλεία III

Η επιτροπή της Βασιλείας με τον σχηματισμό του νέου εποπτικού πλαισίου στοχεύει στην ενίσχυση και βελτίωση του χρηματοπιστωτικού συστήματος, ώστε να βρίσκεται σε θέση να απορροφά και να διαχειρίζεται τις κρίσεις, ελαχιστοποιώντας την πιθανότητα μεταφοράς της κρίσης στην πραγματική οικονομία. Δίνεται ιδιαίτερη σημασία στη συνέπεια, την διαφάνεια και την αύξηση του κεφαλαίου, στην ενδυνάμωση της ρευστότητας, στην αποτελεσματική διαχείριση του κινδύνου, στη μείωση της υπερβάλλουσας μόχλευσης, στη μείωση της προ-κυκλικότητας και στη διατήρηση της διαφάνειας του συστήματος.

Σύμφωνα με τα παγκόσμια πρότυπα της Βασιλείας, οι βασικές απαιτήσεις ρυθμιστικού κεφαλαίου και ρευστότητας, περιλαμβάνουν το Leverage Ratio (LR), το Net Stable Funding Ratio (NSFR) και το Liquidity Coverage Ratio (LCR). Αυτές οι απαιτήσεις που ορίζονται στον Κανονισμό Κεφαλαιακών Απαιτήσεων - Capital Requirements Regulation (CRR) και στην Οδηγία (CRD), που αναφέρονται ως κανονισμός / οδηγία για τις κεφαλαιακές απαιτήσεις (ΚΚΑ / ΟΚΑ VI) CRR / CRD IV, περιλαμβάνουν επίσης τις ρυθμιστικές κεφαλαιακές απαιτήσεις για τη δραστηριότητα της αγοράς.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

ΝΟΜΙΚΟ & ΚΑΝΟΝΙΣΤΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ

Υπάρχει ένα γενικό υποχρεωτικό νομικό πλαίσιο στο οποίο εστιάζεται η προστασία δανειστών, οι διαδικασίες αφερεγγυότητας, οι απαιτήσεις γνωστοποίησης και οι συναλλαγές εμπιστευτικότητας

2.1 Το νομικό και κανονιστικό πλαίσιο των εταιρικών ομολόγων

Το εταιρικό ομόλογο είναι υποχρέωση χρέους. Η εταιρία είναι ο δανειολήπτης και ο επενδυτής είναι ο πιστωτής. Τα καθήκοντα των εκδοτών και τα δικαιώματα του ομολογιούχου καλύπτονται από έναν σύνολο γενικών νόμων και κανονισμών που καθορίζουν τη σχέση μεταξύ δανειολήπτη και πιστωτών. Το πιο σημαντικό είναι ίσως το εταιρικό δίκαιο και ο κανονισμός αφερεγγυότητας, που συχνά συμπληρώνουν το ένα το άλλο. Οι διατάξεις και η αλληλεπίδραση μεταξύ εταιρικού δικαίου και του κανονισμού αφερεγγυότητας, ποικίλλει μεταξύ των δικαιοδοσιών, αλλά τα βασικά στοιχεία, πέρα από την δημοσιοποίηση, περιλαμβάνουν κεφαλαιακές απαιτήσεις, το χρονοδιάγραμμα και τα καθήκοντα σχετικά με την έναρξη διαδικασίας αφερεγγυότητας, τη διαδικασία ανάκτησης και τον προσδιορισμό και τη σειρά προτεραιότητας για διαφορετικές κατηγορίες χρέους. Ενώ μερικοί από αυτούς τους γενικούς κανόνες ισχύουν για όλους τους πιστωτές, τους κατόχους ομολόγων, όπως και άλλοι μεγάλοι και μακροπρόθεσμοι πιστωτές, μπορούν μέσω συγκεκριμένων συμβατικών ρυθμίσεων να επηρεάσουν τους όρους για την οποία παρέχουν την πίστωση, για παράδειγμα σε σχέση με την προτεραιότητα (αρχαιότητα) στην περίπτωση αδυναμίας πληρωμής (default).

Δεδομένου ότι τα ομόλογα αντιπροσωπεύουν ένα ειδικό είδος δανείου που χωρίζεται σε διακριτές αξίες που μπορούν να αγοραστούν από ένα ευρύ φάσμα επενδυτών και στη συνέχεια να αποτελέσουν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε μια δευτερογενή αγορά, υπόκεινται επίσης σε διάφορες μορφές κανονισμών κινητών αξιών, με στόχο «χρεωστικούς τίτλους». Υπάρχουν επίσης νομικές και κανονιστικές απαιτήσεις που είναι πιο συγκεκριμένες για εταιρικά ομόλογα. Αυτοί οι κανονισμοί καλύπτουν τρεις βασικούς τομείς

- 1) την έκδοση της προσφοράς ομολόγων (το ενημερωτικό δελτίο)
- 2) απαιτήσεις γνωστοποίησης για εκκρεμή ομόλογα, και
- 3) κανόνες διαπραγμάτευσης σε δευτερογενείς αγορές.

2.1.1 Η έκδοση της προσφοράς ομολόγων (το ενημερωτικό δελτίο)

Στις σημερινές κεφαλαιαγορές, το γενικά αποδεκτό καθεστώς προσφοράς κινητών αξιών βασίζεται σε ένα σύστημα δημοσιοποίησης πληροφοριών, όπου το ενημερωτικό δελτίο παίζει κεντρικό ρόλο. Το ενημερωτικό δελτίο, το οποίο υποβάλλεται στον ρυθμιστή κινητών αξιών για έλεγχο, περιέχει τις κύριες χρηματοοικονομικές και μη χρηματοοικονομικές πληροφορίες για τον εκδότη και τα βασικά χαρακτηριστικά της ασφάλειας που ο εκδότης θέλει να προσφέρει στο κοινό. Συγκεκριμένα, ένα ενημερωτικό δελτίο εταιρικών ομολόγων και τα συμπληρώματά του, περιέχει πληροφορίες σχετικά με την οικονομική κατάσταση της εταιρίας, με τους παράγοντες κινδύνου, με το σκοπό της έκδοσης (χρήση των εσόδων) και περιγραφή των κύριων χαρακτηριστικών του ομολόγου, συμπεριλαμβανομένου προβλέψεις που περιλαμβάνονται στην εγγύηση ομολόγων.

Στην ΕΕ, οι όροι και οι απαιτήσεις γνωστοποίησης σε σχέση με εκδόσεις εταιρικών ομολόγων θεσπίστηκαν στην οδηγία για το ενημερωτικό δελτίο της ΕΕ (2003/71/ΕΚ), η οποία τέθηκε σε ισχύ τον Ιούλιο 2005 και, έως σήμερα, έχει αναθεωρηθεί πέντε φορές. Η οδηγία ορίζει ότι όταν μια φορά το ενημερωτικό δελτίο έχει εγκριθεί από την αρμόδια αρχή σε ένα κράτος μέλος, χρησιμεύει ως «Διαβατήριο» που επιτρέπει στον εκδότη να προσφέρει το ομόλογο δημοσίως και σε άλλα κράτη μέλη.

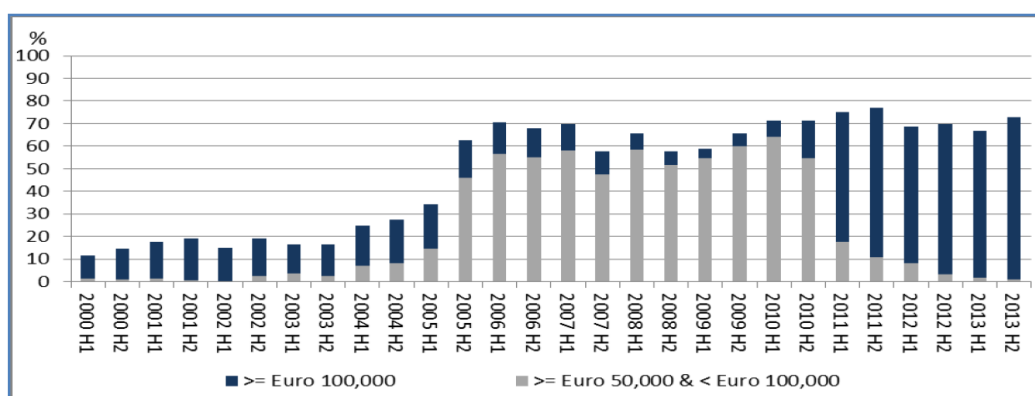
Η οδηγία για τα ενημερωτικά δελτία έχει μια προσέγγιση «δομικών στοιχείων», η οποία προορίζεται να παράσχει στους επενδυτές επίπεδο πληροφόρησης και προστασίας, προσαρμοσμένο στις περιστάσεις τους και στο χαρακτήρα της έκδοσης ομολόγων. Αυτό σημαίνει, για παράδειγμα, ότι απαιτείται μόνο ενημερωτικό δελτίο για εκδόσεις ομολόγων με ονομαστική αξία ανά μονάδα κάτω των 100.000 ευρώ. Ομόλογα που εκδίδονται με ονομαστική αξία ανά μονάδα 100.000 ευρώ ή περισσότερο εξαιρούνται από την παροχή αγγελίας. Πριν από το 2011, αυτό το ποσό αποκοπής ήταν 50.000 ευρώ.

Η οδηγία για το ενημερωτικό δελτίο επιτρέπει επίσης εξαιρέσεις από την υποχρέωση παροχής ενημερωτικού δελτίου εάν:

- η προσφορά γίνεται μόνο σε ειδικευμένους επενδυτές ή
- η προσφορά γίνεται σε πολύ περιορισμένο αριθμό ατόμων εκτός από ειδικευμένους επενδυτές ή
- η προσφορά γίνεται σε επενδυτές που απέκτησαν τίτλους για συνολικό ποσό τουλάχιστον 100.000 ευρώ ανά επενδυτή ή
- εάν το σύνολο, η αξία της προσφοράς είναι μικρότερη από 100.000 ευρώ για οποιαδήποτε περίοδο 12 μηνών.

Δεν αποτελεί έκπληξη το γεγονός ότι το ενημερωτικό δελτίο για ομόλογα που εξαιρούνται με ονομαστική αξία αρχικά 50.000 ευρώ και αργότερα 100.000 ευρώ έκαναν πολλούς εκδότες να ορίσουν τις μονάδες τους σε αυτά τα επίπεδα ή περισσότερο. Το σχήμα 7 παρακάτω, δείχνει το ποσοστό των ομολόγων που είναι εισηγμένα στα χρηματιστήρια της ΕΕ με ονομαστικές αξίες μεταξύ 50.000 και 100.000 ευρώ ή με 100.000 ευρώ και άνω. Πριν από το 2005, λιγότερο από το 30% των ομολόγων που ήταν εισηγμένα στα χρηματιστήρια της ΕΕ είχαν ονομαστικές αξίες ανά μονάδα πάνω από το όριο των 50.000 ευρώ. Με τη δημοσίευση της οδηγίας για τα ενημερωτικά δελτία στα τέλη του 2003, το μερίδιο αυτό άρχισε να αυξάνεται αργά και όταν η οδηγία τέθηκε σε ισχύ τον Ιούλιο του 2005, ξαφνικά αυξήθηκε στο 63%. Μετά την αύξηση του κατώτατου ορίου στα 100.000 ευρώ το 2011, υπήρξε παρόμοιο άλμα για τα ομόλογα. Συνοπτικά, εξαιρείται το 60-70% των ομολόγων που είναι εισηγμένα σε χρηματιστήρια της ΕΕ κάθε χρόνο από την παρουσίαση ενημερωτικού δελτίου λόγω του κριτηρίου μεγέθους της ονομαστικής αξίας.

Σχήμα 7. Ποσοστό ομολόγων της ΕΕ με ονομαστική αξία τουλάχιστον 50.000 ευρώ και ευρώ 100.000



Source: OECD calculations, see Box 2.1. for details

Τα χρηματιστήρια του Λονδίνου και του Λουξεμβούργου προσέφεραν μια άλλη εναλλακτική λύση για τους εκδότες που ήθελαν να αποφύγουν την απαίτηση ενημερωτικού δελτίου. Και οι δύο καθιέρωσαν αγορές ευρώ-ομολόγων με τη μορφή της επαγγελματικής αγοράς κινητών αξιών στο Λονδίνο και του Euro MTF στο Λουξεμβούργο. Αυτές οι αγορές ταξινομούνται ως αγορές ρυθμιζόμενες από το χρηματιστήριο και δεν εμπίπτουν στο MiFID, ορισμός της «ρυθμιζόμενης αγοράς». Κατά συνέπεια, εταιρικά ομόλογα που διαπραγματεύονται αυτοί οι χώροι δεν υπόκεινται στις απαιτήσεις της Οδηγίας για το Ενημερωτικό Δελτίο. Κανένα από τα δυο δεν υπόκεινται στις απαιτήσεις των Οδηγιών Διαφάνειας της ΕΕ.

Εάν ένα ομόλογο δεν είναι εγγεγραμμένο, ο κανονισμός SEC, καταρχήν, ορίζει ότι δεν μπορεί να πωληθεί στην αγορά πριν από μια ελάχιστη περίοδο διατήρησης 6 μηνών ή 1 έτους. Ωστόσο, ο κανόνας 144A, που θεσπίστηκε το 1990, επιτρέπει την μεταπώληση μη εγγεγραμμένων κινητών αξιών σε ειδικευμένο ίδρυμα αγοραστές (QIBs) χωρίς να τηρούν ελάχιστη περίοδο διακράτησης και χωρίς να πρέπει να εγγράψουν την ασφάλεια. Αυτή ήταν μια σημαντική εξαίρεση που έδωσε στους εκδότες πρόσβαση σε μια μεγάλη ομάδα επενδυτών, οι οποίοι δεν χρειάστηκαν πλέον να ανησυχούν για ελάχιστη περίοδο διακράτησης. Όταν οι εταιρίες δεν είναι από τις ΗΠΑ και προσφέρουν τα ομόλογα τους στις ΗΠΑ, συνήθως το κάνουν σύμφωνα με τον κανόνα 144A.

2.1.2 Περιοδική και συνεχή αποκάλυψη

Στην ΕΕ καθορίζονται οι απαιτήσεις για περιοδική και συνεχή γνωστοποίηση για τους εκδότες ομολόγων στην οδηγία για τη διαφάνεια (2004/109 /ΕΚ). Η οδηγία απαιτεί από τους εκδότες εταιρικών ομολόγων, που είναι εισηγμένα προς διαπραγμάτευση σε οργανωμένη αγορά, να γνωστοποιούν:

- (i) ετήσια οικονομική έκθεση που περιλαμβάνει ελεγμένες οικονομικές καταστάσεις και μια έκθεση διαχείρισης, και
- (ii) εξαμηνιαίες οικονομικές εκθέσεις που περιλαμβάνουν ένα συνοπτικό σύνολο οικονομικών καταστάσεων και μια ενδιάμεση έκθεση διαχείρισης.

Παράλληλα με την εξαίρεση από την οδηγία για το ενημερωτικό δελτίο, οι εκδότες ομολόγων με ονομαστική αξία ανά μονάδα 50.000 ευρώ ή περισσότερο εξαιρούνται από τις απαιτήσεις της οδηγίας για τη διαφάνεια⁶.

Μια ανασκόπηση από την IOSCO (2011) των αγορών εταιρικών ομολόγων στις αναδυόμενες οικονομίες της αγοράς ανέφερε ότι οι περισσότερες δικαιοδοσίες απαιτούν αρκετά περιεκτικές γνωστοποιήσεις κατά την έκδοση όπως επίσης και για δημόσιες προσφορές σε συνεχή βάση και λιγότερο αυστηρές γνωστοποιήσεις για ιδιωτικές τοποθετήσεις. Πολλές δικαιοδοσίες εφαρμόζουν κανονισμούς που έχουν σχεδιαστεί για δημόσιες αγορές μετοχών, αγορές εταιρικών ομολόγων, οι οποίες, με τη σειρά τους, τείνουν να θέτουν υψηλά πρότυπα. Αν και το εύρος των απαιτούμενων πληροφοριών σχετίζονται με την περιεκτικότητα, την ακρίβεια, τη ποιότητα και την επικαιρότητα του, οι πληροφορίες ενδέχεται να μην επαρκούν για να βοηθήσουν τους επενδυτές στη λήψη ενημερωμένων αποφάσεων. Αυτό αναφέρεται ως εμπόδιο από τους επενδυτές σε εταιρικά ομόλογα.

⁶ Το όριο των 50.000 ευρώ στην οδηγία για τη διαφάνεια δεν άλλαξε μετά την τροποποίηση στην οδηγία για το ενημερωτικό δελτίο που αύξησε το επίπεδο ονομαστικής αξίας για εξαίρεση σε 100.000 ευρώ

Επιπλέον, η έλλειψη εναλλακτικών επιλογών έκδοσης (π.χ. γρήγορες δημόσιες προσφορές), ο μεγάλος χρόνος αναμονής, η κανονιστική έγκριση και τα υψηλά τέλη έκδοσης μεταξύ άλλων παραγόντων αποθαρρύνουν τους πιθανούς εκδότες από την αξιοποίηση της αγοράς εταιρικών ομολόγων.

2.1.3 Κατάχρηση αγοράς

Οι Ηνωμένες Πολιτείες κατέχουν ηγετική θέση στην απαγόρευση της κατάχρησης αγοράς μέσω του Securities Exchange Act του 1934. Στον υπόλοιπο κόσμο, ο κανονισμός κατάχρησης αγοράς ήταν, με λίγες εξαιρέσεις, ανύπαρκτος πριν από τη δεκαετία του 1980⁷. Οι αρχές των Ηνωμένων Πολιτειών θεωρούνται επίσης πιο «επιθετικές» στην επιβολή των κανόνων σε σύγκριση με τους ομολόγους τους σε άλλες δικαιοδοσίες⁸.

Αν και όλα τα μέλη της ΕΕ υπόκεινται στους ίδιους υψηλού επιπέδου κανόνες βάσει της Οδηγίας για τη κατάχρησης αγοράς (2003/6/ΕΚ), που τέθηκε σε ισχύ τον Οκτώβριο του 2004, ενδέχεται να υπάρχουν ακόμα διαφορετικά επίπεδα επιβολής μεταξύ των κρατών μελών. Η ESMA (2012) αναφέρει τον ετήσιο αριθμό υποθέσεων κατάχρησης αγοράς που διαβιβάζονται από την αρμόδια αρχή κάθε κράτους μέλους στο δικαστικό σώμα, από το 2008 έως το 2010. Τα στοιχεία διαφέρουν πολύ μεταξύ των χωρών: ενώ η Γερμανία και η Σουηδία διαβίβασαν περισσότερες από 50 υποθέσεις στις δικαστικές αρχές για ποινικές διαδικασίες κάθε χρόνο, η Ιρλανδία, η Μάλτα, η Σλοβακία και το Ηνωμένο Βασίλειο δεν το έπραξαν. Η έκθεση ESMA (2012) δεν κάνει διάκριση μεταξύ περιπτώσεων που σχετίζονται με μετοχές και εκείνες που σχετίζονται με τις αγορές εταιρικών ομολόγων. Αλλά το επίπεδο της επιβολής ενδέχεται να είναι χαμηλότερο στις αγορές εταιρικών ομολόγων λόγω της σχετικής αδιαφάνειας δευτερογενών αγορών.

