



## De markt voor bedrijfsobligaties

**Auteur(s):**Ligterink, J.E.  
Schmeits, A.*J.E. Ligterink is verbonden aan de vakgroep financieel management van de Universiteit van Amsterdam.**A. Schmeits is verbonden aan de John M. Olin School of Business van Washington University (St. Louis, VS) en de Katholieke Universiteit Brabant. Met dank aan Arnoud Boot.**Dit artikel is gebaseerd op het onderzoek van A.W.A. Boot, J.E. Ligterink en A. Schmeits, De kostenvoet van vreemd vermogen in internationaal perspectief, in april 1997 uitgebracht door het ministerie van Financiën.***Verschenen in:**

ESB, 83e jaargang, nr. 4152, pagina 404, 15 mei 1998

**Rubriek:**

Monitor

**Trefwoord(en):**

financiële, markten

*Wat is er aan de hand met de ondernemingsfinanciering met obligaties?*

**De Nederlandse obligatiemarkt had ultimo 1995 een kapitalisatie van bijna f 486 mrd. Een groot deel hiervan komt voor rekening van staatsobligaties. Daarnaast hebben financiële instellingen veel obligatieleningen uitstaan. Het aantal bedrijfsobligaties van niet-financiële ondernemingen is gering. Dit roept vragen op over het belang van de obligatiemarkt voor de financiering van ondernemingen.**

In dit artikel zal eerst een overzicht worden gegeven van enkele karakteristieken van de Nederlandse obligatiemarkt. Aan de hand van kenmerken van de emitterende ondernemingen en de kostenvoet van de uitgegeven obligaties zal de markt voor publiek verhandelbaar vreemd vermogen worden geanalyseerd. Daarnaast zal een vergelijking worden gemaakt met enkele andere landen. We sluiten af met enkele verklaringen voor het relatief geringe belang dat de Nederlandse obligatiemarkt blijkt te hebben voor de financiering van ondernemingen.

### De obligatiemarkt

[tabel 1](#) geeft een overzicht van de openbare obligatie-emissies op de Amsterdamse effectenbeurs in de periode 1991-1995. De totale marktkapitalisatie van de in de Nederlandse openbare obligatiemarkt uitstaande obligaties steeg in de periode 1991-1995 van f 304 mrd tot f 486 mrd. In 1995 nam de overheid 56% van het totaal geëmitteerde bedrag voor haar rekening. Na de overheid zijn financiële instellingen de belangrijkste emittenten. Het marktaandeel van de overige, niet-financiële ondernemingen is gering. Gedurende de periode 1991-1995 vonden slechts 44 obligatie-emissies door Nederlandse niet-financiële ondernemingen plaats. Dit vertegenwoordigde 2,8% van het totale geëmitteerde bedrag in de obligatiemarkt. Opmerkelijk is dat in toenemende mate obligaties op de euro-obligatiemarkt worden uitgegeven. In 1991 werd 10,5% van het totale emissiebedrag volgens euro-usance geëmitteerd. In 1995 was dit al 35%.

**Tabel 1. Obligatie-emissies op de Amsterdamse effectenbeurs, 1991-1995**

	1991	1993	1995
<b>aantal geëmitteerde obligaties</b>	32	80	105
binnenlandse emittenten			
» overheid	9	16	18
» financieel (converteerbaar)	9	28 (1)	28
» niet-financieel (converteerbaar)	8	11 (2)	11 (2)
» overig	2	5	7
buitenlandse emittenten	4	20	41
<b>nominale waarde van alle emissies (f mln)</b>	50.772	72.789	91.422
» openbare inschrijving	42.172	46.064	51.750
» volgens euro-usance	5.452	23.367	31.872
» doorlopende afgiften	3.148	3.358	7.800
<b>nominale waarde niet-financiële binnenlandse emissies</b>			
» f mln	1.215	2.539	2.925
» % van totale nominale waarde	2,39	3,49	3,2

