



**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ
ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ
«Π.Μ.Σ ΣΤΗΝ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗ»**

ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΗ ΔΙΑΤΡΙΒΗ:

**Η ΠΙΣΤΟΛΗΠΤΙΚΗ ΑΝΑΒΑΘΜΙΣΗ ΤΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ ΣΗΜΑΤΟΔΟΤΕΙ
ΚΑΛΥΤΕΡΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΠΙΔΟΣΕΙΣ**

**ΓΕΩΡΓΙΑΔΗ ΑΙΚΑΤΕΡΙΝΗ
Α.Μ.: ΜΧΡΗ1401**

ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ : ΑΓΓΕΛΟΣ ΑΝΤΖΟΥΛΑΤΟΣ

ΕΠΙΤΡΟΠΗ: ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ ΑΓΓΕΛΟΣ ΑΝΤΖΟΥΛΑΤΟΣ

ΑΝΑΠΛΗΡΩΤΗΣ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ ΕΜΜΑΝΟΥΗΛ ΤΣΙΡΙΤΑΚΗΣ

ΕΠΙΚΟΥΡΟΣ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ ΔΗΜΗΤΡΙΟΣ ΚΥΡΙΑΖΗΣ

ΙΑΝΟΥΑΡΙΟΣ 2017

Ευχαριστίες:

Θα ήθελα να ευχαριστήσω θερμά την καθηγητή μου κύριο Άγγελο Αντζουλάτο, τόσο για τον πολύτιμο χρόνο που διέθεσε, όσο και για την συνέπεια και την αμέριστη υποστήριξή του για την ολοκλήρωση της παρούσας διπλωματικής εργασίας, όπως επίσης και για την ευκαιρία που μου έδωσε να ασχοληθώ με το θέμα αυτό. Ακόμα θα ήθελα να ευχαριστήσω την οικογένειά μου που στάθηκε δίπλα μου από την αρχή της εκπόνησης αυτού του προγράμματος μεταπτυχιακών σπουδών και που στηρίζει πάντα κάθε επιλογή μου.

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Η παρούσα διατριβή εξετάζει την σχέση μεταξύ της αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας των τραπεζών με την επίδοσή τους. Επιδίωξη της ερευνητικής προσπάθειας ήταν να εξετάσουμε αν η αναβάθμιση της πιστοληπτικής ικανότητας σηματοδοτεί βελτίωση των προοπτικών μίας τραπεζής.

Αρχικά, γίνεται αναφορά στον ρόλο της πληροφόρησης προκειμένου να κατανοήσουμε καλύτερα τη δομή του χρηματοοικονομικού συστήματος και τη θέση των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, όπως είναι οι τράπεζες, μέσα σε αυτό. Στη συνέχεια, αναλύονται οι βαθμοί πιστοληπτικής ικανότητας, τα συστήματα αξιολόγησης που εφαρμόζονται από τους οίκους, καθώς και η σημασία των προσδιοριστικών παραγόντων μέσα από μία ιστορική αναδρομή και εμπειρικές μελέτες που έχουν λάβει χώρα. Ακολουθεί μία ανάλυση σχετικά με τον ρόλο που διαδραματίζουν στην διαδικασία της αξιολόγησης τα εξής: “ζητηθείσες και μη ζητηθείσες αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας”, “split ratings” και “αναβαθμίσεις και υποβαθμίσεις”, ώστε να έχουμε μία ολοκληρωμένη εικόνα του τρόπου με τον οποίο επηρεάζεται η επίδοση μίας τράπεζας σε μία πιθανή αναβάθμιση ή και το ανάποδο.

Τα αποτελέσματα της εμπειρικής ανάλυσης δείχνουν ότι μία αναβάθμιση της πιστοληπτικής ικανότητας μίας τράπεζας συμβαδίζει με υψηλότερη απόδοση των στοιχείων του ενεργητικού.

Τέλος, για να κατανοήσουμε καλύτερα το τραπεζικό σύστημα και την σύνδεσή του με τις αξιολογήσεις, γίνεται αναφορά στην αντίστροφη σχέση μεταξύ ρευστότητας και κερδοφορίας αλλά και στα κίνητρα χειραγώγησης των κερδών από μέρους των τραπεζών.