Δεδομένου ότι η οδηγία για την κατάχρηση αγοράς δεν εναρμόνισε τις ποινικές κυρώσεις για το εμπόριο εμπιστευτικών πληροφοριών και χειραγώγηση της αγοράς, οι παραβάτες μπορούν να αποφύγουν τις κυρώσεις αξιοποιώντας διαφορές στην εθνική νομοθεσία. Επιπλέον, η κάλυψη της οδηγίας για την κατάχρηση αγοράς περιορίζεται σε κινητές αξίες που έχουν εισαχθεί προς διαπραγμάτευση σε οργανωμένη αγορά, συμπεριλαμβανομένων εταιρικών ομολόγων. Ένα νέο πλαίσιο για την κατάχρηση της αγοράς, το λεγόμενο MAD II, δημοσιεύθηκε στον Επίσημο Οργανισμό της Εφημερίδας της ΕΕ τον Ιούνιο του 2014 και τέθηκε σε ισχύ τον Ιούλιο του 2016. Ο κύριος στόχος του MAD II είναι να εξαλείψει το περιθώριο για ρυθμιστικό arbitrage και να επεκτείνει την κάλυψη της οδηγίας σε

⁷ Newkirk and Robertson, 1998

⁸ Masters and Binham, 2012

τίτλους που διαπραγματεύονται εξωχρηματιστηριακά, σε πολυμερείς εμπορικές διευκολύνσεις ή οργανωμένες εμπορικές διευκολύνσεις. Ο νέος κανονισμός εισάγει επίσης ελάχιστες κυρώσεις, συμπεριλαμβανομένων ποινών φυλάκισης για σοβαρά εγκλήματα.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

ΕΚΔΟΤΕΣ & ΕΚΔΟΣΗ

Η αγορά ομολόγων αποτελεί σημαντική πηγή χρηματοδότησης για τις εταιρίες. Επωφελούμενες από ένα περιβάλλον χαμηλού επιτοκίου, οι εκδόσεις εταιρικών ομολόγων αυξήθηκαν σταθερά τα τελευταία χρόνια. Ωστόσο, οι εταιρίες ανησυχούν για την εξέλιξη των αγορών πρωτογενούς ομολόγου - ιδίως όσον αφορά τη δυσκολία πρόσβασης των μικρών και μεσαίων επιχειρήσεων (SMEs) σε αυτές τις αγορές. Αυτό το κεφάλαιο περιγράφει την ετερογένεια των εκδόσεων και τους παράγοντες που οδηγούν στις εξελίξεις στις πρωτογενείς αγορές. Αναλύει τους λόγους που καθιστούν το εταιρικό χρέος μια ελκυστική επιλογή χρηματοδότησης για τις εταιρίες, τα γεωγραφικά πρότυπα έκδοσης, το μέγεθος και τη λήξη των εκδόσεων και τη χρήση των εσόδων από την έκδοση ομολόγων. Συζητούνται επίσης οι απαιτήσεις τυποποίησης και αποκάλυψης.

Όσον αφορά το πεδίο εφαρμογής, αυτό το κεφάλαιο εξετάζει προσεκτικά τις εκδόσεις ομολόγων επενδυτικού βαθμού, χωρίς αξιολόγηση και υψηλής απόδοσης, από μη χρηματοοικονομικές εταιρίες (NFC) στην ΕΕ, ανεξάρτητα από την εθνικότητα των εκδοτών και του νομίσματος των εκδόσεων. Όσον αφορά τον τύπο των εκδόσεων, αναλύονται τόσο δημόσιες προσφορές όσο και ιδιωτικές τοποθετήσεις. Ο ακόλουθος τύπος εκδοτών και κινητών αξιών εξαιρέθηκε από το πεδίο ανάλυσης:

- εκδόσεις χρηματοοικονομικών εταιρειών
- συναλλαγές εντός του ομίλου
- δομημένα ομόλογα
- τίτλοι που υποστηρίζονται από περιουσιακά στοιχεία
- μέσα χρηματαγοράς με διάρκεια μικρότερη των 12 μηνών
- ομόλογα συνδεδεμένα με μετοχές

3.1 Κατανόηση του οικοσυστήματος του εκδότη

Αυτή η ενότητα περιγράφει τα χαρακτηριστικά και τα τρωτά σημεία των πρωτογενών αγορών ομολόγων. Προσδιορίζει τα εμπόδια στην ανάπτυξή τους και τις δυσκολίες που αντιμετωπίζουν οι εταιρίες, ιδίως οι MME (SMEs), για να έχουν πρόσβαση σε αυτά.

3.1.1 Τα οφέλη της έκδοσης εταιρικών ομολόγων

Οι εταιρικοί εκδότες στηρίζονται όλο και περισσότερο στις πρωτογενείς αγορές εταιρικών ομολόγων τα τελευταία χρόνια ως μόνιμη πηγή χρηματοδότησης, εις βάρος της αγοράς δανείων. Για να κατανοήσουμε αυτήν την εξέλιξη, αυτή η ενότητα αναλύει πρώτα πώς οι εταιρίες χρησιμοποιούν τα έσοδα από ομόλογα, προτού εξετάσουν τους κύριους λόγους για τους οποίους αυτές οι αγορές είναι ελκυστικές για αυτούς τους εκδότες.

Χρήση προϊόντων

Τα έσοδα από τις εκδόσεις ομολόγων χρησιμοποιούνται για γενικούς εταιρικούς σκοπούς. Οι γενικοί εταιρικοί σκοποί καλύπτουν διάφορες ανάγκες εταιρικής χρηματοδότησης, μεταξύ άλλων: (i) αναχρηματοδότηση προθεσμιών, (ii) χρηματοδότηση οργανικής εταιρικής ανάπτυξης (όπως κεφαλαιουχικές δαπάνες) και αυξημένα λειτουργικά έξοδα, (iii) επιχειρησιακή χρηματοδότηση όπως τακτικές λειτουργικές δαπάνες, κεφάλαιο κίνησης και εποχιακές ανάγκες ανάλογα με τον επιχειρηματικό τομέα και (iv) επάρκεια στη βέλτιστη κεφαλαιακή διάρθρωση. Σε πιο περιορισμένες περιπτώσεις, τα έσοδα από ομόλογα όπως πράσινα ομόλογα, ομόλογα έργων και επαναγορά ομολόγων (διαχείριση ευθύνης) μπορούν να χρησιμοποιηθούν για τη χρηματοδότηση συγκεκριμένων έργων. Τέλος, τα έσοδα από εταιρικά ομόλογα μπορούν επίσης να χρησιμοποιηθούν για τη χρηματοδότηση ή την αναχρηματοδότηση εταιρικών ενεργειών όπως συναλλαγές συγχωνεύσεων και εξαγορών (M&A).

Για παράδειγμα, μια ανάλυση των ενημερωτικών δελτίων που δημοσιεύθηκαν το 2016 και το 2017 για εκδόσεις εταιρικών ομολόγων (εξαιρούνται οι εκδόσεις από τράπεζες και ασφαλιστικές εταιρίες) επιβεβαίωσε ότι η κύρια χρήση των εσόδων που αναφέρονται στα ενημερωτικά δελτία ήταν «γενικός εταιρικός σκοπός», εξυπηρετώντας στόχους όπως: (i) διαφοροποίηση των πηγών χρηματοδότησης της εταιρίας, (ii) να παρατείνει τη λήξη των χρηματοοικονομικών της πόρων με την αποπληρωμή των εκκρεμών δανείων ή / και χαρτονομισμάτων και (iii) χρηματοδότηση και / ή αναχρηματοδότηση αποθέματος, επενδύσεων και κεφαλαίου κίνησης εκδότη.

Λόγοι για τους οποίους τα εταιρικά ομόλογα είναι ελκυστικά για τις εταιρίες

Οι κύριοι λόγοι που καθιστούν τις εταιρικές αγορές ομολόγων ελκυστικές για τις εταιρίες είναι:

- Ευελιξία: το γεγονός ότι οι όροι έκδοσης (δηλ. δομές, προϋποθέσεις, συμβόλαια, νομίσματα και χρονοδιάγραμμα) μπορούν να προσαρμοστούν 100% στις ανάγκες της

εταιρίας, είναι ένας από τους πιο σημαντικούς λόγους για τους εταιρικούς εκδότες να επιλέξουν εταιρικά ομόλογα ως πηγή χρηματοδότησης.

- Ευελιξία: γενικά, οι αγορές ομολόγων προσφέρουν γρήγορη πρόσβαση και εφαρμογή σε σύγκριση με την τραπεζική χρηματοδότηση. Επιτρέπουν την πλήρη αξιοποίηση των ευνοϊκών συνθηκών της αγοράς.
- Μεγαλύτεροι μισθωτές: οι αγορές ομολόγων παρέχουν πρόσβαση σε μεγαλύτερες λήξεις σε σύγκριση με την εταιρική αγορά κοινοπρακτικών δανείων, η οποία σπάνια προσφέρει σε πελάτες πέραν των 5 έως 7 ετών σε μη εξασφαλισμένη βάση.
- Διαφοροποίηση: οι αγορές ομολόγων μειώνουν την εξάρτηση από τον τραπεζικό δανεισμό και παρέχουν πρόσβαση σε μια νέα επενδυτική βάση.
- Τιμολόγηση: ανάλογα με τις συνθήκες της αγοράς, η τιμολόγηση στις αγορές εταιρικών ομολόγων μπορεί να είναι πολύ ελκυστική.

Γιατί να επιλέξετε ένα ομόλογο αντί ενός δανείου;

Οι εταιρικοί δανειολήπτες έχουν πάντα τη δυνατότητα να επιλέγουν μεταξύ της αγοράς δανείων ή της αγοράς ομολόγων. Εάν το κόστος για τους μεσάζοντες στο να παρέχουν στις εταιρίες τα πλεονεκτήματα της αγοράς ομολόγων - πιθανώς χαμηλότερο κόστος δανεισμού - είναι πολύ υψηλό και η ρευστότητα της αγοράς εταιρικών ομολόγων είναι πολύ χαμηλή, οι αγορές ομολόγων θα είναι λιγότερο ελκυστικές. Άλλα στοιχεία που επηρεάζουν την απόφαση μιας εταιρίας να λάβει χρηματοδότηση μέσω τραπεζικού δανείου ή ομολόγου και στην όρεξη ενός επενδυτή για ομόλογο έναντι δανείου είναι τα ακόλουθα:

- (i) ο κάτοχος δανείου λαμβάνει γενικά περισσότερες πληροφορίες από τον εκδότη καθ' όλη τη διάρκεια ζωής του δανείου
- (ii) σε γενικές γραμμές, και παρόλο που εξαρτάται πάντα από συμβατικούς όρους και προϋποθέσεις, είναι πιο εύκολο για έναν δανειολήπτη να εξοφλήσει ένα δάνειο παρά να αγοράσει ένα ομόλογο και
- (iii) το κόστος που σχετίζεται με τη ρυθμιστική μεταχείριση ενός δανείου (τραπεζικός κανονισμός) και ενός ομολόγου μπορεί να δημιουργήσει διαφορετικά κίνητρα για τον εκδότη ή / και τον επενδυτή.

1) Χρηματοδότηση ιδίων κεφαλαίων (Equity Financing)

Η έκδοση μετοχών είναι ένα πιο μόνιμο μέσο απόκτησης χρηματοδότησης από την έκδοση εταιρικών ομολόγων, αλλά είναι επίσης πιο ακριβό από τα χρεόγραφα. Απαιτεί επανεξέταση ολόκληρης της κεφαλαιακής διάρθρωσης και συνεπώς είναι λιγότερο συχνή. Τουλάχιστον,

συνεπάγεται αραίωση για τους υφιστάμενους μετόχους και συνεπώς δεν είναι ένα ευέλικτο εργαλείο χρηματοδότησης. Για παράδειγμα, οι δυνητικοί επενδυτές θα μπορούσαν να είναι απρόθυμοι να παράσχουν ίδια κεφάλαια εάν η χρήση των εσόδων είναι η αποπληρωμή των εκκρεμών χρεών / υποχρεώσεων. Η έκδοση ιδίων κεφαλαίων τείνει επίσης να είναι μακρύτερη διαδικασία και απαιτεί περισσότερη τεκμηρίωση, η οποία μεταφράζεται σε πρόσθετο κόστος που μπορεί να είναι σημαντικό. Για παράδειγμα, οι εταιρίες που εκδίδουν δικαιώματα θα πρέπει να συμμορφώνονται με τις διατάξεις του εταιρικού δικαίου. Επίσης, όταν η εταιρία είναι δημόσια, πρέπει επίσης να συντάξει και να δημοσιεύσει ενημερωτικό δελτίο.

2) Τραπεζικά Δάνεια (Bank Loans)

Τα τραπεζικά δάνεια συνήθως αναλαμβάνονται από εκδότες σε κοινοπρακτικό δάνειο για μεγαλύτερους όγκους ή διμερή βάση για μικρότερες και πιο συγκεκριμένες ανάγκες. Τόσο τα κοινοπρακτικά όσο και τα διμερή δάνεια εξακολουθούν να αποτελούν σημαντικό μέρος της χρηματοδότησης των εταιρειών, ειδικά για τις ΜΜΕ (SMEs) για τις οποίες η πρόσβαση στις κεφαλαιαγορές είναι πιο δύσκολη.

Τα τραπεζικά δάνεια προσφέρουν κυρίως χρηματοδότηση κυμαινόμενου επιτοκίου. Η χρηματοδότηση σταθερού επιτοκίου είναι επίσης διαθέσιμη, αλλά είναι λιγότερο συχνή. Η αγορά ομολόγων προσφέρει μεγαλύτερες περιόδους χρηματοδότησης από το τραπεζικό σύστημα. Η λήξη των τραπεζικών δανείων είναι μικρότερη από τις αγορές κεφαλαίων χρέους και συνήθως δεν επεκτείνεται πέραν των 5 ετών και τελικά των 7 ετών, σε μη ασφαλή βάση. Η διαδικασία κοινοποίησης καθώς και η διαδικασία τεκμηρίωσης είναι σαφώς μεγαλύτερη από εκείνη που ισχύει για τις αγορές ομολόγων. Ωστόσο, τα τραπεζικά δάνεια μπορούν να είναι χρήσιμα εργαλεία για τη διαχείριση των βραχυπρόθεσμων αναγκών ρευστότητας, ιδίως όταν λαμβάνουν τη μορφή περιστρεφόμενων πιστωτικών διευκολύνσεων - καθώς η εταιρία έχει τότε ευελιξία να χρησιμοποιήσει τα κεφάλαια ή να τα επιστρέψει σε μια κατάλληλη στιγμή.

3) Τίτλοι που υποστηρίζονται από περιουσιακά στοιχεία (Asset-Backed Securities (ABS))

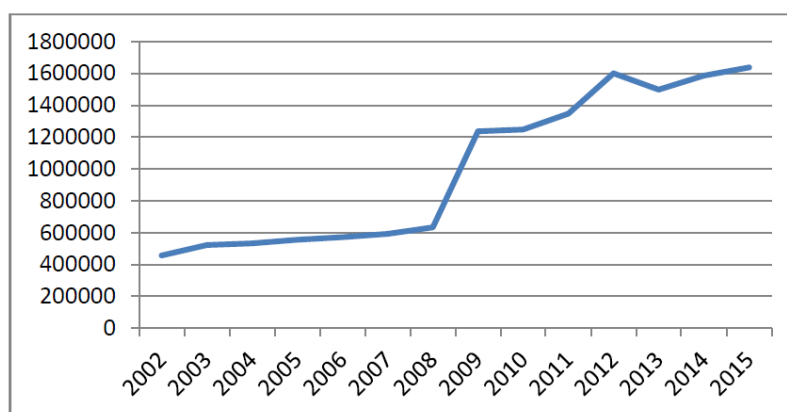
Το ABS είναι ένα μέσο για τους εκδότες να παράγουν περισσότερα μετρητά. Συνήθως, τα υποκείμενα περιουσιακά στοιχεία ενός ABS είναι ρευστά και δεν μπορούν να πουληθούν από μόνα τους. Όμως, η συγκέντρωση των στοιχείων για τη δημιουργία χρηματοοικονομικής ασφάλειας επιτρέπει στον κάτοχο των περιουσιακών στοιχείων να τα κάνει εμπορεύσιμα. Τα υποκείμενα περιουσιακά στοιχεία αυτών των χρηματοδοτικών μέσων μπορεί να είναι, μεταξύ άλλων, συμβόλαια χρηματοδοτικής μίσθωσης ή εμπορικές απαιτήσεις: οποιαδήποτε προβλέψιμη ή σταθερή επαναλαμβανόμενη ταμειακή ροή μπορεί να τιτλοποιηθεί σε ABS.

Αυτός ο τύπος χρηματοδότησης δίνει επίσης την ευκαιρία να προσαρμόσετε τη διάρκεια της χρηματοδότησης στο συγκεκριμένο προφίλ των περιουσιακών στοιχείων.

Εξέλιξη των αγορών εταιρικών ομολόγων

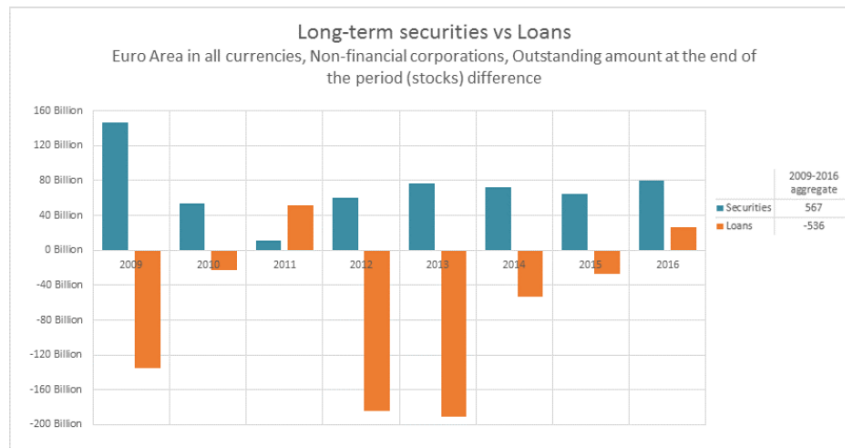
Η τραπεζική αποδιαμεσολάβηση έχει αυξηθεί τα τελευταία χρόνια και έτσι δραστηριοποιείται στις πρωτογενείς αγορές ομολόγων. Το ανεξόφλητο απόθεμα μακροπρόθεσμων χρεογράφων έχει αυξηθεί περίπου 3,6 φορές από το 2002, με το 70% της αύξησης να συμβαίνει μετά το 2008 (βλ. Σχήμα 8). Για την περίοδο 2009-2016, η ευρωπαϊκή αγορά ομολόγων αντιστάθμισε τη μείωση των τραπεζικών δανείων σε NFC σε χώρες της ζώνης του ευρώ. Στην πραγματικότητα, σύμφωνα με στοιχεία της ΕΚΤ, το απόθεμα δανείων που επεκτάθηκε σε εταιρίες μειώθηκε κατά 536 δισεκατομμύρια ευρώ, ενώ το απόθεμα μακροπρόθεσμων χρεωστικών τίτλων αυξήθηκε κατά 567 δισεκατομμύρια ευρώ κατά την περίοδο αυτή (βλ. Σχήμα 8).

Σχήμα 8. Εκκρεμείς ποσότητες μακροπρόθεσμων χρεωστικών τίτλων που εκδίδονται από NFC, EU28



Source: ECB

Σχήμα 9. Εξέλιξη των εκκρεμών ποσών των μακροπρόθεσμων τίτλων έναντι των δανείων για NFC



Source: ECB

Ωστόσο, οι εκδότες παρατηρούν ότι οι τράπεζες είναι πιο απρόθυμες να αναλάβουν συναλλαγές εταιρικών ομολόγων ως αποτέλεσμα των αυξημένων κεφαλαιακών απαιτήσεων και της χαμηλότερης όρεξης για πιστωτικό κίνδυνο για ορισμένες βιομηχανίες ή συγκεκριμένους πιθανούς εκδότες. Τα «παράθυρα» που εκδίδουν στην αγορά τείνουν να εξαφανίζονται προσωρινά σε στιγμές άγχους, κάτι που μπορεί να οφείλεται σε γεωπολιτικές ή μακροοικονομικές εντάσεις. Τα νέα ασφάλιστρα έκδοσης αυξήθηκαν και έγιναν πιο ασταθή τα τελευταία χρόνια. Σε πολλές περιπτώσεις, οι τραπεζικές αγορές της ΕΕ εξακολουθούν να προσφέρουν φθηνότερες πηγές χρηματοδότησης από τις αγορές ομολόγων. Η σχετική υπανάπτυξη των αγορών εταιρικών ομολόγων σε εθνικό ή / και ευρωπαϊκό επίπεδο, καθώς και μια ευρωπαϊκή εταιρική κουλτούρα που παραδοσιακά βασίζεται περισσότερο στην τραπεζική χρηματοδότηση παρά στις κεφαλαιαγορές εξηγεί επίσης εν μέρει αυτήν την κατάσταση.