De geringe hoeveelheid emissies van bedrijfsobligaties sluit aan bij het financieringsgedrag van ondernemingen. Uit overzichten van de

herkomst en besteding van middelen voor niet-financiële ondernemingen blijkt dat interne financiering (winstinhouding) gedurende de periode 1991-1995 verreweg de belangrijkste financieringsbron voor deze ondernemingen is geweest: tussen de 51% en 80% van de totale vermogensbehoefte werd hiermee gedekt. Voor wat betreft externe financiering is het relatief grote belang van aandelenemissies opvallend: 14,5% en 25% van de totale vermogensvoorziening is met aandelen gefinancierd. Hoogstwaarschijnlijk hangt dit samen met het gunstige beursklimaat gedurende deze periode. De rol van obligatieleningen in de voorziening van de vermogensbehoefte van ondernemingen bleek uiteraard ook hier zeer gering: dit varieerde tussen -2% en 2,5%.

## Prijsvorming

We concentreren ons op de prijsvorming van obligaties van niet-financiële ondernemingen. We analyseren de 'yield spreads', dat wil zeggen het extra rendement op een obligatie ten opzichte van het voor looptijd gecorrigeerde risicovrije rendement. Voor het empirisch onderzoek hebben we gebruik gemaakt van Datastream International, Reach, gegevens van de Amsterdamse Effectenbeurs en het CBS. Op basis hiervan heeft een selectie plaatsgevonden van Nederlandse niet-financiële ondernemingen (excl. nutsbedrijven) die obligaties hebben geëmitteerd in Nederlandse gulden. Dit resulteerde in 45 verschillende obligaties, twintig lokale obligaties en 25 euro-obligaties.

### Theoretische verbanden

Ten behoeve van de analyse van de yield spreads kan een aantal theoretische verbanden worden geïdentificeerd. De yield spread van een bedrijfsobligatie zal naar verwachting toenemen met de mate van vreemd-vermogensfinanciering. Een grotere hoeveelheid vreemd vermogen leidt tot een grotere kans op insolventie en verhoogt daarom de risicopremie. De ondernemingsomvang is naar verwachting negatief gecorreleerd met de yield spread; grotere ondernemingen hebben meer mogelijkheden tot diversificatie van hun ondernemingsspecifieke risico. Verder bestaat er naar verwachting een negatieve relatie tussen de emissie-omvang resp. de jaarlijkse handelssomzetten van een obligatie en de hoogte van de yield spread. Een hogere emissie-omvang gaat naar verwachting samen met een grotere verhandelbaarheid en leidt mogelijk tot lagere yield spreads. De invloed van deze en andere variabelen (zoals bedrijfsrisico, 'rating' en contract-karakteristieken) is onderzocht met behulp van een paneldata-analyse. In het onderstaande beperken wij ons in eerste instantie tot een evaluatie van de belangrijkste uitkomsten, die zijn weergegeven in [tabel 2](#).

**Tabel 2. Obligatie- en ondernemingsspecifieke kenmerken van in Nederland uitstaande bedrijfsobligaties (1991-1995)**

	effectief rendement %	yield spread %	totale activa f mrd	omzet f mrd	emissie- omvang f mln	vv//tv %	loop- tijd jaar
<b>Totale steekproef</b>							
gemiddeld	8,046	0,8331	11.516	15.317	181.221	0,6562	3,9702
standaarddeviatie	1,434	1,0559	12.564	20.194	125.259	0,1041	1,9051
<b>Guldens-obligaties (93 waarnemingen)</b>							
gemiddeld	8,294	1,0630	7.755	7.176	125.620	0,6551	3,4108
standaarddeviatie	1,512	1,2534	8.116	7.126	111.698	0,1038	1,5479
<b>Euro-obligaties (73 waarnemingen)</b>							
gemiddeld	7,730	0,5404	16.307	25.688	252.055	0,6577	4,6829
standaarddeviatie	1,268	0,6267	15.364	25.980	104.562	0,0953	2,0401

### Empirische uitkomsten

Uit [tabel 2](#) blijkt dat de yield spread voor lokale obligaties bijna twee maal hoger is dan die voor euro-obligaties (106 basispunten ten opzichte van 54 basispunten). De gemiddelde emissie-omvang van euro-obligaties is ongeveer twee maal groter dan die van lokale emissies. Verder blijkt dat euro-obligaties in het algemeen geëmitteerd worden door grotere ondernemingen en gemiddeld een iets langere looptijd hebben. De vermogensstructuur gemeten aan de hand van de 'schuldratio' (op boekwaardenbasis) is voor de emittenten van beide soorten emissies vrijwel identiek (ongeveer 0,66).