ABSTRACT

This thesis examines the relationship between the credit rating of banks and their performance. The target of this research was to examine whether the credit rating upgrade declares improvement regarding a bank's performance.

Firstly, there is a reference to the role of information in order to understand the structure of the financial system and the position of financial institutions, such as banks, within it. Then we analyze credit ratings, the evaluation systems used by companies and the importance of the determinants through a historical review and empirical studies that have taken place. Then there is an analysis regarding the role that the following play in the process: "solicited vs unsolicited credit ratings", "split ratings" and "upgrades vs downgrades" in order to have an overview of how performance of a bank is affected in a possible upgrade or vice versa.

The results of the empirical analysis show that an upgrade regarding a bank's creditworthiness gets along with higher the return on assets.

Finally, in order to understand the banking system and its connection with the evaluations, we refer to the inverse relationship not only between liquidity and profitability, but also to the incentives regarding the manipulation of earnings by banks.

Πίνακας περιεχομένων

Περίληψη	2
Εισαγωγή	5
1. Ο ρόλος της πληροφόρησης	6
1.1 Ασύμμετρη πληροφόρηση	9
1.2 Προβλήματα ασύμμετρης πληροφόρησης	10
1.3 Αντιμετώπιση δυσλειτουργιών αγοράς	13
2. Βαθμοί πιστοληπτικής ικανότητας.....	15
2.1 Τι είναι οι οίκοι αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας.....	15
2.2 Διαδικασία αξιολόγησης.....	15
2.3 Ιστορική αναδρομή	16
2.4 Προσδιοριστικοί παράγοντες-Εμπειρικές μελέτες	19
2.5 Αιτηθείσες και μη αξιολογήσεις	21
2.6 Διαφορετικές αξιολογήσεις (split ratings)	24
2.7 Αναβαθμίσεις και υποβαθμίσεις.....	25
3. Εισαγωγή στην τραπεζική λογιστική	27
3.1 Βασικές έννοιες.....	27
3.2 Ανάλυση κερδοφορίας τραπεζών	28
3.3 Κίνδυνος ρευστότητας	28
3.4 Η αντίστροφη σχέση μεταξύ ρευστότητας και κερδοφορίας.....	30
3.5 Κίνητρα των τραπεζών για χειραγώγηση των λογιστικών στοιχείων.....	31
4. Σύστημα CAMELS	43
5. Εμπειρική ανάλυση	46
5.1 Εξαρτημένες μεταβλητές.....	46
5.2 Ανεξάρτητες μεταβλητές	47
5.3 Πηγές δεδομένων	49
5.4 Οικονομετρικό μοντέλο και αποτελέσματα	49
6. Σύνοψη και προτάσεις	51
7. Βιβλιογραφία	53
8. Παράρτημα	55

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Ο όρος αξιολόγηση πιστωτικού κινδύνου, στα αγγλικά credit rating, αναφέρεται στη βαθμολόγηση και αξιολογική κατάταξη της πιστοληπτικής ικανότητας ενός οικονομικού οργανισμού. Πρόκειται για εκτίμηση της οικονομικής επιφάνειας και φερεγγυότητας μιας επιχείρησης, μιας χώρας, ενός οργανισμού, καθώς και της συνέπειάς της στην εξόφληση των οφειλών της.

Η ανάγκη για έγκυρη πληροφόρηση τόσο των επενδυτών όσο και των δανειζόμενων οδήγησε στην δημιουργία των οίκων αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας, ενώ η εξέλιξη των αγορών εδραίωσε την παρουσία τους και ενίσχυσε το ρόλο τους, αφού οι επενδυτικές κινήσεις βασίζονται και στις αξιολογήσεις. Οι τρεις κυριότεροι οίκοι είναι η Moody's, η Standard & Poor's και η Fitch.

Στην παρούσα διατριβή θα προσεγγίσουμε θέματα που σχετίζονται με τον τρόπο που μία αναβάθμιση μπορεί να επηρεάζει τους μετόχους, την εύρεση του καταλληλότερου μέτρου (return on assets, return on equity) για τον προσδιορισμό των χρηματοοικονομικών επιδόσεων των τραπεζών σε σχέση με τις αναβαθμίσεις καθώς επίσης και με το πώς λαμβάνεται υπόψη ο κίνδυνος.