Πώς αλληλοεπιδρούν οι εκδότες με τις εταιρικές αγορές ομολόγων;

Οι εκδότες παρεμβαίνουν στις αγορές εταιρικών ομολόγων κυρίως μέσω της πρωτογενούς αγοράς, η οποία παρέχει μέρος της χρηματοδότησης που χρειάζονται για τη λειτουργία της επιχείρησής τους. Οι αγορές εταιρικών ομολόγων έχουν γίνει πιο ευέλικτες στις εκδόσεις τους (σε κανονικές συνθήκες αγοράς) και η ανάγκη για αναδοχή από επικεφαλείς διαχειριστές έγινε πρόσφατα λιγότερο απαραίτητη (κάτι που αντιστοιχεί, μέχρι στιγμής, στην απροθυμία των τραπεζών να παρέχουν αναδοχή). Το ποσοστό των αγορών κεφαλαίων χρέους έναντι της χρηματοδότησης τραπεζικών δανείων στον εταιρικό τομέα έχει αυξηθεί τα τελευταία χρόνια, καθιστώντας επομένως τις εταιρίες εκδότες περισσότερο εξαρτημένες από αυτές τις αγορές.

Πρόσβαση στις αγορές εταιρικών ομολόγων από SMEs

Η αγορά εταιρικών ομολόγων είναι μια αγορά χονδρικής που επικεντρώνεται κυρίως σε μεσαίους έως μεγάλους εκδότες. Παρόλο που οι SMEs μπορούν θεωρητικά να έχουν πρόσβαση στην αγορά, είναι πολύ λιγότερο συχνές οι εκδόσεις, λόγω του γεγονότος ότι οι εκδόσεις στην αγορά ομολόγων πραγματοποιούνται συνήθως σε μεγάλα μεγέθη.

Ένα από τα κύρια χαρακτηριστικά ενός liquid bond είναι το μέγεθός του. Τα μεγάλα μεγέθη επιτρέπουν μια μεγαλύτερη βάση επενδυτών και επομένως ένα ευρύ φάσμα πιθανών συμμετεχόντων στη δευτερογενή αγορά. Επιπλέον, οι δείκτες ομολόγων απαιτούν ένα ελάχιστο μέγεθος έκδοσης για να συμπεριλάβουν ένα ομόλογο στις αναφορές τους (300 έως 500 εκατομμύρια ευρώ), εξαιρουμένων επομένως των μικρότερων ομολόγων. Οι μεγαλύτεροι εκδότες ομολόγων τείνουν να παρέχουν ένα πολύ μεγαλύτερο σύνολο δημόσιων πληροφοριών από τις μικρότερες, γεγονός που διευκολύνει μια πιο εμπεριστατωμένη (και φθηνότερη) πιστωτική ανάλυση για επενδυτές ή πιθανούς συμμετέχοντες στην αγορά. Το μέσο μέγεθος ανά δόση κατά την περίοδο 2014-2016 στην ευρωπαϊκή αγορά ήταν λίγο πάνω από 400 εκατομμύρια ευρώ, ενώ τα τμήματα κάτω των 50 εκατομμυρίων ευρώ αντιπροσώπευαν περίπου το 11% του συνολικού αριθμού δόσεων και οι δόσεις κάτω των 25 εκατομμυρίων ευρώ μόλις το 3% (οι εν λόγω υπολογισμοί βασίζονται σε δεδομένα έκδοσης της Dealogic).

Για επεξηγηματικούς σκοπούς, εξετάζοντας τα ενημερωτικά δελτία που έχουν εγκριθεί από τους Γάλλους Autorité des Marchés Financiers (AMF) το 2016 και το πρώτο τρίμηνο του 2017:

- Το 66% των εκδοτών που υποβάλλουν ενημερωτικό δελτίο για την εισαγωγή στο εμπόριο χρεογράφων είχαν κεφαλαιοποίηση αγοράς άνω των 5 δισεκατομμυρίων ευρώ. Το 24% είχε ανώτατο όριο αγοράς μεταξύ 1 δισεκατομμυρίου ευρώ και 5 δισεκατομμυρίων ευρώ. Μόνο το 10% είχε ανώτατο όριο αγοράς κάτω από 1 δισεκατομμύριο ευρώ, συμπεριλαμβανομένων μόνο δύο μικρών εταιρειών (ανώτατο όριο αγοράς κάτω των 200 εκατομμυρίων ευρώ).
- Το 71% αυτών των εκδοτών ή / και εκδόσεων αξιολογήθηκαν (και 29% δεν αξιολογήθηκαν)
- Το 66% των εκδόσεων ήταν σε μέγεθος ή μεγαλύτερο από το μέγεθος αναφοράς (500 εκατομμύρια ευρώ).

Υπάρχουν εμπόδια στην είσοδο στις αγορές εταιρικών ομολόγων για SMEs. Στην πραγματικότητα, η έκδοση δημόσιων κινητών αξιών απαιτεί περισσότερη προσπάθεια όσον αφορά την παροχή οικονομικών πληροφοριών. Για παράδειγμα, ορισμένες SMEs μπορούν να καταρτίζουν τις οικονομικές τους καταστάσεις μόνο σε τοπικές γενικά αποδεκτές λογιστικές

αρχές (GAAP) και όχι σε διεθνή πρότυπα. Υπάρχουν επίσης απαιτήσεις που σχετίζονται με την έκδοση εταιρικών ομολόγων, οι οποίες αντιπροσωπεύουν οικονομικά εμπόδια για τις SMEs, όπως: η ανάγκη αξιολόγησης ή εναλλακτικών αξιολογήσεων πιστοληπτικής ικανότητας, η ανάγκη για πραγματικά περιουσιακά στοιχεία για τη διασφάλιση του ομολόγου και η εμπλοκή με συμβούλους ή πρόσθετους ανθρώπινους πόρους. Τέλος, οι περισσότερες SMEs συχνά δεν διαθέτουν τη νομική, φορολογική και οικονομική πείρα ή γνώση της αγοράς. Ως αποτέλεσμα, μια SME μπορεί εύκολα να βρει την αγορά ομολόγων πολύ ακριβή και πολύ απαιτητική σε σύγκριση με τη χρηματοδότηση τραπεζών.

Οι δράσεις για τη διευκόλυνση της πρόσβασης των SMEs στη χρηματοδότηση ομολόγων στο πλαίσιο της πρωτοβουλίας Capital Markets Union περιλαμβάνουν τη δημιουργία ειδικών διευκολύνσεων πολλαπλών συναλλαγών ομολόγων SME (Multi-Trading Facilities -MTFs), όπως το Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF) στην Ισπανία, η οποία αντιμετωπίζει ορισμένα από τα εμπόδια που αναφέρονται παραπάνω. Η τυποποίηση της τεκμηρίωσης (σε εθελοντική βάση και απευθύνεται ειδικά σε SME) θα μπορούσε επίσης να βοηθήσει τις SME να κατανοήσουν καλύτερα την τεκμηρίωση των ομολόγων και τις πληροφορίες που χρειάζονται. Η μείωση του νομικού, φορολογικού και πιστωτικού κόστους για την πρόσβαση στην αγορά θα ενθαρρύνει επίσης τις εταιρίες να στραφούν σε αγορές ομολόγων όταν αναζητούν χρηματοδότηση.

Τυποποίηση όρων

Ορισμένοι επενδυτές θεωρούν ότι η τυποποίηση των όρων εκδόσεων θα μπορούσε να βελτιώσει τη λειτουργία τόσο των πρωτογενών όσο και των δευτερογενών αγορών ομολόγων. Πολλές εταιρίες εκδίδουν νέα ομόλογα κάθε φορά που χρειάζονται τη χρηματοδότηση των δραστηριοτήτων τους. Αυτή η πρακτική τους επιτρέπει να ελαχιστοποιήσουν τους χρηματοοικονομικούς κινδύνους και να βελτιστοποιήσουν τη διάρθρωση του κεφαλαίου, τη διάρκεια του χρέους και το κόστος. Ωστόσο, οδηγεί επίσης σε ετερογενείς εκδόσεις (π.χ. διαφορετικά κουπόνια, λήξεις, ενσωματωμένες επιλογές ή συμβόλαια), γεγονός που τελικά αυξάνει τον κατακερματισμό της δευτερογενούς αγοράς. Εκείνοι που υποστηρίζουν την τυποποίηση επιλεγμένων χαρακτηριστικών των νεοεκδοθέντων εταιρικών ομολόγων ισχυρίζονται ότι αυτό θα μπορούσε να αποφέρει ορισμένα οφέλη. Για παράδειγμα:

- Οι τυποποιημένες αγορές ενδέχεται να είναι λιγότερο επιρρεπείς στο κλείσιμο των παραθύρων έκδοσης που οφείλονται στην τεχνική μεταβλητότητα

- Η μείωση του αριθμού των μεμονωμένων κινητών αξιών θα μπορούσε να βοηθήσει στη συγκέντρωση της δευτερεύουσας ρευστότητας, που είναι επί του παρόντος κατακερματισμένη σε πολλούς τίτλους .
- Μια πιο συγκεντρωμένη ρευστότητα και η ταυτόχρονη ανάπτυξη του ηλεκτρονικού εμπορίου και οι χώροι «όλα σε όλους» θα συμβάλουν στην αύξηση της διαφάνειας των τιμών.
- Τα πιστωτικά περιθώρια των εκδοτών θα είναι λιγότερο επιρρεπή σε αιχμηρές, ασυνεχείς μεταβολές που προκύπτουν από συναλλαγές χαμηλού όγκου σε ρευστά ομόλογα ή σε συμβάσεις ανταλλαγής πιστωτικών χρεογράφων.
- Ρευστά τυποποιημένα ομόλογα θα παρέχουν μια πιο αξιόπιστη αξιολόγηση της αντίληψης των αγορών για τον πιστωτικό κίνδυνο, πράγμα που θα ενίσχυε τη διαφάνεια των τιμών.
- Περισσότερα *Liquide standardised* ομόλογα θα μπορούσαν να είναι επιλέξιμα για χρήση ως υψηλής ποιότητας εξασφάλιση, μειώνοντας την έλλειψη ασφάλειας.

Από την πλευρά των εκδοτών, η τυποποίηση των όρων υπάρχει ήδη σε κάποιο βαθμό (π.χ. μέγεθος αναφοράς 500 εκατ. ευρώ). Ωστόσο, η περαιτέρω τυποποίηση δεν θα βοηθούσε τις εταιρίες, ιδίως τις SMEs. Η άποψη ότι η τυποποίηση ή η «εξισορρόπηση» των αγορών εταιρικών ομολόγων (ιδίως εάν καθοδηγούνται από κανονιστικές ρυθμίσεις) δεν θα λειτουργούσε προς όφελος των εκδοτών και δεν θα έπρεπε να επιχειρείται μοιράζεται σε μεγάλο βαθμό μεταξύ των εκδοτών⁹.

Μερικά πιθανά μειονεκτήματα της εξίσωσης των όρων εταιρικών ομολόγων είναι τα ακόλουθα:

- η τυποποίηση των όρων θα καθιστούσε τα πράγματα οριακά λιγότερο περίπλοκα για τους επενδυτές, αλλά θα έκανε τη διαχείριση του χρέους πιο δύσκολη για τις εταιρίες.
- η τυποποίηση θα μπορούσε να φέρει νέους ουσιαστικούς κινδύνους για το χρηματοπιστωτικό σύστημα, όπως οι τοίχοι λήξης στον τομέα των εταιρικών ομολόγων, ορίζοντας τυπικές λήξεις.
- η τυποποίηση θα μπορούσε επίσης να υπονομεύσει τους λόγους για τους οποίους οι εκδότες θεωρούν ελκυστική την αγορά ομολόγων, που είναι ευελιξία και ευελιξία στη διαχείριση των αναχρηματοδοτικών αναγκών τους.
- οι εκδότες έχουν ποικίλους κύκλους ταμειακών ροών / χρηματοοικονομικών αναγκών, που εξαρτώνται όχι μόνο από τον οικονομικό τους τομέα, αλλά και από τις συγκεκριμένες καταστάσεις τους, και έχουν ήδη περιορισμένα παράθυρα (όπως περιόδους αποκλεισμού, οικονομικοί ή εταιρικοί περιορισμοί που διαφέρουν μεταξύ των εκδοτών).
- Περαιτέρω περιορισμοί θα προσθέσουν επιπλέον πολυπλοκότητα στους εκδότες.

Επιπλέον, τα περισσότερα NFC δεν έχουν σημαντικό αριθμό διαφορετικών ομολόγων σε εκκρεμότητα σε σύγκριση με χρηματοπιστωτικά ιδρύματα.

⁹ See ICMA report "Remaking Corporate Bond Market", July 2016, and the position expressed by specific issuers, such as EACT, in the public consultation on the CMU Mid-term review of March 2017

Ανεξάρτητα από τις προκλήσεις που μπορεί να θέσει η τυποποίηση στους εκδότες, θα μπορούσε να υποστηριχθεί ότι ορισμένα από τα πιθανά οφέλη που αναφέρονται παραπάνω δεν είναι αρκετά σαφή. Για παράδειγμα, οι λόγοι για την αντιμετώπιση των αυξήσεων της μεταβλητότητας των spreads ή ακόμα και των παραθύρων ή περιόδων όπου τόσο η πρωτογενής όσο και η δευτερογενής ρευστότητα εξαφανίζονται φαίνεται ότι δεν συνδέονται τόσο πολύ με την ετερογένεια των ομολόγων, αλλά μάλλον με εξωτερικούς παράγοντες όπως γεωπολιτικές ή μακροοικονομικές εντάσεις. Εν ολίγοις, από την πλευρά του εκδότη, τα ισχυρισμένα οφέλη της τυποποίησης είναι δύσκολο να αποδειχθούν και να ποσοτικοποιηθούν και δεν θα λύσει το ζήτημα της μείωσης της ρευστότητας.

Σύγκριση με τις αγορές των ΗΠΑ

Η αγορά μη χρηματοοικονομικών εταιρικών ομολόγων των ΗΠΑ είναι πολύ βαθύτερη από την ευρωπαϊκή αγορά όσον αφορά τις εκδόσεις και τους όγκους. Λαμβάνοντας υπόψη όχι μόνο τα ομόλογα που είναι εγγεγραμμένα στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (SEC) αλλά και τα ομόλογα 144A στις ΗΠΑ, η αγορά εταιρικών ομολόγων των ΗΠΑ είναι περίπου τρεις φορές μεγαλύτερη από την ευρωπαϊκή αγορά ομολόγων όσον αφορά τη δραστηριότητα έκδοσης (Dealogic & Bloomberg δεδομένα).

Ένα από τα ευάλωτα σημεία της αγοράς της ευρωζώνης είναι η έλλειψη έκδοσης πολύ μακροχρόνιων προθεσμιών (δηλαδή διάρκειας 15 ετών και άνω). Μόνο το 4,6% των εκδόσεων κατά την τελευταία πενταετία (2012-2016) στην ευρωπαϊκή αγορά σε ευρώ έχουν εκδοθεί με λήξη ίση ή μεγαλύτερη από 15 χρόνια, σε σύγκριση με το 16,1% στην αγορά πρωτογενούς ομολόγου USD. Όσον αφορά τη λήξη των 30 ετών, το ποσοστό της έκδοσης σε ευρώ είναι κάτω του 1% κατά μέσο όρο, πράγμα που σημαίνει ότι ουσιαστικά δεν υπάρχει έκδοση για 30 ή περισσότερα έτη (χωρίς να λαμβάνονται υπόψη οι υβριδικοί τίτλοι). Αυτό το πολύ χαμηλό ποσοστό είναι αρκετά σημαντικό, καθώς τα 30 χρόνια είναι μια τυπική διάρκεια έκδοσης σε πολλές άλλες αγορές χρέους, όπως η αγορά κρατικών ομολόγων EUR, η αγορά εταιρικών ομολόγων GBP, η αγορά εταιρικών ομολόγων USD και ορισμένες ασιατικές αγορές ομολόγων (όπως η «Formosa» Αγορά). Για παράδειγμα, το μέσο ποσοστό έκδοσης 30 ετών στην αγορά εταιρικών ομολόγων των ΗΠΑ τα τελευταία επτά χρόνια είναι περίπου το 13% της συνολικής έκδοσης (Bloomberg δεδομένα).

Η εξήγηση της έλλειψης έκδοσης πολύ μακροχρόνιων προθεσμιών στην ευρωπαϊκή αγορά εταιρικών ομολόγων δεν είναι εύκολη. Οι φυσικοί αγοραστές πολύ μακροπρόθεσμων περιουσιακών στοιχείων, όπως τα συνταξιοδοτικά ταμεία και οι ασφαλιστικές εταιρίες, αλλά και ορισμένοι διαχειριστές περιουσιακών στοιχείων μπορεί να είναι χρήσιμο να ταιριάζουν τη

διάρκεια / απόδοση των χαρτοφυλακίων τους με τις υποχρεώσεις τους. Ένας από τους λόγους πίσω από την έλλειψη εταιρικών ομολόγων με μακροχρόνιους μισθωτές θα μπορούσε να είναι οι κανονιστικές απαιτήσεις. Επιπλέον, οι επενδυτές των ΗΠΑ (όχι μόνο τα συνταξιοδοτικά ταμεία ή οι ασφαλιστικές εταιρίες) παραδοσιακά είναι πολύ πιο συνηθισμένοι να επενδύουν σε τίτλους με διάρκεια 30 ετών ή περισσότερο. Αυτό συνεπάγεται μια πολιτιστική διαφορά. Ένας άλλος λόγος που αξίζει να αναφερθεί είναι η σχετικά πρόσφατη ρύθμιση του νομίσματος ευρώ σε σύγκριση με το δολάριο ΗΠΑ ή τη λίρα GB. Οι ευρωπαϊκές πολυεθνικές και οι μεγάλοι ευρωπαϊκοί εταιρικοί εκδότες έχουν τακτική πρόσβαση στην αγορά USD (ονομάζεται επίσης "αγορά Yankee") καθώς τους επιτρέπει να επεκτείνουν το προφίλ ωριμότητας τους, να διαφοροποιήσουν την επενδυτική τους βάση και να παρέχουν φυσική αντιστάθμιση σε υπερπόντιες επιχειρήσεις καθώς και ευκαιρίες arbitrage σε ορισμένες συγκεκριμένες περιόδους.

Πιο πρόσφατα έχει επίσης παρατηρηθεί το αντίθετο φαινόμενο, το οποίο μερικές φορές αναφέρεται ως "Αντίστροφη αγορά Yankee", με τους εκδότες των ΗΠΑ να αγγίζουν την ευρωπαϊκή αγορά ομολόγων και να εκδίδουν σε ευρώ, συχνά για σημαντικά ποσά (123 δισεκατομμύρια ευρώ κατά την περίοδο 2015-2016, ή περίπου το 23% των συνολικών εταιρικών εκδόσεων σε ευρώ για αυτά τα έτη). Οι κύριοι λόγοι για τις αμερικανικές εταιρίες να εκδώσουν στην ΕΕ είναι: (i) επιχειρησιακές ανάγκες του νομίσματος ευρώ για την επιχείρησή τους (ii) ευκαιρίες arbitrage, κυρίως όταν οι ανταλλαγές με βάση το νόμισμα πλησιάζουν στο μηδέν - αν και αυτό δεν συνέβη το 2016, όπου οι ανταλλαγές νομισμάτων παρέμειναν σε πολύ αρνητική επικράτεια, πιθανώς ως αποτέλεσμα της ΕΚΤ CSPP (iii) διαφοροποίηση της αγοράς και (iv) ικανότητα αγοράς (πάνω απ' όλα όταν απαιτείται μεγάλη χρηματοδότηση που σχετίζεται με M & A).

Απόψεις και ανησυχίες των εκδοτών

Υπάρχει μια κοινή ανησυχία μεταξύ των εκδοτών σχετικά με την υγεία της δευτερογενούς αγοράς. Ωστόσο, δεν υπάρχει συναίνεση μεταξύ των εκδοτών σχετικά με τη σημασία που αποδίδει κάθε εκδότης στη δευτερογενή αγορά. Η σημασία κυμαίνεται από πολύ χαμηλή (πλήρης αποσύνδεση από δευτερογενή ρευστότητα έως πρωτογενή ικανότητα) έως πολύ υψηλή προκειμένου να συγκεντρώσει κεφάλαια σε συνεχή βάση: «... ο βαθμός ανησυχίας [σχετικά με τη δευτερογενή ρευστότητα] ποικίλλει [μεταξύ επενδυτών] ως προς τον αντίκτυπο που θα μπορούσε να έχει στη μελλοντική τους έκδοση και στην κεφαλαιακή διάρθρωση ή στον πιθανό ρόλο τους στη βελτίωση της ρευστότητας και εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από το προφίλ εκδόσεών τους».