De verschillen in yield spreads tussen lokale obligaties en euro-obligaties lijken dus voornamelijk verklaard te worden door verschillen in omvang van de emitterende ondernemingen en verschillen in liquiditeit. Dit laatste blijkt zowel uit de hoogte van de emissie-omvang als uit de handelssomzetten. De gemiddelde jaarlijkse handelssomzet voor de gehele steekproef bedroeg f 81 mln. Voor de euro-obligaties bedroeg dit gemiddelde f 136 mln en voor de lokale emissies f 31 mln.

### Internationale vergelijking

Hoe verhouden deze gegevens zich tot het buitenland? Met een vergelijkbare procedure is de yield spread bepaald van obligaties van niet-financiële ondernemingen in het buitenland.

De gemiddelde yield spreads voor België, Duitsland, Frankrijk en het Verenigd Koninkrijk bedragen respectievelijk 181, 60, 106, en 155 basispunten. De gemiddelde yield spread voor de vergelijkbare steekproef voor Nederland bedraagt 93 basispunten. Daarbij moet worden opgemerkt dat het aantal datapunten voor Duitsland en België zeer gering was. Deze gegevens dienen derhalve voorzichtig te worden geïnterpreteerd. Verder blijkt de gemiddelde omvang van emittenten uit het Verenigd Koninkrijk relatief klein; alleen in België vinden we gemiddeld kleinere ondernemingen. Als we rekening houden met verschillen in vermogensstructuur van de emitterende ondernemingen en verschillen in looptijden van de obligaties, suggereren de statistieken ook hier een negatief verband tussen de yield spread en de ondernemingsomvang.

Indien we deze gegevens vergelijken met Nederland kan het volgende worden opgemerkt. Nederland neemt met de gemiddelde yield spread (voor lokale emissies) in vergelijking met het buitenland een middenpositie in. De omvang van de Nederlandse emissies is eveneens gemiddeld. In Nederland lijken ondernemingen relatief grote bedragen ineens aan te trekken op de obligatiemarkt. In het VK en België vinden vooral kleinere emissies plaats door relatief kleine ondernemingen.

## Evaluatie

Nederland heeft, evenals de andere continentaal-Europese landen, een weinig ontwikkelde markt voor bedrijfsobligaties. De Nederlandse markt leunt sterk op grote ondernemingen met een laag risico, die relatief grote emissies plaatsen. Een analyse van de yield spreads laat zien dat Nederland niet slecht afsteekt ten opzichte van andere continentaal-Europese landen. In tegendeel, een oppervlakkige vergelijking met het buitenland suggereert dat de kostenvoet van bedrijfsobligatieleningen in Nederland relatief laag is. Dit wijst op een goede verhandelbaarheid van de obligaties.

Uit deze constatering volgt een aantal conclusies:

» er vindt in Nederland een natuurlijke 'zelfselectie' van ondernemingen plaats: er zijn weinig ondernemingen die bedrijfsobligaties uitgeven, maar de obligaties van de ondernemingen die dat wel doen zijn scherp geprijsd;

» de infrastructuur van de meeste Europese obligatiemarkten maakt het mogelijk om een bepaalde categorie informatie-extended obligaties efficiënt te verhandelen. Het zijn 'veilige' obligaties waarmee beleggers weinig risico lopen.