Μια ανησυχία που έχει επισημανθεί από τους εκδότες είναι η ύπαρξη απότομων πτώσεων ή ακόμη και «κλειστών περιόδων αγοράς» στις ευρωπαϊκές πρωτογενείς πιστωτικές αγορές, όπως τον Ιανουάριο - Φεβρουάριο 2016, όταν, μετά από μια απότομη πώληση, η ευρωπαϊκή αγορά πρωτογενούς ομολόγου «ουσιαστικά κλειστό». Οι εκδότες ανησυχούν ότι μια τέτοια κατάσταση μπορεί να συμβεί ξανά όταν σταματήσει η ΕΚΤ CSPP, κάτι που θα επηρέαζε αρνητικά την ικανότητα των εταιρειών να χρηματοδοτούνται στις αγορές εταιρικών ομολόγων.

3.1.2 Κατακερματισμός των αγορών ομολόγων

Εξέλιξη του κατακερματισμού των αγορών ομολόγων από την κρίση του 2008

Ο κατακερματισμός της αγοράς στη ζώνη του ευρώ αυξήθηκε με την παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση και στη συνέχεια κατά την κρίση του δημόσιου χρέους. Μειώθηκε μετά το 2012, όταν εισήχθησαν πολλά μη συμβατικά μέσα νομισματικής πολιτικής.

Στην ήσυχη περίοδο πριν από την έκρηξη της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης, η αγορά εταιρικών ομολόγων της ζώνης του ευρώ ολοκληρώθηκε σταδιακά. Η παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση ανέστρεψε αυτήν την ολοκλήρωση, η οποία επιδείνωσε την ικανότητα χρηματοδότησης των εταιρειών σε πολλές χώρες. Ωστόσο, κατά τη διάρκεια της κρίσης του δημόσιου χρέους (Q2 2010 - Q2 2012) οι εταιρίες από όλες σχεδόν τις χώρες αντιμετώπισαν σημαντικές δυσκολίες - ιδίως σε σύγκριση με εταιρίες που εκδίδουν στη Γερμανία, η οποία ορίστηκε ως χώρα αναφοράς. Μόνο στην πιο πρόσφατη περίοδο, που χαρακτηρίζεται από την ποσοτική χαλάρωση από την ΕΚΤ (Q3 2014 - Q4 2015), η αγορά επέστρεψε σταδιακά σε πιο ισότιμους όρους ανταγωνισμού.

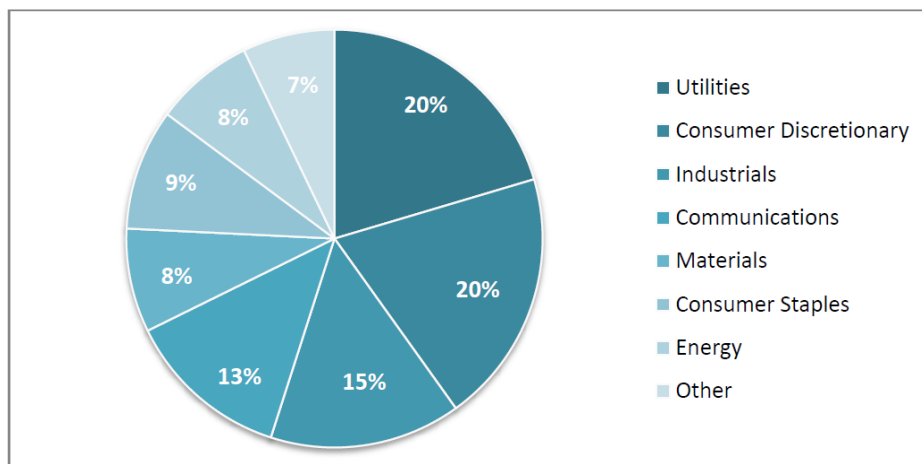
Έξι χώρες (Γαλλία, Ηνωμένο Βασίλειο, Κάτω Χώρες, Γερμανία, Ιταλία και Λουξεμβούργο) αντιπροσωπεύουν περίπου το 80% όλων των ευρωπαϊκών εταιρικών ομολόγων σε αξία. Χώρες όπως η Ολλανδία, η Ιρλανδία και το Λουξεμβούργο φαίνεται να προσελκύουν σημαντικό όγκο ομολόγων που εκδίδονται από εταιρίες που δραστηριοποιούνται από άλλες χώρες της ΕΕ (βλ. Σχήμα 10).

Συγκέντρωση της αγοράς εταιρικών ομολόγων

Η έκδοση από NFC επικεντρώνεται στην ΕΕ. Το 2014, 20 NFC της ΕΕ αντιπροσώπευαν το 37% των συνολικών εκκρεμών ομολόγων μη χρηματοοικονομικών εταιριών (NFC), σε σύγκριση με το 23% στις ΗΠΑ. Θα πρέπει επίσης να σημειωθεί ότι ορισμένες βιομηχανικές εταιρίες χρησιμοποιούν ένα χρηματοοικονομικό σκέλος για την έκδοση ομολόγων. Αυτό ισχύει περισσότερο στις ΗΠΑ (π.χ. General Electric Capital, Ford Credit Europe και Caterpillar) από ότι

στην ΕΕ (για παράδειγμα για τη Volkswagen, η οποία είναι ένας από τους 20 μεγαλύτερους χρήστες εταιρικών ομολόγων NFC στην Ευρώπη).

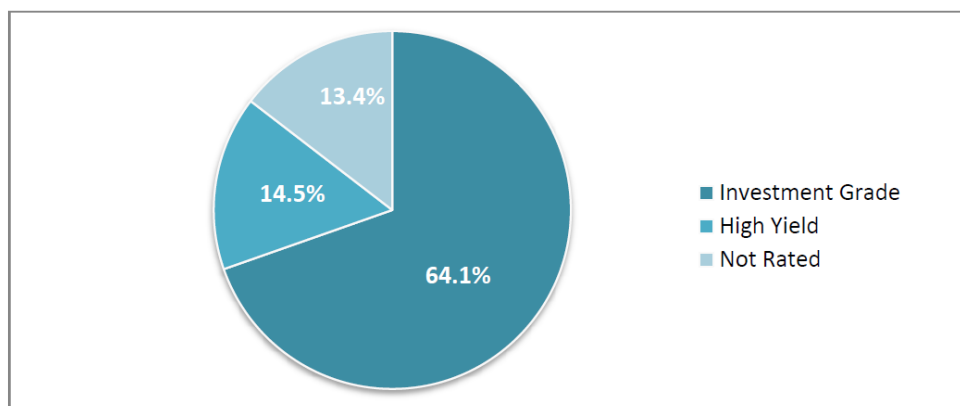
Σχήμα 10. Διανομή Ομολόγων ανά κλάδο (εκδότες), 26 Σεπτεμβρίου 2017



Source: Bloomberg

3.1.3 Αγορά ομολόγων υψηλής απόδοσης

Σχήμα 11. Διανομή Ομολόγων ανά επενδυτικό βαθμό - Rating, 26 Σεπτεμβρίου 2017



Source: Bloomberg

Κατά την τελευταία δεκαετία, η ποικιλομορφία έχει αυξηθεί μεταξύ των εκδοτών που αξιοποιούν την αγορά υψηλής απόδοσης. Στα τέλη της δεκαετίας του 1980, ομόλογα υψηλής απόδοσης δημιουργήθηκαν από μερικούς συμμετέχοντες και χρησιμοποιήθηκαν σε μεγάλο βαθμό για τη χρηματοδότηση συναλλαγών συγχώνευσης και εξαγοράς. Σήμερα, η αγορά έχει διευρυνθεί ώστε να περιλαμβάνει πολλούς εμπόρους και εκδότες με διαφορετικές ανάγκες. Οι εκδότες ομολόγων υψηλής απόδοσης μπορούν να ομαδοποιηθούν στις ακόλουθες κατηγορίες:

- Τα "**Rising stars**" είναι αναδυόμενες εταιρίες που δεν έχουν φτάσει ακόμη τη μέγιστη χωρητικότητά τους. Δεν έχουν το μέγεθος ή την κεφαλαιακή ισχύ που απαιτείται για να λάβουν βαθμολογία επενδυτικού βαθμού. Ως αποτέλεσμα, μια νεοεμφανιζόμενη εταιρία που πληροί τις προϋποθέσεις για βαθμολογία single-B θα πρέπει να έχει περίπου το ίδιο επίπεδο κινδύνου με μια καθιερωμένη εταιρία με την ίδια βαθμολογία. Σε ορισμένες περιπτώσεις, τα ομόλογα ενδέχεται να προσφέρουν την πρώτη ευκαιρία συμμετοχής σε εταιρίες ανάπτυξης, προτού αυτές οι εταιρίες ξεκινήσουν την αρχική δημόσια προσφορά του (IPO) μετοχικού κεφαλαίου στο κοινό. Τελικά, τα ανερχόμενα αστέρια μπορεί να αναπτυχθούν για να γίνουν μεγαλύτερες εταιρίες με κορυφαίες πιστοληπτικές αξιολογήσεις.
- Οι «**Fallen angel**» είναι πρώην εταιρίες επενδυτικού βαθμού που βιώνουν δύσκολους καιρούς, με αποτέλεσμα η πιστοληπτική τους ικανότητα να μειώνεται από επενδυτική σε χαμηλότερες βαθμολογίες. Εάν οι προοπτικές τους βελτιωθούν, ορισμένοι πεσμένοι άγγελοι μπορούν να ανακτήσουν το επενδυτικό τους επίπεδο.
- Οι **εταιρίες υψηλού χρέους** (οι οποίες ενδέχεται να έχουν μεγάλο μέγεθος και έσοδα) είναι εταιρίες με μοχλό πάνω από το μέσο όρο χρέους που μπορεί να προκαλέσουν ανησυχία μεταξύ των οργανισμών αξιολόγησης. Οι εταιρίες αναχρηματοδότησης χρέους μερικές φορές στρέφονται σε ομόλογα υψηλής απόδοσης για να εξοφλήσουν τραπεζικά όρια πίστωσης, να αποσύρουν παλαιότερα ομόλογα ή να ενοποιήσουν πίστωση με ελκυστικά επιτόκια. Οι εταιρίες στρέφονται επίσης στην αγορά ομολόγων υψηλής απόδοσης για να χρηματοδοτήσουν εξαγορές ή να αποτρέψουν εχθρικές εξαγορές.
- Οι **εξαγορές με μόχλευση (LBO)** δημιουργούν έναν ειδικό τύπο εταιρειών που συνήθως χρησιμοποιούν ομόλογα υψηλής απόδοσης για να αγοράσουν μια δημόσια εταιρία από τους μετόχους της, συχνά προς όφελος ενός ιδιωτικού ομίλου επενδύσεων που μπορεί να περιλαμβάνει ανώτερους διευθυντές. Ορισμένα εταιρικά περιουσιακά στοιχεία ή τμήματα μπορούν στη συνέχεια να πωληθούν για να εξοφλήσουν το χρέος της εταιρίας.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ

4.1 Ερευνητικό Ερώτημα

Σκοπός της παρούσας εργασίας είναι να ερευνηθεί η πιθανότητα οι μη χρηματοοικονομικές εταιρίες (NFC), οι οποίες έχουν έδρα σε χώρα της Ευρωπαϊκής Ένωσης, να επιλέξουν να αυξήσουν την ρευστότητά τους / χρηματοδοτηθούν μέσω έκδοσης εταιρικού ομολόγου και όχι από κάποιο χρηματοπιστωτικό ίδρυμα-Τράπεζα, κατά τη διάρκεια της οικονομικής κρίσης για τα έτη από το 2013 έως το 2018. Συγκεκριμένα, εξετάζουμε την επίδραση που ασκούν οι μεταβλητές RoA (Return on Assets), RoE (Return on Equity), καθώς και οι δείκτες i-Boxx NFC AAA, i-Boxx NFC BBB, Euro Stoxx 600 και Euribor στην έκδοση εταιρικού ομολόγου από τις εν λόγω εταιρίες κατά την περίοδο 2013 - 2018.

4.2 Μέθοδος που χρησιμοποιήθηκε στην ανάλυση

Τα δίτιμα (binary) δεδομένα είναι πολύ συνηθισμένη μορφή κατηγορικών δεδομένων. Η πιο δημοφιλής μέθοδος που χρησιμοποιείται για τα δεδομένα αυτά, είναι η λογιστική παλινδρόμηση (Logistic Regression).

4.2.1 Λογιστική Παλινδρόμηση (Logistic Regression)

Στη λογιστική παλινδρόμηση η εξαρτημένη μεταβλητή είναι κατηγορική και δίτιμη. Για αυτήν εξετάζουμε την πιθανότητα (odds) εμφάνισης των δύο κατηγοριών σε σχέση με τις ανεξάρτητες μεταβλητές - παράγοντες. Επειδή σκοπός είναι να εκτιμηθεί η πιθανότητα εμφάνισης ενός συμβάντος, συνεπάγεται ότι οι τιμές που θα πρέπει να προκύπτουν από το γραμμικό υπόδειγμα περιέχονται στο διάστημα [0,1]. Το υπόδειγμα logit περιορίζει την εκτιμώμενη πιθανότητα έκδοσης (ή μη έκδοσης) σε τιμές μεταξύ 0 και 1, έτσι ώστε να μην υπάρχει πρόβλημα μικρότερων του μηδενός ή μεγαλύτερων της μονάδας τιμών για πιθανότητες, όπως ενίοτε στο γραμμικό υπόδειγμα.

Η λογιστική παλινδρόμηση υπερέχει έναντι άλλων μοντέλων που εκτιμούν πιθανότητες παρουσίας ενός χαρακτηριστικού, γιατί μπορεί να χρησιμοποιηθεί για συμπερασματολογία και να ερμηνευτεί, ακόμη και σε περιπτώσεις που η απόκριση δεν είναι τυχαία αλλά σταθερή.

Αν υποθέσουμε ότι η μεταβλητή ακολουθεί διωνυμική κατανομή και ότι η σύνδεση της πιθανότητας εμφάνισης του γεγονότος p_i συνδέεται με το γραμμικό υπόδειγμα:

δηλαδή, ο λογάριθμος της σχετικής πιθανότητας γράφεται:

$$\log\left(\frac{P_i}{1 - P_i}\right) = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \dots + \beta_n X_n$$

(Εξίσωση 1)

Όπου:

$$\log\left(\frac{P_i}{1 - P_i}\right)$$

(Εξίσωση 2)

Ο λογάριθμος του λόγου σχετικής πιθανότητας. Απολογαριθμίζοντας προκύπτει ότι η πιθανότητα της κατηγορίας της εξαρτημένης μεταβλητής θα είναι:

$$P_i = \frac{e^{\beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \dots + \beta_n X_n}}{1 + e^{\beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \dots + \beta_n X_n}}$$

(Εξίσωση 3)

Στο μοντέλο της λογιστικής παλινδρόμησης η εκτίμηση των συντελεστών πραγματοποιείται με τη μέθοδο μέγιστης πιθανοφάνειας (maximum likelihood method) αντί της μεθόδου ελαχίστων τετραγώνων.

Η ερμηνεία τους, όμως, δεν προκύπτει με τον ίδιο τρόπο όπως στη γραμμική παλινδρόμηση, και θα πρέπει να γίνει τροποποίηση, ώστε να εκφραστούν με την κατάλληλη μορφή, δηλ. e^β . Τα περισσότερα προγράμματα στον πίνακα των συντελεστών εμφανίζουν και την σχέση e^β . Κάθε συντελεστής εκφράζει τη μεταβολή του λογαρίθμου της σχετικής πιθανότητας (Εξίσωση 2) για μια μονάδα αύξησης της ανεξάρτητης μεταβλητής.

Έστω ότι έχουμε ένα μοντέλο με μια ανεξάρτητη δίτιμη (έκδοση ομολόγου ναι ή όχι).

Οπότε έχουμε:

$$\log\left(\frac{P_{\text{ναι}}}{1 - P_{\text{ναι}}}\right) = \beta_0 + \beta_1 \Rightarrow \frac{P_{\text{ναι}}}{1 - P_{\text{ναι}}} = e^{\beta_0 + \beta_1}$$

(Εξίσωση 4)

Είναι η σχετική πιθανότητα πραγματοποίησης του συμβάντος έκδοσης εταιρικού ομολόγου, και:

$$\log\left(\frac{P_{\text{όχι}}}{1 - P_{\text{όχι}}}\right) = \beta_0 \Rightarrow \frac{P_{\text{όχι}}}{1 - P_{\text{όχι}}} = e^{\beta_0}$$

(Εξίσωση 5)

Είναι η σχετική πιθανότητα πραγματοποίησης του συμβάντος μη έκδοση εταιρικού ομολόγου.

Διαιρώντας τα δύο μέλη λαμβάνουμε τον λόγο συμπληρωματικών πιθανοτήτων (odds ratio) πραγματοποίησης του συμβάντος έκδοσης εταιρικού ομολόγου προς την πραγματοποίηση του συμβάντος μη έκδοσης εταιρικού ομολόγου, δηλ.:

$$\frac{\frac{P_{\nu\alpha\iota}}{1 - P_{\nu\alpha\iota}}}{\frac{P_{\acute{o}\chi\iota}}{1 - P_{\acute{o}\chi\iota}}} = \frac{e^{\beta_0 + \beta_1}}{e^{\beta_0}} = e^{\beta_1}$$

(Εξίσωση 6)

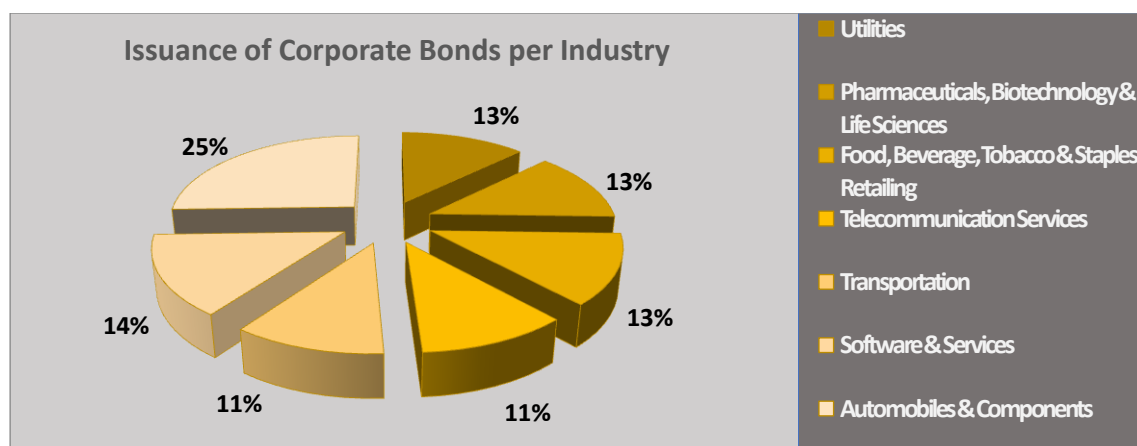
Όπως αναφέραμε και παραπάνω τα logit υποδείγματα περιλαμβάνουν τιμές 0 και 1, πράγμα το οποίο αποτελεί πλεονέκτημα, καθώς περιορίζουν τις προβλεπόμενες πιθανότητες έκδοσης εταιρικού ομολόγου (στην δική μας περίπτωση), υποθέτοντας ότι η πιθανότητα έκδοσης ακολουθεί τη σωρευτική κανονική κατανομή και logistic κατανομή αντίστοιχα, εν αντιθέσει με τα γραμμικά υποδείγματα που μπορούν να δώσουν πιθανότητες και έξω από το διάστημα [0,1] και για αυτό το λόγο δεν χρησιμοποιούνται συχνά. Μειονέκτημα του μοντέλου logit είναι ότι χρησιμοποιεί και βασίζεται σε ιστορικά στοιχεία όπως οι χρηματοοικονομικοί δείκτες τοποθετώντας τα σε ένα τέτοιο μοντέλο για να εξηγήσουν την εμπειρία έκδοσης παλαιών εταιρικών ομολόγων.

Σημειώνεται ότι στη διαμόρφωση του ερευνητικού ερωτημάτος και της μεθοδολογίας της εμπειρικής μας μελέτης, ιδιαιτέρως χρήσιμες πληροφορίες παρείχε το άρθρο της καθηγήτριάς μου *‘Corporate Liquidity Provision in the Eurozone: An Empirical Evaluation’*. *Mimeograph, University of Piraeus, Athens, Greece’* (Kokores, Ioanna T. (2019)).

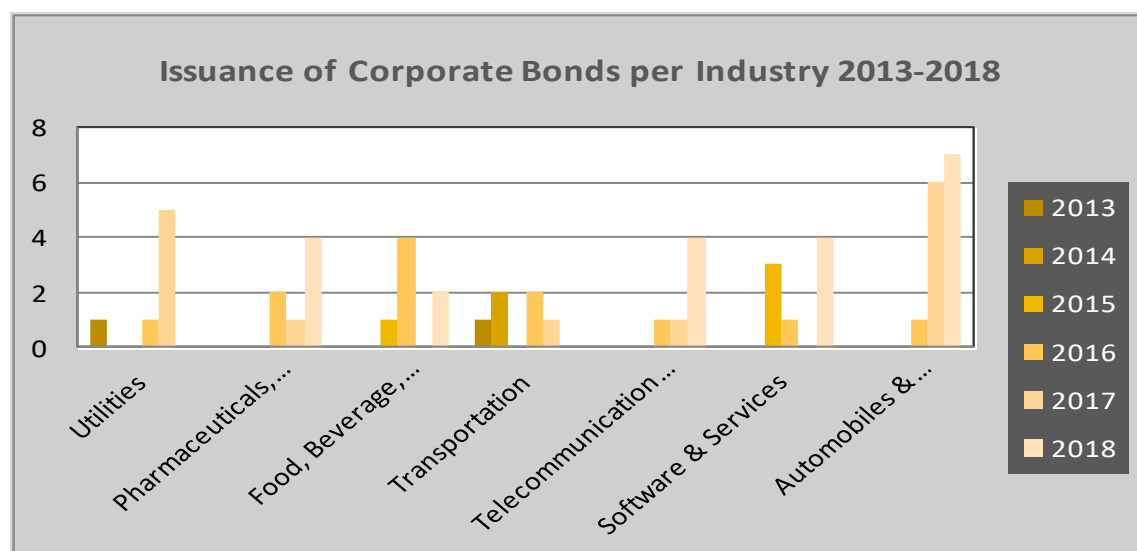
4.3 Κατασκευή Δείγματος

Το συνολικό δείγμα που θα χρησιμοποιήσουμε αφορά 16 ευρωπαϊκές εταιρίες, οι οποίες εξέδωσαν 55 εταιρικά ομόλογα, με ποσό έκδοσης ίσο ή μεγαλύτερο από 500.000.000 ευρώ, τα οποία εκδόθηκαν κατά την περίοδο από τον Ιανουάριο του 2013 έως το Δεκέμβριο του 2018. Οι εν λόγω εταιρίες προέρχονται από 7 διαφορετικούς κλάδους δραστηριότητας και έχουν έδρα ευρωπαϊκή χώρα αλλά δραστηριοποιούνται και εκτός Ευρώπης.

4.3.1 Περιγραφικά στοιχεία του δείγματος



4.3.2 Κατανομή συχνότητας έκδοσης εταιρικών ομολόγων



Η επιλογή της χρονικής περιόδου που αφορούν τα στοιχεία του δείγματος από τον Ιανουάριο του 2013 έως το Δεκέμβριο του 2018 έγινε προκειμένου α) να διασφαλιστεί η αξιοπιστία των απαντήσεων, καθώς υπήρχαν διαθέσιμα στοιχεία να χρησιμοποιηθούν στο μοντέλο και β) να έχουν πρακτικό ενδιαφέρον τα αποτελέσματα της εμπειρικής μελέτης, τόσο διότι αφορά την περίοδο της οικονομικής κρίσης, κατά τη διάρκεια της οποίας η ρευστότητα των επιχειρήσεων ήταν αβέβαιη όσο και για να εξετασθεί η συμπεριφορά των επενδυτών καθ' όλη την διάρκεια της περιόδου καθώς και οι παράγοντες που έπαιξαν ρόλο για την έκδοση ομολόγου για τους εκδότες και ήταν ελκυστικοί για τους επενδυτές.

Τα στοιχεία των εταιριών αντλήθηκαν από το Bloomberg και το Thomson Reuters και η συχνότητά τους είναι μηνιαία. Αρχικά τα στοιχεία δομήθηκαν σε αρχείο excel σε μορφή panel data, ώστε να εισαχθούν στο E-views και συνολικά αλλά και ανά κλάδο δραστηριότητας. Κατά

την επεξεργασία/προετοιμασία των δεδομένων προστέθηκε μια στήλη (y_logit), η οποία για κάθε έκδοση ή μη εταιρικού ομολόγου συμπληρωνόταν με 1 ή 0 αντίστοιχα και αποτέλεσε στο μοντέλο την εξαρτημένη μεταβλητή.

4.4 Ανεξάρτητες Μεταβλητές

Οι ανεξάρτητες μεταβλητές και οι χρηματοοικονομικοί δείκτες που χρησιμοποιήθηκαν στο μοντέλο επιλέχθηκαν ώστε να μελετούν την οικονομική συμπεριφορά των εταιριών πολύπλευρα, ως προς την απόδοση τους, την λειτουργική αποτελεσματικότητα τους, την κερδοφορία τους, την αποδοτικότητα στη χρήση των περιουσιακών στοιχείων τους, την λειτουργικότητα, την αποτελεσματικότητα ανάπτυξης των περιουσιακών στοιχείων τους καθώς και την εικόνα και τις μεταβολές της αγοράς.

Οι μεταβλητές και οι χρηματοοικονομικοί δείκτες που θα βοηθήσουν στην κατανόηση των ανωτέρω είναι:

- RoA – Return on Assets
- RoE – Return on Equity
- i-Boxx NFC AAA
- i-Boxx NFC BBB
- Euro Stoxx 600
- Euribor

Δείκτης ROA-Return on Assets (Απόδοση ενεργητικού)

Ορισμός

Ο δείκτης ROA (Return on Assets) είναι μία ένδειξη του πόσο κερδοφόρα είναι η εταιρία σε σχέση με το σύνολο του ενεργητικού της. Παρέχει την εικόνα για το πόσο αποδοτική είναι η διαχείριση στη χρήση των περιουσιακών της στοιχείων ως προς το να δημιουργεί κέρδη. Εμφανίζεται ως ποσοστό. Υπολογίζεται από τον τύπο:

$$ROA = \frac{Net\ Income}{Total\ Assets} = \frac{Καθαρά\ Έσοδα\ προ\ φόρων\ \&\ τόκων}{Σύνολο\ ενεργητικού}$$

Επεξήγηση Δείκτη

Ο δείκτης ROA δίνει πληροφορίες για το ποια κέρδη προήλθαν από επενδύσεις κεφαλαίων (ενεργητικό). Ο δείκτης για τις δημόσιες επιχειρήσεις μπορεί να ποικίλλει σημαντικά και θα είναι σε μεγάλο βαθμό εξαρτημένος από τη βιομηχανία. Αυτός είναι ο λόγος που, όταν χρησιμοποιείται ο ROA ως συγκριτικό μέτρο, το καλύτερο είναι να συγκρίνεται με προηγούμενους αριθμούς ROA της ίδιας εταιρίας ή τον ROA αντίστοιχης εταιρίας.

Τα περιουσιακά στοιχεία της εταιρίας αποτελούνται από τα ίδια κεφάλαια και τον δανεισμό. Και οι δύο αυτές μορφές χρηματοδότησης χρησιμοποιούνται για τη χρηματοδότηση των δραστηριοτήτων της εταιρίας. Ο αριθμός ROA δίνει στους επενδυτές μια ιδέα για το πόσο αποτελεσματική είναι η εταιρία μετατρέποντας τα χρήματα που πρέπει να επενδύσει σε καθαρό εισόδημα. Όσο μεγαλύτερος είναι ο αριθμός ROA, τόσο το καλύτερο, επειδή η εταιρία κερδίζει περισσότερα χρήματα με λιγότερες επενδύσεις.

Δείκτης ROE-Return on Equity (Απόδοση ιδίων κεφαλαίων)

Ορισμός

Το ποσό του καθαρού εισοδήματος που επέστρεψε ως ποσοστό επί των ιδίων κεφαλαίων. Ο δείκτης ROE (Return on Equity) μετρά την κερδοφορία μιας εταιρίας, αποκαλύπτοντας πόσο κέρδος παράγει η εταιρία με τα χρήματα που έχουν επενδύσει οι μέτοχοι. Ο δείκτης εκφράζεται ως ποσοστό και υπολογίζεται ως εξής:

$$ROE = \frac{Net\ Income}{Equity} = \frac{Καθαρά\ Έσοδα\ προ\ φόρων\ \&\ \ τόκων}{Ίδια\ κεφάλαια}$$

Τα καθαρά έσοδα είναι για το πλήρες οικονομικό έτος (πριν από μερίσματα που καταβάλλονται στους κατόχους κοινών μετοχών, αλλά μετά τα μερίσματα προνομιούχων μετοχών.) Τα ίδια κεφάλαια δεν περιλαμβάνουν προνομιούχα μερίδια.

Επεξήγηση Δείκτη

Ο δείκτης ROE είναι χρήσιμος για τη σύγκριση της αποδοτικότητας της εταιρίας με εκείνη των άλλων επιχειρήσεων του ίδιου κλάδου.

Υπάρχουν διάφορες παραλλαγές για τον τύπο που μπορούν να χρησιμοποιήσουν οι επενδυτές:

- Οι επενδυτές που επιθυμούν να εξετάσουν την απόδοση των κοινών μετοχών, μπορούν να τροποποιήσουν τον παραπάνω τύπο αφαιρώντας προτιμώμενα μερίσματα από το καθαρό εισόδημα και αφαιρώντας προνομιούχες μετοχές από τα ίδια κεφάλαια, δίνοντας την ακόλουθη μορφή: ROCE = καθαρό εισόδημα - προτιμώμενα μερίσματα / κοινές μετοχές
- Η απόδοση ιδίων κεφαλαίων μπορεί επίσης να υπολογιστεί διαιρώντας τα καθαρά κέρδη με τον μέσο όρο των ιδίων κεφαλαίων. Ο μέσος όρος ιδίων κεφαλαίων υπολογίζεται με την προσθήκη των ιδίων κεφαλαίων κατά την έναρξη της περιόδου στα ίδια κεφάλαια στο τέλος της περιόδου και διαιρώντας το αποτέλεσμα με δύο.
- Οι επενδυτές μπορούν επίσης να υπολογίσουν την αλλαγή στον ROE για ένα χρονικό διάστημα χρησιμοποιώντας τον αριθμό των ιδίων κεφαλαίων από την αρχή της περιόδου

ως παρονομαστή για να καθοριστεί ο αρχικός ROE. Στη συνέχεια, τα ίδια κεφάλαια στο τέλος της περιόδου μπορούν να χρησιμοποιηθούν ως παρονομαστής για να καθοριστεί ο τελικός ROE. Ο υπολογισμός τόσο του αρχικού δείκτη ROE, όσο και του τελικού, επιτρέπει στον επενδυτή να καθορίσει την αλλαγή της κερδοφορίας κατά τη διάρκεια της περιόδου.

Stoxx Euro 600

Ορισμός - Μεθοδολογία

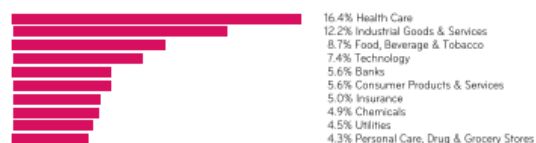
Ο Stoxx Europe 600, που ονομάζεται επίσης STOXX 600, SXXP, είναι ένας χρηματιστηριακός δείκτης των ευρωπαϊκών αποθεμάτων που σχεδιάστηκε από STOXX Ltd. δείκτη. Αυτός ο δείκτης αποτελείται από σταθερό αριθμό 600 επιχειρήσεων, μεγάλες, μεσαίες και μικρές επιχειρήσεις μεταξύ 17 ευρωπαϊκών χωρών, που καλύπτουν περίπου το 90% της κεφαλαιοποίησης της ελεύθερης αγοράς στην ευρωπαϊκή χρηματιστηριακή αγορά (δεν περιορίζεται στην Ευρωζώνη). Οι χώρες που απαρτίζουν τον δείκτη είναι το Ηνωμένο Βασίλειο (που αποτελεί περίπου το 21,5% του δείκτη), η Γαλλία, η Γερμανία και η Ελβετία (αντιπροσωπεύουν περίπου το 16% του δείκτη η καθεμία), καθώς και Αυστρία, Βέλγιο, Δανία, Φινλανδία, Ιρλανδία, Ιταλία, Λουξεμβούργο, Κάτω Χώρες, Νορβηγία, Πολωνία, Πορτογαλία, Ισπανία και Σουηδία.

Περιγραφικά Στατιστικά Στοιχεία

Descriptive statistics

Index	Market cap (EUR bn.)		Components (EUR bn.)				Component weight (%)		Turnover (%)
	Full	Free-float	Mean	Median	Largest	Smallest	Largest	Smallest	Last 12 months
STOXX Europe 600 Index	9,831.9	7,883.7	13.1	5.7	292.4	1.4	3.7	0.0	3.0
STOXX Europe Total Market Index	11,215.4	8,611.5	5.9	1.4	292.4	0.0	3.4	0.0	2.3

Supersector weighting (top 10)

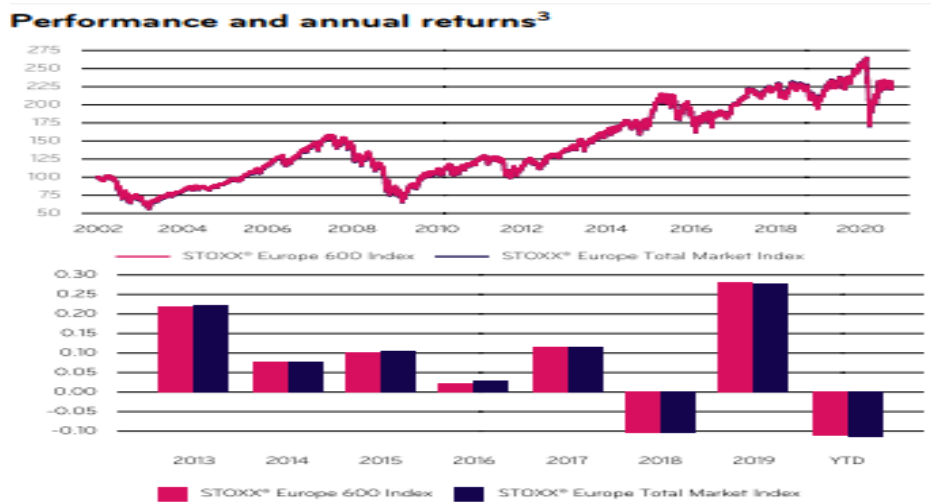


Country weighting



Το STOXX Europe 600 κυκλοφόρησε το 1998. Η σύνθεσή του αναθεωρείται τέσσερις φορές το χρόνο, τον Μάρτιο, τον Ιούνιο, τον Σεπτέμβριο, τον Δεκέμβριο. Ο δείκτης είναι διαθέσιμος σε διάφορους συνδυασμούς νομισμάτων (AUD, CAD, CHF, EUR, GBP, JPY, USD) και απόδοση (Τιμή, Καθαρή απόδοση, Ακαθάριστη απόδοση). Είναι εξουσιοδοτημένο για χρηματοπιστωτικά ιδρύματα να χρησιμεύει ως υποκείμενο για ένα ευρύ φάσμα επενδυτικών προϊόντων, όπως χρηματιστηριακά κεφάλαια (ETF), συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης, επιλογές και δομημένα προϊόντα παγκοσμίως.

Ετήσιες αποδόσεις του Δείκτη Stoxx Europe 600 & Stoxx Europe Total Market



Δείκτες Markit iBoxx Corporates

Οι δείκτες Markit iBoxx Corporates αντιπροσωπεύουν ομόλογα σταθερού εισοδήματος επενδυτικού βαθμού που εκδίδονται από δημόσιες ή ιδιωτικές εταιρίες. Οι δείκτες Markit iBoxx Corporates καλύπτουν τα χρέη ηλικίας και μειωμένης εξασφάλισης και ταξινομούνται σε Χρηματοοικονομικά και Μη Χρηματοοικονομικά. Τα χρηματοοικονομικά ταξινομούνται περαιτέρω σε τέσσερις τομείς και τα μη χρηματοοικονομικά προσφέρουν εννέα τομείς, ανάλογα με το επιχειρηματικό πεδίο του εκδότη. Οι δείκτες Markit iBoxx Corporates εξισορροπούνται μηνιαίως μετά το κλείσιμο της επιχείρησης την τελευταία εργάσιμη ημέρα του μήνα.

Τα iBoxx EUR Financials και EUR Non-Financials περιλαμβάνουν περίπου 700 και 1300 ομόλογα αντίστοιχα, ενώ το iBoxx GBP Financials και GBP Non-Financials περιλαμβάνουν περίπου 400 και 300 ομόλογα αντίστοιχα.

4.5 Ερμηνεία αποτελεσμάτων

Industries	Variables																LR Stat	Prob (LR Stat)								
	Stoxx				ROA				ROE				iBoxx AAA						iBoxx BBB				Euribor			
	Coeff.	exp(B)	pvalue	VIF	Coeff.	exp(B)	pvalue	VIF	Coeff.	exp(B)	pvalue	VIF	Coeff.	exp(B)	pvalue	VIF	Coeff.	exp(B)	pvalue	VIF	Coeff.	exp(B)	pvalue	VIF		
Utilities	↑	exp ^(0.10)	0.0000		↑	exp ^(3.9)	0.0006		↓	exp ^(-5.1)	0.0000		↓	exp ^(-5.55)	0.1137		↑	exp ^(5.8)	0.0466		↓	exp ⁽⁻⁶⁾	0.037		492,271	0.000000
Food, Beverage, Tobacco & Staples	↑	exp ^(0.11)	0.0001		↑	exp ^(0.72)	0.3636		↑	exp ^(0.32)	0.3636		↓	exp ^(-0.58)	0.8431		↑	exp ^(5.56)	0.0033		↓	exp ^(-5.6)	0.0000		497,408	0.000000
Pharmaceuticals, Biotechnology & Life	↑	exp ^(0.06)	0.0000		↑	exp ^(0.21)	0.6088		↑	exp ^(-0.34)	0.1741		↓	exp ^(-15.3)	0.0082		↑	exp ^(13.9)	0.0002		↓	exp ⁽⁻²²⁸⁾	0.0003		334,865	0.000000
Transportation	↑	exp ^(0.016)	0.0231		↓	exp ^(-1.36)	0.0000		↑	exp ^(-0.13)	0.0000		↑	exp ^(2.84)	0.0001		↓	exp ^(-2.4)	0.0002		↓	exp ^(-9.7)	0.0000		293,625	0.000000
Telecommunications Services	↑	exp ^(0.018)	0.4118		↑	exp ^(5.9)	0.4165		↓	exp ^(-13.9)	0.4369		↓	exp ^(-5.22)	0.0638		↑	exp ^(7.4)	0.0001		↓	exp ^(-115.3)	0.1031		209,351	0.000000
Software & Services	↑	exp ^(0.02)	0.0006		↑	exp ^(1.38)	0.0000		↓	exp ^(-0.54)	0.0000		↑	exp ^(0.42)	0.6770		↑	exp ^(2.63)	0.0001		↓	exp ^(-12.8)	0.0000		258,32	0.000000
Automobiles & Components	↑	exp ^(0.07)	0.0000		↓	exp ^(-0.44)	0.0005		↑	exp ^(0.12)	0.0034		↓	exp ^(-9.33)	0.0000		↑	exp ^(11.14)	0.0000		↓	exp ^(-85.5)	0.0000		558,383	0.000000
Total Data	↑	exp ^(0.019)	0.0000	1.56	↓	exp ^(-1.19)	0.0000	2.53	↑	exp ^(0.04)	0.0000	2.50	↑	exp ^(0.47)	0.0925	4.08	↓	exp ^(1.53)	0.0000	4.43	↓	exp ^(-7.96)	0.0000	2.59	1170,9	0.000000

Αρχικά παλινδρομήσαμε την εξαρτημένη μεταβλητή (γ_{logit}) με όλες τις ανεξάρτητες μεταβλητές (Stoxx, ROA, ROE, iBoxx AAA, iBoxx BBB & Euribor) για το σύνολο των κλάδων και

των εταιρικών ομολόγων (Total Data) αλλά και ανά κλάδο ξεχωριστά (Utilities, Food, Beverage, Tobacco & Staples, Pharmaceuticals, Transportation, Telecommunication Services, Software & Services, Automobiles & Components) όπως παρουσιάζονται και στον ανωτέρω πίνακα. Τα αποτελέσματα των παλινδρομήσεων όπως εμφανίστηκαν στο E-views παρατίθενται αναλυτικά στο Παράρτημα 2 (Πίνακες Αποτελεσμάτων του Μοντέλου Binary Logistic Regression (E-views)).