### *The dog that did not bark*

'The dog that did not bark' is een belangrijk criterium voor de beoordeling van de markt voor bedrijfsobligaties van niet-financiële ondernemingen. Hiermee wordt bedoeld dat de keuze van ondernemingen om juist géén toegang te zoeken tot de obligatiemarkt wellicht meer zegt over de markt dan de analyse van de ondernemingen die wél tot die markt zijn toegetreden. De aanwezigheid van alternatieve financieringsbronnen kan van grote invloed zijn op de markt voor bedrijfsobligaties. Dit betreft onder andere de toegang tot bancaire financiering en, zeker voor wat betreft Nederland, ook de belangrijke rol van de onderhandse kapitaalmarkt. Zo varieerde het beroep van niet-financiële ondernemingen op de onderhandse kapitaalmarkt gedurende de periode 1991-1995 tussen de f 2,1 en f 3,7 mrd per jaar. Het totale beroep op de onderhandse markt gedurende deze periode bedroeg f 15 mrd. Dat is ongeveer anderhalf maal groter dan het beroep op de openbare markt.

Voor niet-financiële ondernemingen kan de onderhandse markt voor leningen een aantrekkelijk alternatief zijn voor de openbare obligatiemarkt. Over de verschillende contractvoorwaarden wordt tussen de vrager en aanbieder van vermogen in de regel direct onderhandeld, waardoor 'maatwerk' mogelijk is. Informatie over contractvoorwaarden is bovendien niet openbaar, hetgeen gunstig kan zijn voor ondernemingen met concurrentiegevoelige informatie. Tevens vergemakkelijkt het geconcentreerde karakter van onderhandse financiering heronderhandelingen. Hiertegenover staat uiteraard een verminderde liquiditeit.

Ook andere typen vermogensverschaffers vervullen een specifieke rol in het omgaan met informatie- en agencyproblemen. Zo zullen bijvoorbeeld ook de 'screening'- en 'monitoring'-activiteiten van banken van invloed zijn op de kosten en beschikbaarheid van vermogen.

### *De toegankelijkheid van de markt*

Ons onderzoek suggereert dat er internationaal grote verschillen bestaan in de toegankelijkheid van bedrijfsobligatiemarkten. Een belangrijke bepalende factor hierbij is de aanwezigheid van een netwerk van analisten die zich richten op een brede categorie van bedrijfsobligaties. Evenals bij aandelen is een dergelijk netwerk van groot belang om een voor ondernemingen een breed toegankelijke obligatiemarkt te creëren. Is hiervan geen sprake, dan kunnen alleen informatie-extended (en dus relatief risicooloze) obligaties in de markt worden geplaatst. Onze indruk is dat dit laatste in Nederland het geval is: wat opvalt is het ontbreken van een groot netwerk van analisten en actieve 'underwriters'. Er ontbreekt een 'entrepreneurial spirit' in deze markt.

Er is een 'kip-en-ei'-probleem ontstaan: obligatie-emissies zijn voor sommige ondernemingen pas interessant als er een actieve markt voor bestaat, maar voor een actieve markt zijn eerst emissies nodig. Een factor in deze context is overigens ook de prominente rol van banken in de financiering van minder grote ondernemingen. Het zou interessant zijn om nader te onderzoeken wat de comparatieve voor- en nadelen van banken in deze markt zijn en hoe deze zich verhouden tot die van de obligatiemarkt.

### *Integriteit*

Er is alleen een efficiënte markt voor de minder risicovrije obligaties te verwachten als de integriteit van de markt boven alle twijfel is verheven. Het is onze inschatting dat ontwikkelingen in wetgeving, het toezicht en de organisatie van de Amsterdamse financiële markten op dit punt grote verbeteringen hebben laten zien. Een aandachtspunt is ons inziens nog wel de voortdurende onzekerheid over de verantwoordelijkheden van 'underwriters' voor de informatie-verstrekking in bijvoorbeeld de prospectus behorende bij een obligatie-emissie. Een dergelijke onzekerheid is niet bevorderlijk voor de toegankelijkheid van de markt. Dit is juist van belang voor obligaties die niet risicovrij zijn. Voor nagenoeg risicovrije obligaties is de informatie in de prospectus immers niet echt van belang.