Σε αυτό το σημείο κρίνουμε σκόπιμο να δώσουμε τον ορισμό αλλά και την ερμηνεία στοιχείων από τους πίνακες του E-views, όπως απεικονίζονται στον πίνακα, όσον αφορά το δικό μας μοντέλο:

Variable: αναφέρεται στις ανεξάρτητες μεταβλητές του μοντέλου περιλαμβανομένης και της σταθεράς c .

Στο δικό μας μοντέλο οι ανεξάρτητες μεταβλητές είναι οι παρακάτω:

- RoA – Return on Assets
- RoE – Return on Equity
- i-Boxx NFC AAA
- i-Boxx NFC BBB
- Euro Stoxx 600
- Euribor

Coefficient: είναι οι λύσεις της εξίσωσης/παλινδρόμησης, δηλαδή οι παράμετροι που έχουν υπολογιστεί. Το πρόσημο ενός συντελεστή δίνει την κατεύθυνση της επίδρασης μίας ανεξάρτητης μεταβλητής πάνω στην εξαρτημένη

Στο δικό μας μοντέλο διαφαίνονται τα εξής:

- Ο δείκτης **Euro Stoxx 600** επηρεάζει θετικά την έκδοση εταιρικού ομολόγου ανά κλάδο δραστηριότητας αλλά και όταν υπολογίζουμε το μοντέλο για το σύνολο των κλάδων
- Ο δείκτης **ROA** επηρεάζει **θετικά** την έκδοση εταιρικού ομολόγου για τους κλάδους των Utilities, Food, Beverage, Tobacco & Staples, Pharmaceuticals, Telecommunication Services, Software & Services, και αρνητικά τους κλάδους των Transportation και Automobiles & Components αλλά και όταν υπολογίζουμε το μοντέλο για το σύνολο των κλάδων
- Ο δείκτης **ROE** επηρεάζει **θετικά** την έκδοση εταιρικού ομολόγου για τους κλάδους των Food, Beverage, Tobacco & Staples, Pharmaceuticals, Transportation και Automobiles & Components και όταν υπολογίζουμε το μοντέλο για το σύνολο των κλάδων και αρνητικά τους κλάδους των Utilities, Telecommunication Services και Software & Service

- Ο δείκτης **iBoxx AAA** επηρεάζει **θετικά** την έκδοση εταιρικού ομολόγου για τους κλάδους των Transportation, Software & Service και όταν υπολογίζουμε τον μοντέλο για το σύνολο των κλάδων και αρνητικά τους κλάδους των Utilities, Food, Beverage, Tobacco & Staples, Pharmaceuticals, Telecommunication Services και Automobiles & Components.
- Ο δείκτης **iBoxx BBB** επηρεάζει **θετικά** την έκδοση εταιρικού ομολόγου για τους κλάδους των Utilities, Food, Beverage, Tobacco & Staples, Pharmaceuticals, Telecommunication Services, Software & Service και Automobiles & Components και αρνητικά τους κλάδο του Transportation και όταν υπολογίζουμε το μοντέλο για το σύνολο των κλάδων
- Ο δείκτης **Euribor** επηρεάζει **αρνητικά** την έκδοση εταιρικού ομολόγου ανά κλάδο δραστηριότητας αλλά και όταν υπολογίζουμε το μοντέλο για το σύνολο των κλάδων

Prob. (p-value): αναφέρεται στην πιθανότητα που είναι γνωστή και ως p-value ή marginal significant level. Παρατηρώντας το p-value μπορούμε να δεχτούμε ή να απορρίψουμε την υπόθεση ότι η πραγματική παράμετρος είναι μηδέν. Από τη στιγμή που τα τεστ γίνονται σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 0,05, μια μικρότερη τιμή από αυτή μας επιτρέπει να απορρίψουμε τη μηδενική υπόθεση και να θεωρήσουμε ότι η παράμετρος μας είναι στατιστικά σημαντική.

Είναι σκόπιμο επίσης να εξηγήσουμε τα στατιστικά αποτελέσματα που προσδιορίζουν τα μοντέλα:

LR Statistic: το μέτρο αυτό μετράει από κοινού την υπόθεση ότι όλες οι παράμετροι εκτός της σταθεράς είναι μηδενικές. Ελέγχει τη συνολική στατιστική σημαντικότητα του μοντέλου. Για να το ερμηνεύσουμε πρέπει να λάβουμε υπόψη και το Probability (LR stat) που είναι η πιθανότητά του.

Probability (LR Statistic): είναι η p-value του LR test statistic. Όταν είναι μικρότερη από 0,05 μπορούμε να θεωρήσουμε ότι όλες οι εκτιμώμενες παράμετροι είναι διάφορες του μηδενός και άρα το μοντέλο μας είναι στατιστικά σημαντικό.

Στο δικό μας μοντέλο μπορούμε να θεωρήσουμε ότι όλες οι εκτιμημένες παράμετροι είναι διάφοροι του μηδενός και άρα το μοντέλο μας είναι στατιστικά σημαντικό εφόσον τόσο για το μοντέλο ανά κλάδο όσο και το μοντέλο για το σύνολο των κλάδων το Prob (LR Stat) είναι 0.000000.

exp(βi): Η παράμετρος βi αναφέρεται στην επίδραση του Xi στο log odds όταν $Y_{logit}=1$, όταν τα υπόλοιπα X παραμένουν σταθερά. Έτσι, για παράδειγμα ο όρος $\exp(\beta_i)$ είναι η

πολλαπλασιαστική επίδραση στα odds, όταν το X_i αυξηθεί κατά μία μονάδα, για δεδομένα επίπεδα των υπολοίπων X .

Βέβαια, αυτό που μας ενδιαφέρει δεν είναι οι τιμές των παραμέτρων αυτές καθαυτές, αλλά η μεταβολή του logit όταν μεταβαίνουμε από τη μία κατηγορία της X_i στην άλλη.

Στο δικό μας μοντέλο στην περίπτωση του μοντέλου για το σύνολο των κλάδων (Total Data) για παράδειγμα :

Εάν αυξηθεί κατά 1 μονάδα ο δείκτης STOXX Europe 600, τότε η πιθανότητα να εκδοθεί εταιρικό ομόλογο αυξάνεται (διότι το Coefficient έχει θετικό πρόσημο) από το να μην εκδοθεί εταιρικό ομόλογο, κρατώντας τους υπόλοιπους παράγοντες (X) σταθερούς.

VIF (Variance inflation factor): Μέτρο για τον έλεγχο της πολυσυγγραμμικότητας¹⁰ είναι ο παράγοντας μεγέθυνσης διασποράς (Variance inflation factor-VIF), ο οποίος παρέχεται σε κάθε μεταβλητή και μας δείχνει πόσο αυξάνεται η διασπορά ενός εκτιμημένου συντελεστή παλινδρόμησης.

Όταν υπάρχουν συσχετίσεις μεταξύ των εξηγηματικών μεταβλητών. Τιμές του VIF > 5 θεωρούνται ως ένδειξη πολυσυγγραμμικότητας. Για να μειωθεί το φαινόμενο της πολυσυγγραμμικότητας αφαιρούμε από το μοντέλο τους μη σημαντικούς παράγοντες.

Στο δικό μας μοντέλο ο παράγοντας μεγέθυνσης διασποράς (VIF) για κάθε ανεξάρτητη μεταβλητή είναι κάτω από 5, οπότε θεωρούμε ότι δεν υπάρχει ένδειξη πολυσυγγραμμικότητας και κατ' επέκταση δεν χρειάζεται να αφαιρέσουμε από το μοντέλο κάποιο παράγοντα (καθώς κανένας δεν είναι μη σημαντικός παράγοντας)

¹⁰ Συγγραμμικότητα (Collinearity) ή πολυσυγγραμμικότητα (multicollinearity) εμφανίζεται όταν μια ανεξάρτητη μεταβλητή είναι μια γραμμική συνάρτηση μιας άλλης ανεξάρτητης μεταβλητής. Σε περίπτωση που υπάρχουν υψηλές συσχετίσεις μεταξύ των ανεξάρτητων μεταβλητών, αυτό αποτελεί ισχυρή ένδειξη πολυσυγγραμμικότητας. Η πολυσυγγραμμικότητα δημιουργεί προβλήματα, όχι στην προσαρμογή του υποδείγματος, αλλά στο να διαπιστωθούν πραγματικά οι στατιστικά σημαντικοί παράγοντες στην επίδραση της εξαρτημένης μεταβλητής, και αυτό γιατί η παρουσία της πολυσυγγραμμικότητας οδηγεί σε αυξημένα τυπικά σφάλματα

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Στο κεφάλαιο αυτό παρουσιάζονται τα τελικά συμπεράσματα όπως προέκυψαν αρχικά από τη βιβλιογραφική επισκόπηση – μελέτη και ύστερα από την εμπειρική μελέτη-ανάλυση. Στο πρώτο μέρος της εργασίας, μελετώνται οι παράμετροι και το θεσμικό πλαίσιο που ισχύουν και επηρεάζουν γενικότερα την αγορά των εταιρικών ομολόγων αλλά και την έκδοση ευρωπαϊκών εταιρικών ομολόγων από μη χρηματοοικονομικές εταιρίες συνολικά αλλά και ανά κλάδο δραστηριότητας. Παρατηρείται ότι οι απαραίτητες μεταβολές, προσθήκες και αναπροσαρμογές οι οποίες πραγματοποιούνται στη νομισματική πολιτική, στο νομικό και κανονιστικό πλαίσιο, και ό,τι σχετικό διέπει την έκδοση εταιρικών ομολόγων, επηρεάζονται από τις διεθνείς εξελίξεις (οικονομικές και μη). Για παράδειγμα οι οδηγίες και τα προγράμματα τα οποία θεσπίστηκαν από την αρχή της οικονομικής κρίσης, ώστε να εξασφαλιστεί η διατήρηση ή αύξηση της ρευστότητας της αγοράς.

Επίσης διαπιστώνουμε τη σημαντική συνεισφορά και του δεύτερου μέρους της εργασίας στην έρευνα στα πλαίσια του οποίου εξετάστηκε η πιθανότητα οι ευρωπαϊκές μη χρηματοοικονομικές εταιρίες, ανά κλάδο δραστηριότητας αλλά και συνολικά, να αυξήσουν την ρευστότητά τους μέσω έκδοσης εταιρικού ομολόγου και πώς επηρεάζουν (θετικά ή αρνητικά) το εν λόγω γεγονός συγκεκριμένες μεταβλητές και χρηματοοικονομικοί δείκτες. Η επιλογή που κάναμε για τη χρήση οικονομετρικού μοντέλου και ειδικότερα του μοντέλου Logit (Λογιστικής Παλινδρόμησης), έγινε με σκοπό την εξασφάλιση ακρίβειας της πρόβλεψης καθώς περιορίζει την εκτιμώμενη πιθανότητα έκδοσης ή μη έκδοσης σε τιμές μεταξύ 0 (μη έκδοση) και 1 (έκδοση) ώστε να μην υπάρχουν τιμές μικρότερες του 0 και μεγαλύτερες του 1.

Τα αποτελέσματα του μοντέλου Logit (Λογιστικής Παλινδρόμησης) μας επιβεβαιώνουν την ορθότητα χρήσης του εν λόγω μοντέλου και των συγκεκριμένων μεταβλητών και χρηματοοικονομικών δεικτών για τη μελέτη του ανωτέρω ερωτήματος, καθώς κατά τη διάρκεια της ερμηνείας τους διαπιστώθηκε ότι ακολουθούν οικονομική λογική. Βάσει των αποτελεσμάτων διαπιστώνονται τα εξής:

- ο δείκτης **Euro Stoxx 600** έχει μεν θετική επίδραση στην έκδοση εταιρικού ομολόγου από ευρωπαϊκές μη χρηματοοικονομικές εταιρίες, ωστόσο δεν έχει ιδιαίτερη επίδραση στο γεγονός της έκδοσης διότι δεν προκαλεί έντονη μεταβολή στους δείκτες ή δηλώνει συμπληρωματικότητα (<1). Μέσω της μεταβολής των τιμών του δείκτη μπορούμε να

ερμηνεύσουμε τη κεφαλοποίηση των επιχειρήσεων αλλά στο ευρύτερο επιχειρηματικό κλίμα (όχι χρηματοδότηση μέσω αύξησης μετοχικού κεφαλαίου).

- οι δείκτες **i-Boxx AAA & BBB** περιλαμβάνουν στοιχεία του συγκεκριμένου ομολόγου ή ομολόγων συγκεκριμένου κλάδου που εξετάζουμε αλλά έχουν διαμορφωθεί σύμφωνα με τις αποδόσεις του συνόλου των ομολόγων που περιλαμβάνονται στους εν λόγω δείκτες της αντίστοιχης επενδυτικής βαθμίδας (AAA ή BBB). Ο δείκτης **i-Boxx AAA** δείχνει ότι επηρεάζει θετικά το γεγονός της έκδοσης, πράγμα το οποίο είναι δόκιμο και ταιριάζει με την ορθολογική επενδυτική συμπεριφορά καθώς όταν ο δείκτης αντανακλά υψηλές αποδόσεις τότε αυξάνεται και η πιθανότητα έκδοσης εταιρικού ομολόγου. Ενώ ο δείκτης **i-Boxx BBB** φαίνεται ότι επηρεάζει αρνητικά το γεγονός της έκδοσης πράγμα το οποίο είναι ορθολογικό καθώς όταν ο δείκτης αντανακλά χαμηλές αποδόσεις τόσο αυξάνεται και η πιθανότητα έκδοσης εταιρικού ομολόγου.

- ο δείκτης **ROA** έχει αρνητική επίδραση στο γεγονός της έκδοσης, πράγμα το οποίο είναι λογικό καθώς καταλαβαίνουμε ότι τα περιουσιακά στοιχεία (assets) αποδίδουν αρκετά οπότε δε χρειάζεται να εκδοθεί ομολόγο και να αυξηθούν οι υποχρεώσεις αποπληρωμής αλλά θα καλυφθεί από τη ρευστοποίηση κάποιου περιουσιακού στοιχείου, σε περίπτωση ανάγκης αύξησης ρευστότητας.

- ο δείκτης **ROE** έχει θετική επίδραση στο γεγονός της έκδοσης, πράγμα το οποίο ακολουθεί την επιχειρηματική λογική καθώς όσο μεγαλύτερο είναι το ROE τόσο αυξάνεται το Market Value και είναι στοιχείο που κάθε επιχείρηση μπορεί να το αξιοποιήσει για να προσελκύσει πιθανούς επενδυτές. Μπορεί να φαίνεται αποκρουστικό αλλά ένα «καλό» ROE για την εποχή επίπεδα, ειδικά σε δυσχερείς οικονομικές συνθήκες» αποτελεί ορθή στρατηγική λογική για την κάθε επιχείρηση που θέλει να αυξήσει τη ρευστότητά της.

- ο δείκτης **Euribor** έχει αρνητική επίδραση στο γεγονός της έκδοσης, γεγονός το οποίο ερμηνεύεται ως μείωση της ρευστότητας της αγοράς. Όσο δηλαδή μειώνεται η τιμή του δείκτη Euribor τόσο αυξάνεται η πιθανότητα-«ανάγκη» για έκδοση εταιρικού ομολόγου και αύξηση της ρευστότητας.

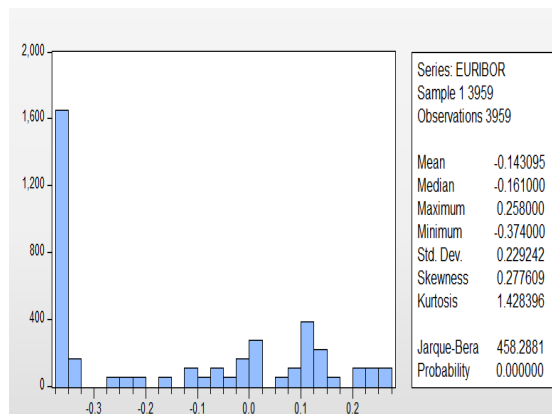
Εξάλλου σε ένα πολύπλοκο οικονομικό περιβάλλον όπως το σημερινό ποιά επιχείρηση δεν επιθυμεί την αύξηση της ρευστότητας της μέσω του αποτελεσματικότερου και ασφαλέστερου τρόπου χρηματοδότησης.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 1

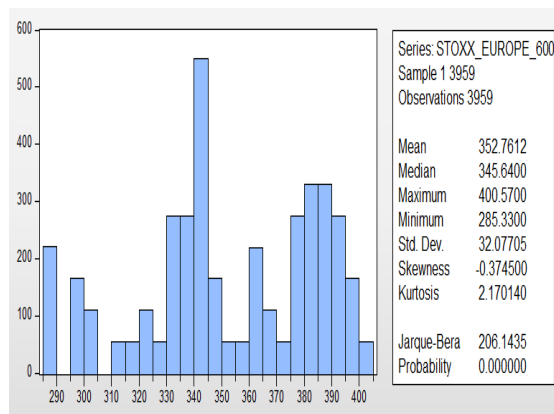
ΙΣΤΟΓΡΑΜΜΑΤΑ & ΠΕΡΙΓΡΑΦΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΜΕΤΑΒΛΗΤΩΝ & ΔΕΙΚΤΩΝ ΤΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ

Παρακάτω παρουσιάζονται τα αποτελέσματα της περιγραφικής στατιστικής για τους δείκτες που χρησιμοποιήθηκαν. Ειδικότερα για τις μεταβλητές ROA & ROE ακολουθεί η παρουσίαση των αποτελεσμάτων για το σύνολο των παρατηρήσεων αλλά και ανά κλάδο δραστηριότητας.

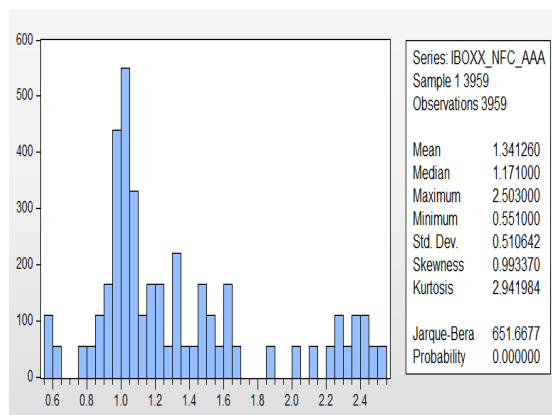
Δείκτης Euribor



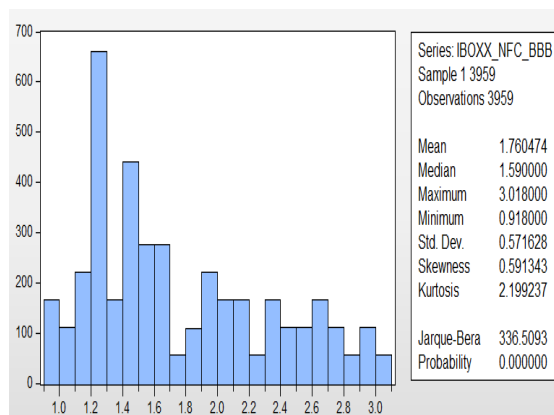
Δείκτης STOXX Europe 600



Δείκτης iBoxx Non-Financial Corporates AAA

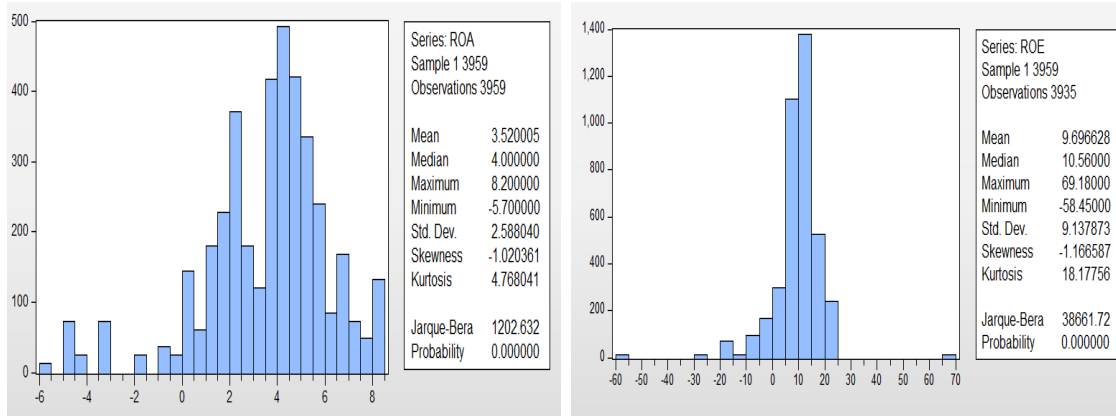


Δείκτης iBoxx Non-Financial Corporates BBB



ROA

ROE



Categorical Descriptive Statistics for Explanatory Variables

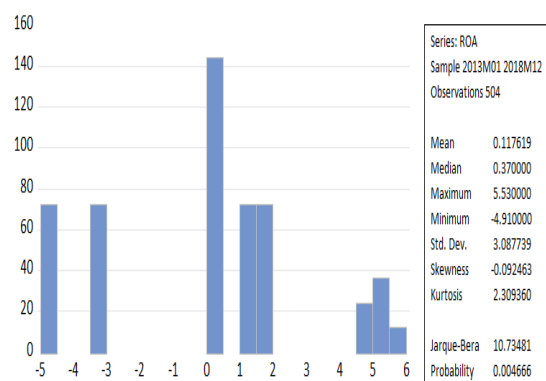
Variable	Dep=0	Mean Dep=1	All
C	1.000000	1.000000	1.000000
STOXX_EUROPE_600	346.2527	369.9967	352.8419
ROA	3.444861	3.727289	3.523238
ROE	9.167770	11.07350	9.696628
IBOXX_NFC_AAA	1.442877	1.072518	1.340099
IBOXX_NFC_BBB	1.872010	1.460257	1.757745
EURIBOR	-0.077834	-0.316927	-0.144184

Variable	Dep=0	Standard Deviation Dep=1	All
C	0.000000	0.000000	0.000000
STOXX_EUROPE_600	32.02763	24.69222	31.98732
ROA	2.792081	1.949400	2.588756
ROE	9.080620	9.147026	9.137873
IBOXX_NFC_AAA	0.548564	0.238780	0.510600
IBOXX_NFC_BBB	0.592340	0.370400	0.570545
EURIBOR	0.222366	0.139965	0.229387

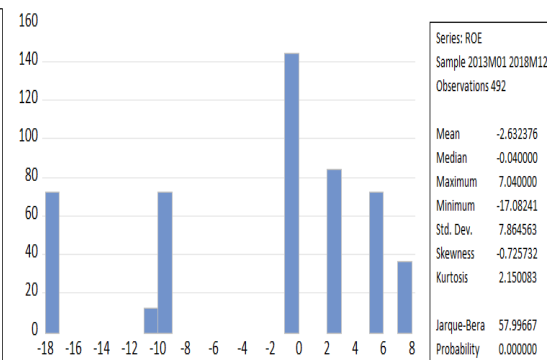
Observations	2843	1092	3935
--------------	------	------	------

Utilities Industry

ROA



ROE



Categorical Descriptive Statistics for Explanatory Variables

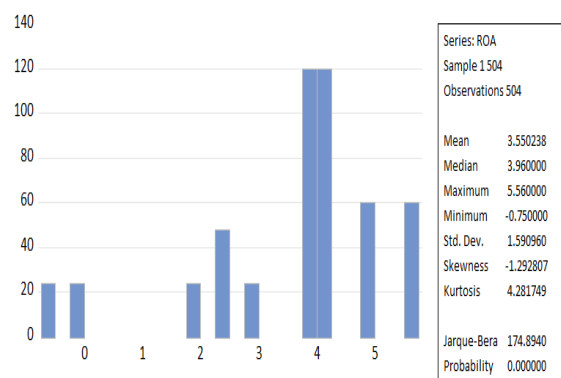
Variable	Dep=0	Mean Dep=1	All
C	1.000000	1.000000	1.000000
STOXX_EUROPE_600	343.9210	373.1858	354.0328
ROA	-1.184193	2.210529	-0.011220
ROE	-4.728661	1.338235	-2.632376
IBOXX_NFC_AAA	1.455913	1.093406	1.330657
IBOXX_NFC_BBB	1.904360	1.421041	1.737360
EURIBOR	-0.065619	-0.308941	-0.149694

Variable	Dep=0	Standard Deviation Dep=1	All
C	0.000000	0.000000	0.000000
STOXX_EUROPE_600	31.75061	19.50442	31.36987
ROA	2.686806	2.246898	3.011403
ROE	8.485992	4.322753	7.864563
IBOXX_NFC_AAA	0.543306	0.311764	0.506175
IBOXX_NFC_BBB	0.585158	0.318650	0.558335
EURIBOR	0.216845	0.152123	0.228303

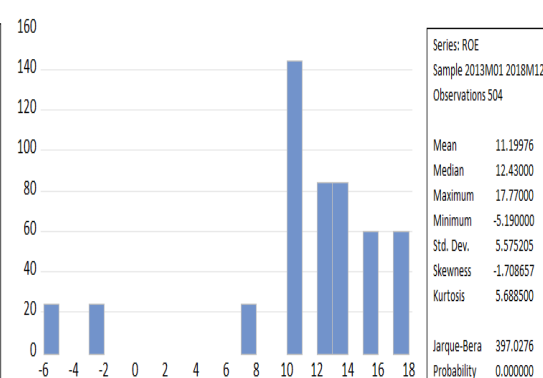
Observations	322	170	492
--------------	-----	-----	-----

Food, Beverage, Tobacco & Staples Retailing Industry

ROA



ROE



Categorical Descriptive Statistics for Explanatory Variables

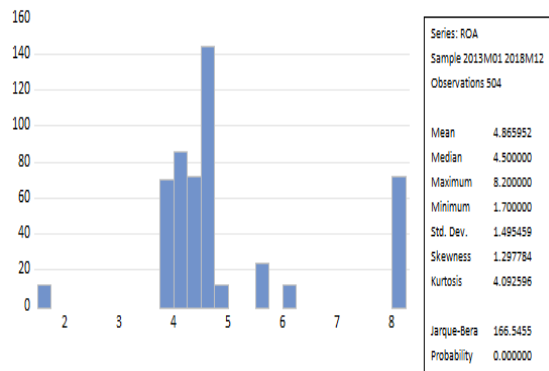
Variable	Dep=0	Mean Dep=1	All
C	1.000000	1.000000	1.000000
STOXX_EUROPE_600	343.7298	374.4926	352.7633
ROA	3.173371	4.456757	3.550238
ROE	9.562219	15.13872	11.19976
IBOXX_NFC_AAA	1.475154	1.019014	1.341208
IBOXX_NFC_BBB	1.929840	1.353169	1.760500
EURIBOR	-0.050459	-0.366115	-0.143151

Variable	Dep=0	Standard Deviation Dep=1	All
C	0.000000	0.000000	0.000000
STOXX_EUROPE_600	32.61748	16.84579	32.10109
ROA	1.551510	1.294769	1.590960
ROE	5.216379	4.304744	5.575205
IBOXX_NFC_AAA	0.550925	0.112470	0.511031
IBOXX_NFC_BBB	0.586540	0.229013	0.572054
EURIBOR	0.212059	0.025972	0.229440

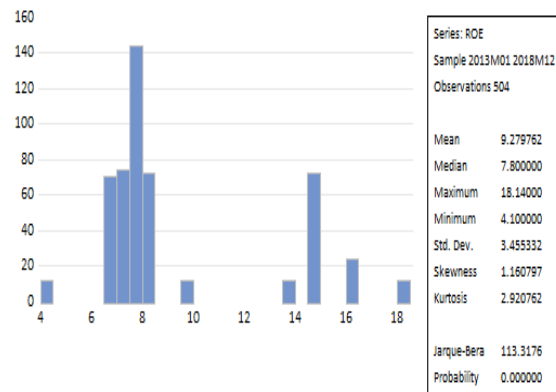
Observations	356	148	504
--------------	-----	-----	-----

Pharmaceuticals, Biotechnology & Life Sciences Industry

ROA



ROE



Categorical Descriptive Statistics for Explanatory Variables

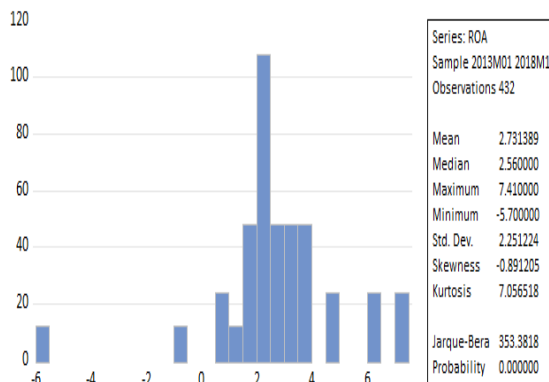
Variable	Dep=0	Mean Dep=1	All
C	1.000000	1.000000	1.000000
STOXX_EUROPE_600	346.0713	377.3182	352.7671
ROA	4.893586	4.764630	4.865952
ROE	9.412677	8.792407	9.279762
IBOXX_NFC_AAA	1.428020	1.022241	1.341067
IBOXX_NFC_BBB	1.864447	1.377509	1.760103
EURIBOR	-0.081145	-0.370519	-0.143153

Variable	Dep=0	Standard Deviation Dep=1	All
C	0.000000	0.000000	0.000000
STOXX_EUROPE_600	32.46124	13.42724	32.10220
ROA	1.329165	1.994521	1.495459
ROE	3.476408	3.347604	3.455332
IBOXX_NFC_AAA	0.543136	0.091576	0.511097
IBOXX_NFC_BBB	0.595570	0.202206	0.572051
EURIBOR	0.221467	0.001764	0.229442

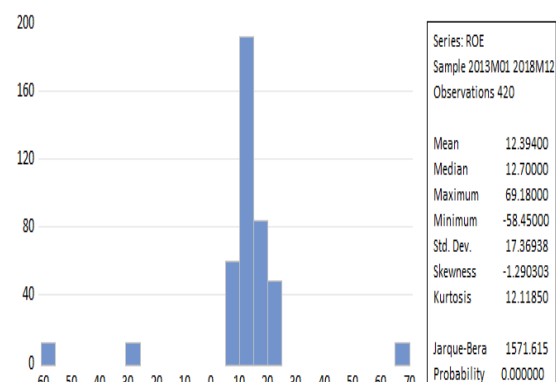
Observations	396	108	504
--------------	-----	-----	-----

Transportation Industry

ROA



ROE



Categorical Descriptive Statistics for Explanatory Variables

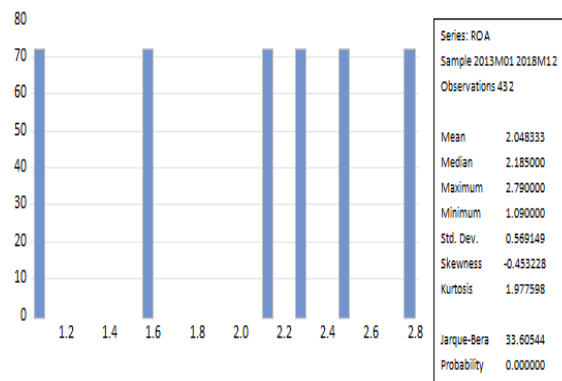
Variable	Dep=0	Mean Dep=1	All
C	1.000000	1.000000	1.000000
STOXX_EUROPE_600	334.9073	366.1787	352.0321
ROA	3.050526	2.580000	2.792857
ROE	9.356737	14.90304	12.39400
IBOXX_NFC_AAA	1.578589	1.147813	1.342688
IBOXX_NFC_BBB	2.098074	1.484448	1.762040
EURIBOR	0.003991	-0.269360	-0.145701

Variable	Dep=0	Standard Deviation Dep=1	All
C	0.000000	0.000000	0.000000
STOXX_EUROPE_600	32.99254	23.23774	32.07743
ROA	3.075102	1.176399	2.253178
ROE	19.78279	14.66405	17.36938
IBOXX_NFC_AAA	0.564561	0.374568	0.516267
IBOXX_NFC_BBB	0.587693	0.392243	0.577394
EURIBOR	0.200094	0.177596	0.232063

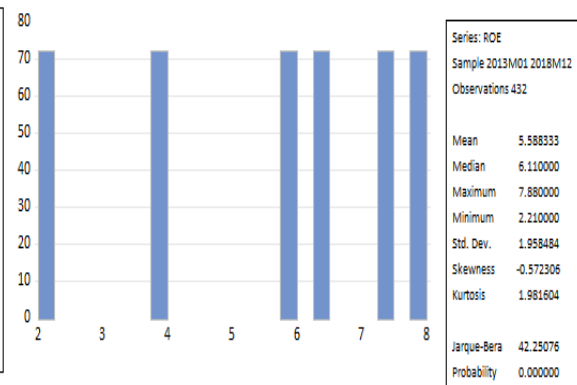
Observations	190	230	420
--------------	-----	-----	-----

Telecommunications Services Industry

ROA



ROE



Categorical Descriptive Statistics for Explanatory Variables

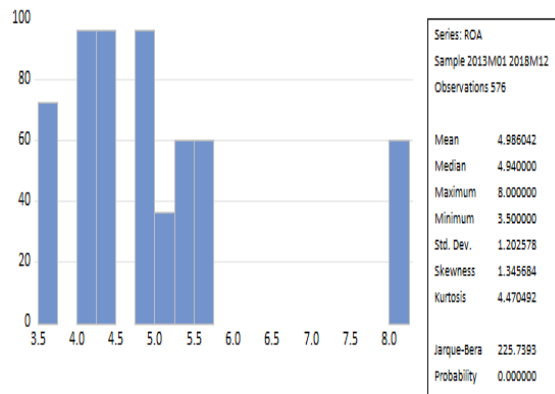
Variable	Dep=0	Mean Dep=1	All
C	1.000000	1.000000	1.000000
STOXX_EUROPE_600	347.5977	378.1670	352.7633
ROA	2.021393	2.180822	2.048333
ROE	5.485404	6.094521	5.588333
IBOXX_NFC_AAA	1.403474	1.035000	1.341208
IBOXX_NFC_BBB	1.834421	1.396973	1.760500
EURIBOR	-0.096931	-0.370452	-0.143151

Variable	Dep=0	Standard Deviation Dep=1	All
C	0.000000	0.000000	0.000000
STOXX_EUROPE_600	32.43342	12.36302	32.10641
ROA	0.614934	0.193533	0.569149
ROE	2.111754	0.688783	1.958484
IBOXX_NFC_AAA	0.538974	0.070809	0.511115
IBOXX_NFC_BBB	0.593831	0.212055	0.572149
EURIBOR	0.225211	0.001871	0.229478

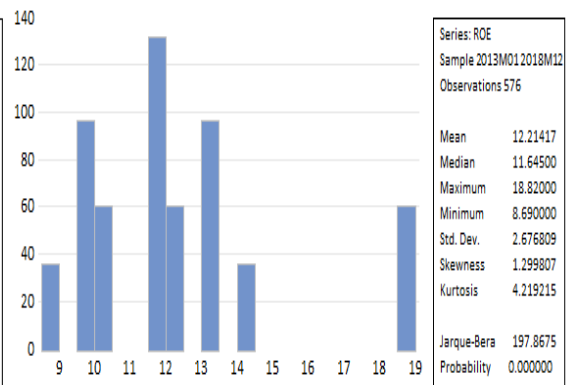
Observations	359	73	432
--------------	-----	----	-----

Software & Services Industry

ROA



ROE



Categorical Descriptive Statistics for Explanatory Variables

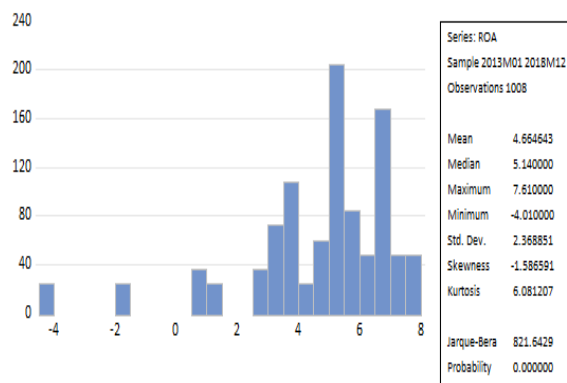
Variable	Dep=0	Mean Dep=1	All
C	1.000000	1.000000	1.000000
STOXX_EUROPE_600	345.3481	370.6213	352.7633
ROA	4.965061	5.036568	4.986042
ROE	12.23305	12.16870	12.21417
IBOXX_NFC_AAA	1.457113	1.062077	1.341208
IBOXX_NFC_BBB	1.888027	1.453379	1.760500
EURIBOR	-0.064660	-0.332182	-0.143151

Variable	Dep=0	Standard Deviation Dep=1	All
C	0.000000	0.000000	0.000000
STOXX_EUROPE_600	33.43721	19.23810	32.09711
ROA	1.297351	0.937334	1.202578
ROE	2.835434	2.256529	2.676809
IBOXX_NFC_AAA	0.551942	0.215558	0.510967
IBOXX_NFC_BBB	0.602338	0.329671	0.571983
EURIBOR	0.223837	0.090435	0.229412

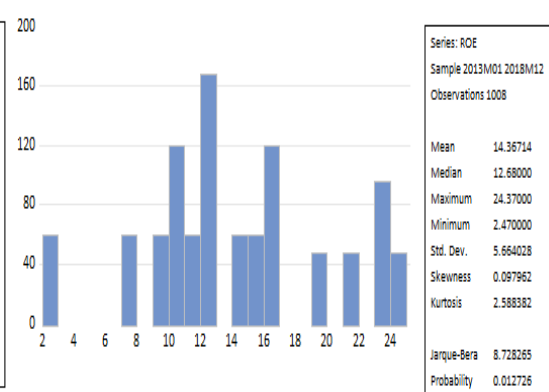
Observations	407	169	576
--------------	-----	-----	-----

Automobiles & Components Industry

ROA



ROE



Categorical Descriptive Statistics for Explanatory Variables

Variable	Dep=0	Mean Dep=1	All
C	1.000000	1.000000	1.000000
STOXX_EUROPE_600	346.6753	378.1458	352.7633
ROA	4.597085	4.946308	4.664643
ROE	14.33283	14.51021	14.36714
IBOXX_NFC_AAA	1.417624	1.022615	1.341208
IBOXX_NFC_BBB	1.851093	1.382795	1.760500
EURIBOR	-0.088752	-0.369954	-0.143151

Variable	Dep=0	Standard Deviation Dep=1	All
C	0.000000	0.000000	0.000000
STOXX_EUROPE_600	32.30553	13.13204	32.08515
ROA	2.538054	1.437493	2.368851
ROE	5.851206	4.816587	5.664028
IBOXX_NFC_AAA	0.539773	0.090779	0.510777
IBOXX_NFC_BBB	0.593298	0.214084	0.571770
EURIBOR	0.223384	0.003991	0.229326

Observations	813	195	1008
--------------	-----	-----	------

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 2

ΠΙΝΑΚΕΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΤΟΥ ΜΟΝΤΕΛΟΥ BINARY LOGISTIC REGRESSION (E-views)

Παρακάτω παρουσιάζονται τα αποτελέσματα του μοντέλου *Binary Logistic Regression* όπως προέκυψαν για το σύνολο δεδομένων των ευρωπαϊκών εταιρικών ομολόγων αλλά και ανά κλάδο δραστηριότητας και τα διαστήματα εμπιστοσύνης. Επίσης στην ενότητα *Variance Inflation Factors* παρουσιάζονται τα αποτελέσματα του ελέγχου για την ύπαρξη πολυσυγγραμμικότητας μεταξύ ζεύγους ανεξάρτητων μεταβλητών με τη μέθοδο *VIF* (*Variance Inflation Factors*).

Total Data

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	-11.59328	0.873262	-13.27583	0.0000
STOXX_EUROPE_600	0.019581	0.002111	9.274429	0.0000
ROA	-0.134539	0.027506	-4.891267	0.0000
ROE	0.042892	0.008683	4.939894	0.0000
IBOXX_NFC_AAA	-0.475921	0.282890	-1.682355	0.0925
IBOXX_NFC_BBB	1.537311	0.209536	7.336737	0.0000
EURIBOR	-7.671257	0.455670	-16.83511	0.0000
McFadden R-squared	0.251919	Mean dependent var		0.277510
S.D. dependent var	0.447827	S.E. of regression		0.371832
Akaike info criterion	0.887170	Sum squared resid		543.0824
Schwarz criterion	0.898337	Log likelihood		-1738.506
Hannan-Quinn criter.	0.891132	Deviance		3477.013
Restr. deviance	4647.910	Restr. log likelihood		-2323.955
LR statistic	1170.897	Avg. log likelihood		-0.441806
Prob(LR statistic)	0.000000			
Obs with Dep=0	2843	Total obs		3935
Obs with Dep=1	1092			

Total Data – Coefficient Confidence Intervals

Variable	Coefficient	90% CI		95% CI		99% CI	
		Low	High	Low	High	Low	High
C	-11.59328	-13.03000	-10.15655	-13.30537	-9.881188	-13.84374	-9.342810
STOXX_EUROPE_600	0.019581	0.016108	0.023055	0.015442	0.023720	0.014140	0.025022
ROA	-0.134539	-0.179793	-0.089285	-0.188467	-0.080612	-0.205424	-0.063654
ROE	0.042892	0.028606	0.057177	0.025869	0.059915	0.020516	0.065268
IBOXX_NFC_AAA	-0.475921	-0.941343	-0.010499	-1.030546	0.078704	-1.204951	0.253109
IBOXX_NFC_BBB	1.537311	1.192574	1.882049	1.126501	1.948121	0.997320	2.077303
EURIBOR	-7.671257	-8.420944	-6.921569	-8.564629	-6.777884	-8.845556	-6.496958

Utilities Industry

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	-90.02765	14.41648	-6.244774	0.0000
STOXX_EUROPE_600	0.160605	0.024373	6.589559	0.0000
ROA	13.89840	4.029574	3.449099	0.0006
ROE	-5.099563	1.208710	-4.219014	0.0000
IBOXX_NFC_AAA	-5.554030	3.545988	-1.566285	0.1173
IBOXX_NFC_BBB	5.780918	2.905658	1.989538	0.0466
EURIBOR	-68.11332	23.49014	-2.899656	0.0037
McFadden R-squared	0.776061	Mean dependent var		0.345528
S.D. dependent var	0.476024	S.E. of regression		0.216787
Akaike info criterion	0.317173	Sum squared resid		22.79335
Schwarz criterion	0.376908	Log likelihood		-71.02458
Hannan-Quinn criter.	0.340629	Deviance		142.0492
Restr. deviance	634.3204	Restr. log likelihood		-317.1602
LR statistic	492.2712	Avg. log likelihood		-0.144359
Prob(LR statistic)	0.000000			
Obs with Dep=0	322	Total obs		492
Obs with Dep=1	170			

Utilities – Coefficient Confidence Intervals

Variable	Coefficient	90% CI		95% CI		99% CI	
		Low	High	Low	High	Low	High
C	-90.02765	-113.7860	-66.26927	-118.3541	-61.70119	-127.3087	-52.74658
STOXX_EUROPE_600	0.160605	0.120439	0.200771	0.112716	0.208494	0.097577	0.223633
ROA	13.89840	7.257657	20.53915	5.980823	21.81598	3.477905	24.31890
ROE	-5.099563	-7.091518	-3.107607	-7.474517	-2.724609	-8.225291	-1.973835
IBOXX_NFC_AAA	-5.554030	-11.39782	0.289764	-12.52143	1.413366	-14.72397	3.615911
IBOXX_NFC_BBB	5.780918	0.992389	10.56945	0.071685	11.49015	-1.733127	13.29496
EURIBOR	-68.11332	-106.8251	-29.40153	-114.2683	-21.95831	-128.8589	-7.367715

Food, Beverage, Tobacco & Staples Retailing Industry

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
STOXX_EUROPE_600	0.110834	0.027389	4.046629	0.0001
ROA	0.722969	0.795760	0.908526	0.3636
ROE	0.218149	0.219316	0.994676	0.3199
IBOXX_NFC_AAA	-0.578099	2.920251	-0.197962	0.8431
IBOXX_NFC_BBB	6.565220	2.235049	2.937395	0.0033
EURIBOR	-56.30209	10.95002	-5.141732	0.0000
C	-72.44658	13.57134	-5.338205	0.0000
McFadden R-squared	0.815113	Mean dependent var		0.293651
S.D. dependent var	0.455886	S.E. of regression		0.192755
Akaike info criterion	0.251634	Sum squared resid		18.46575
Schwarz criterion	0.310281	Log likelihood		-56.41182
Hannan-Quinn criter.	0.274639	Deviance		112.8236
Restr. deviance	610.2314	Restr. log likelihood		-305.1157
LR statistic	497.4077	Avg. log likelihood		-0.111928
Prob(LR statistic)	0.000000			
Obs with Dep=0	356	Total obs		504
Obs with Dep=1	148			

Food, Beverage, Tobacco & Staples Retailing Industry – Coefficient Confidence Intervals

Variable	Coefficient	90% CI		95% CI		99% CI	
		Low	High	Low	High	Low	High
C	-72.44658	-94.81113	-50.08203	-99.11085	-45.78231	-107.5388	-37.35439
STOXX_EUROPE_600	0.110834	0.065699	0.155970	0.057021	0.164648	0.040012	0.181657
ROA	0.722969	-0.588385	2.034322	-0.840500	2.286438	-1.334674	2.780612
ROE	0.218149	-0.143268	0.579565	-0.212753	0.649050	-0.348950	0.785247
IBOXX_NFC_AAA	-0.578099	-5.390455	4.234256	-6.315658	5.159459	-8.129160	6.972961
IBOXX_NFC_BBB	6.565220	2.882027	10.24841	2.173912	10.95653	0.785926	12.34451
EURIBOR	-56.30209	-74.34692	-38.25727	-77.81614	-34.78805	-84.61620	-27.98799

Pharmaceuticals, Biotechnology & Life Sciences Industry

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	-114.1631	25.33384	-4.506348	0.0000
STOXX_EUROPE_600	0.065364	0.015124	4.321770	0.0000
ROA	0.215154	0.420375	0.511815	0.6088
ROE	-0.346379	0.254865	-1.359068	0.1741
IBOXX_NFC_AAA	-10.21820	3.862522	-2.645474	0.0082
IBOXX_NFC_BBB	13.94663	3.800917	3.669279	0.0002
EURIBOR	-228.4087	63.03156	-3.623720	0.0003
McFadden R-squared	0.639378	Mean dependent var		0.214286
S.D. dependent var	0.410734	S.E. of regression		0.253394
Akaike info criterion	0.402522	Sum squared resid		31.91165
Schwarz criterion	0.461169	Log likelihood		-94.43553
Hannan-Quinn criter.	0.425527	Deviance		188.8711
Restr. deviance	523.7365	Restr. log likelihood		-261.8682
LR statistic	334.8654	Avg. log likelihood		-0.187372
Prob(LR statistic)	0.000000			
Obs with Dep=0		396	Total obs	504
Obs with Dep=1		108		

Pharmaceuticals, Biotechnology & Life Sciences Industry - Coefficient Confidence Intervals

Variable	Coefficient	90% CI		95% CI		99% CI	
		Low	High	Low	High	Low	High
C	-114.1631	-155.9114	-72.41482	-163.9377	-64.38847	-179.6703	-48.65593
STOXX_EUROPE_600	0.065364	0.040440	0.090288	0.035649	0.095080	0.026256	0.104472
ROA	0.215154	-0.477592	0.907901	-0.610777	1.041085	-0.871833	1.302142
ROE	-0.346379	-0.766377	0.073619	-0.847124	0.154367	-1.005398	0.312640
IBOXX_NFC_AAA	-10.21820	-16.58335	-3.853055	-17.80709	-2.629319	-20.20575	-0.230657
IBOXX_NFC_BBB	13.94663	7.682999	20.21025	6.478780	21.41447	4.118376	23.77488
EURIBOR	-228.4087	-332.2800	-124.5374	-352.2499	-104.5676	-391.3931	-65.42441

Transportation Industry

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	-3.979074	3.034466	-1.311293	0.1898
STOXX_EUROPE_600	0.016252	0.007154	2.271845	0.0231
ROA	-1.368617	0.186453	-7.340273	0.0000
ROE	0.131883	0.022944	5.747946	0.0000
IBOXX_NFC_AAA	2.845974	0.732914	3.883097	0.0001
IBOXX_NFC_BBB	-2.408276	0.643081	-3.744902	0.0002
EURIBOR	-9.736679	1.415396	-6.879118	0.0000
McFadden R-squared	0.507626	Mean dependent var		0.547619
S.D. dependent var	0.498321	S.E. of regression		0.337574
Akaike info criterion	0.711436	Sum squared resid		47.06384
Schwarz criterion	0.778773	Log likelihood		-142.4015
Hannan-Quinn criter.	0.738050	Deviance		284.8029
Restr. deviance	578.4283	Restr. log likelihood		-289.2142
LR statistic	293.6254	Avg. log likelihood		-0.339051
Prob(LR statistic)	0.000000			
Obs with Dep=0	190	Total obs		420
Obs with Dep=1	230			

Transportation Industry - Coefficient Confidence Intervals

Variable	Coefficient	90% CI		95% CI		99% CI	
		Low	High	Low	High	Low	High
C	-3.979074	-8.981547	1.023399	-9.943998	1.985850	-11.83162	3.873473
STOXX_EUROPE_600	0.016252	0.004459	0.028045	0.002190	0.030314	-0.002260	0.034765
ROA	-1.368617	-1.675995	-1.061239	-1.735133	-1.002101	-1.851118	-0.886116
ROE	0.131883	0.094058	0.169708	0.086781	0.176985	0.072508	0.191258
IBOXX_NFC_AAA	2.845974	1.637729	4.054220	1.405268	4.286680	0.949351	4.742597
IBOXX_NFC_BBB	-2.408276	-3.468429	-1.348124	-3.672397	-1.144156	-4.072433	-0.744120
EURIBOR	-9.736679	-12.07003	-7.403325	-12.51896	-6.954400	-13.39942	-6.073937

Telecommunications Services Industry

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	-82.13705	54.28284	-1.513131	0.1302
STOXX_EUROPE_600	0.018148	0.022111	0.820756	0.4118
ROA	51.87619	63.84260	0.812564	0.4165
ROE	-13.95960	17.95667	-0.777405	0.4369
IBOXX_NFC_AAA	-5.220139	2.815987	-1.853751	0.0638
IBOXX_NFC_BBB	7.413795	1.877237	3.949312	0.0001
EURIBOR	-115.3011	70.72771	-1.630211	0.1031
McFadden R-squared	0.533396	Mean dependent var		0.168981
S.D. dependent var	0.375170	S.E. of regression		0.269390
Akaike info criterion	0.456333	Sum squared resid		30.84260
Schwarz criterion	0.522257	Log likelihood		-91.56799
Hannan-Quinn criter.	0.482360	Deviance		183.1360
Restr. deviance	392.4872	Restr. log likelihood		-196.2436
LR statistic	209.3512	Avg. log likelihood		-0.211963
Prob(LR statistic)	0.000000			
Obs with Dep=0	359	Total obs		432
Obs with Dep=1	73			

Telecommunications Services Industry - Coefficient Confidence Intervals

Variable	Coefficient	90% CI		95% CI		99% CI	
		Low	High	Low	High	Low	High
C	-82.13705	-171.6194	7.345331	-188.8333	24.55921	-222.5910	58.31692
STOXX_EUROPE_600	0.018148	-0.018301	0.054596	-0.025313	0.061608	-0.039063	0.075359
ROA	51.87619	-53.36494	157.1173	-73.61037	177.3627	-113.3131	217.0655
ROE	-13.95960	-43.56022	15.64102	-49.25454	21.33534	-60.42153	32.50233
IBOXX_NFC_AAA	-5.220139	-9.862144	-0.578135	-10.75513	0.314855	-12.50635	2.066076
IBOXX_NFC_BBB	7.413795	4.319269	10.50832	3.723970	11.10362	2.556544	12.27105
EURIBOR	-115.3011	-231.8920	1.289746	-254.3208	23.71854	-298.3053	67.70305

Software & Services Industry

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	-16.07731	2.802029	-5.737739	0.0000
STOXX_EUROPE_600	0.022366	0.006519	3.430777	0.0006
ROA	1.387687	0.276455	5.019580	0.0000
ROE	-0.540400	0.121664	-4.441746	0.0000
IBOXX_NFC_AAA	-0.422372	1.013953	-0.416560	0.6770
IBOXX_NFC_BBB	2.637316	0.676533	3.898282	0.0001
EURIBOR	-12.80421	1.847394	-6.930962	0.0000
McFadden R-squared	0.370534	Mean dependent var	0.293403	
S.D. dependent var	0.455717	S.E. of regression	0.362441	
Akaike info criterion	0.786174	Sum squared resid	74.74591	
Schwarz criterion	0.839113	Log likelihood	-219.4181	
Hannan-Quinn criter.	0.806819	Deviance	438.8361	
Restr. deviance	697.1563	Restr. log likelihood	-348.5782	
LR statistic	258.3202	Avg. log likelihood	-0.380934	
Prob(LR statistic)	0.000000			
Obs with Dep=0	407	Total obs	576	
Obs with Dep=1	169			

Software & Services Industry - Coefficient Confidence Intervals

Variable	Coefficient	90% CI		95% CI		99% CI	
		Low	High	Low	High	Low	High
C	-16.07731	-20.69375	-11.46087	-21.58089	-10.57373	-23.31914	-8.835474
STOXX_EUROPE_600	0.022366	0.011625	0.033107	0.009561	0.035171	0.005517	0.039215
ROA	1.387687	0.932218	1.843157	0.844691	1.930684	0.673190	2.102184
ROE	-0.540400	-0.740846	-0.339954	-0.779365	-0.301435	-0.854840	-0.225960
IBOXX_NFC_AAA	-0.422372	-2.092897	1.248152	-2.413921	1.569176	-3.042932	2.198187
IBOXX_NFC_BBB	2.637316	1.522704	3.751929	1.308510	3.966123	0.888819	4.385814
EURIBOR	-12.80421	-15.84786	-9.760567	-16.43276	-9.175671	-17.57880	-8.029630

Automobiles & Components Industry

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	-62.85198	7.577518	-8.294535	0.0000
STOXX_EUROPE_600	0.071215	0.009757	7.298965	0.0000
ROA	-0.444468	0.127060	-3.498087	0.0005
ROE	0.118112	0.040314	2.929806	0.0034
IBOXX_NFC_AAA	-9.531061	1.890198	-5.042361	0.0000
IBOXX_NFC_BBB	11.14160	1.492264	7.466238	0.0000
EURIBOR	-85.48046	18.13013	-4.714828	0.0000
McFadden R-squared	0.563887	Mean dependent var		0.193452
S.D. dependent var	0.395201	S.E. of regression		0.267776
Akaike info criterion	0.442318	Sum squared resid		71.77558
Schwarz criterion	0.476455	Log likelihood		-215.9285
Hannan-Quinn criter.	0.455288	Deviance		431.8569
Restr. deviance	990.2399	Restr. log likelihood		-495.1199
LR statistic	558.3829	Avg. log likelihood		-0.214215
Prob(LR statistic)	0.000000			
Obs with Dep=0	813	Total obs		1008
Obs with Dep=1	195			

Automobiles & Components Industry - Coefficient Confidence Intervals

Variable	Coefficient	90% CI		95% CI		99% CI	
		Low	High	Low	High	Low	High
C	-62.85198	-75.32744	-50.37653	-77.72163	-47.98234	-82.40766	-43.29631
STOXX_EUROPE_600	0.071215	0.055152	0.087279	0.052069	0.090361	0.046035	0.096395
ROA	-0.444468	-0.653658	-0.235279	-0.693804	-0.195133	-0.772379	-0.116557
ROE	0.118112	0.051740	0.184484	0.039003	0.197222	0.014072	0.222153
IBOXX_NFC_AAA	-9.531061	-12.64304	-6.419082	-13.24027	-5.821856	-14.40919	-4.652933
IBOXX_NFC_BBB	11.14160	8.684770	13.59843	8.213275	14.06992	7.290439	14.99276
EURIBOR	-85.48046	-115.3295	-55.63142	-121.0579	-49.90303	-132.2698	-38.69112

Variance Inflation Factors

Variable	Coefficient Variance	Uncentered VIF	Centered VIF
C	0.762586	444.4170	NA
STOXX_EUROPE_600	4.46E-06	350.7461	1.561255
ROA	0.000757	8.869227	2.529081
ROE	7.54E-05	7.363930	2.503558
IBOXX_NFC_AAA	0.080027	60.36048	4.080556
IBOXX_NFC_BBB	0.043905	61.88838	4.435523
EURIBOR	0.207635	12.72962	2.599426

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΕΣ ΑΝΑΦΟΡΕΣ

ΑΓΓΛΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- European Commission «Improving European Corporate Bond Markets», (Report from Commission Expert Group on Corporate Bonds), November 2017
- European Commission «Analysis of European Corporate Bond Markets», (Analytical report supporting the main report from the Commission Expert Group on Corporate Bonds), November 2017
- OECD «Corporate Bonds, Bondholders and Corporate Governance», (OECD Corporate Governance Working Papers No. 16), 2015
- OECD «Corporate Bond Markets in a Time of Unconventional Monetary Policy», (OECD Capital Market Series), 2019
- «Directive 2004/39/EC»
- «Regulation (EU) No 236/2012»
- ECB «Survey on the Access to Finance of Enterprises in the euro area (SAFE)», October 2016 to March 2017
- IOSCO «Examination of Liquidity of the Secondary Corporate Bond Markets: Final report», February 2017
- ESRB «Market Liquidity and Market-making», October 2016
- AMF «Study of liquidity in French corporate bond markets», November 2015
- FCA «Liquidity in the UK corporate bond market: evidence from trade data», 2016
- ECB «Survey on credit terms and conditions in euro-denominated securities financing and OTC derivatives markets (SESFOD)», March 2016 to March 2017 editions
- ICMA «Remaking the corporate bond market», July 2016
- Risk Control Ltd «Drivers of Corporate Bond Market Liquidity in the EU, November 2016

ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- Σημειώσεις «Στατιστικά Καλής Προσαρμογής», Σ. Καλογήρου, 2015
- Διπλωματική Εργασία «Μεθοδολογίες και Υποδείγματα Πρόβλεψης Πτώχευσης Εταιρειών Ποιοτικά Στοιχεία Πρόβλεψης Οικονομικής Δυσχέρειας Επιχειρήσεων» Βαρβάρα Στέλλα

ΑΡΘΡΑ

- Kokores, Ioanna T. (2019). 'Corporate Liquidity Provision in the Eurozone: An Empirical Evaluation'. Mimeograph, University of Piraeus, Athens, Greece

ΔΙΑΔΥΚΤΙΑΚΕΣ ΠΗΓΕΣ

- https://docplayer.gr/37525063-Kefalaio-7-grammiki-kai-logistiki-palindromisi-synopsi-proapaitoymeni-gnosi-7-1-apli-kai-pollapli-grammiki-palindromisi-linear-regression.html#show_full_text
- <https://www.consilium.europa.eu/el/policies/banking-union/single-rulebook/capital-requirements>
- <https://www.stoxx.com/document/Bookmarks/CurrentFactsheets/SXXGR>
- https://repository.kallipos.gr/bitstream/11419/5035/1/02_chapter_6
- <https://www.esma.europa.eu/regulation/corporate-disclosure/transparency-directive>
- https://ec.europa.eu/info/law/prospectus-directive-2003-71-ec_en
- <https://www.ecb.europa.eu>

- <https://www.bloomberg.com/europe>
- <https://www.thomsonreuters.com>