1.0 ρόλος της Πληροφόρησης

Στο σύγχρονο περιβάλλον με την πολυπλοκότητα και τη δυναμική που το χαρακτηρίζει υπάρχει τέτοια πληθώρα πληροφοριών με αποτέλεσμα η ενημέρωση να μην μεταφέρεται ισομερώς. Έχει διαπιστωθεί ότι στην αγορά χρήματος επικρατούν ασυμμετρίες και προβλήματα πληροφόρησης τα οποία πολλές φορές οδηγούν σε ανισορροπίες, δυσχέρειες και κρίσεις .

Όσο αφορά τις χρηματοδοτικές συμφωνίες , οι επιπτώσεις της ασύμμετρης πληροφόρησης είναι εξεχούσης σημασίας καθώς δημιουργούν δύο ουσιώδεις δυσλειτουργίες της αγοράς, τη «δυσμενή επιλογή» (adverse selection) , η οποία λαμβάνει χώρα προγενέστερα της απόφασης της χρηματοδότησης και τον «ηθικό κίνδυνο» (moral hazard) που εμφανίζεται μεταγενέστερα αυτής.

"Μια υγιής, δραστήρια και αποτελεσματική οικονομία, απαιτεί ένα χρηματοοικονομικό σύστημα το οποίο μετακινεί κεφάλαια από τα άτομα που αποταμιεύουν, στα άτομα που έχουν παραγωγικές επενδυτικές ευκαιρίες (Minskin).

Ο σκοπός κάθε οικονομίας είναι η οικονομική ανάπτυξη και η οικονομική και κοινωνική ευημερία. Οι δύο κύριοι τομείς της οικονομικής δραστηριότητας, ο ιδιωτικός και ο δημόσιος τομέας, συνθέτουν την οργάνωση και την ανάπτυξη της οικονομίας. Τόσο το μέγεθος όσο και η συνεισφορά του καθενός από τους δύο αυτούς τομείς προσδιορίζεται διαχρονικά από τις ισχύουσες κοινωνικές και πολιτικές συνθήκες. Στο σύγχρονο παγκοσμιοποιημένο οικονομικό περιβάλλον διαφαίνεται η τάση ανάπτυξης του ιδιωτικού και ο περιορισμός του δημοσίου τομέα.

Ωστόσο η επικοινωνία μεταξύ των εκάστοτε μονάδων μέσα σε μια οικονομία δεν είναι μια εύκολη υπόθεση. Πρώτον, στις περισσότερες περιπτώσεις το μέγεθος των αποταμιεύσεων της πλεονασματικής μονάδας δεν ταυτίζεται με τις ανάγκες για χρηματοδότηση μιας άλλης οικονομικής μονάδας και δεύτερον, ακόμα και στην περίπτωση που ταυτίζονται το ύψος αποταμίευσης με αυτό της αναγκαίας χρηματοδότησης, υπάρχει η πιθανότητα να μη συμπίπτει ο χρονικός ορίζοντας για τον οποίο οι οικονομικές μονάδες επιθυμούν να διαρκέσει η συναλλαγή. Επιπλέον, ένα ακόμα πρόβλημα που αντιμετωπίζουν οι οικονομικές μονάδες είναι η εξασφάλιση της διεκπεραίωσης της συναλλαγής, καθώς αυτό εξαρτάται από την τήρηση των όρων της συμφωνίας και από τα δύο αντισυμβαλλόμενα μέρη. Φυσικό επακόλουθο είναι η πλημμελής χρηματοδότηση της οικονομικής δραστηριότητας και η συρρίκνωση του ρυθμού ανάπτυξης της οικονομίας και της κοινωνικής ευημερίας.

Στο σημείο αυτό παρεμβαίνει το χρηματοπιστωτικό ή χρηματοοικονομικό σύστημα (financial system), ρόλος του οποίου είναι η συγκέντρωση των πλεοναζόντων κεφαλαίων της οικονομίας και η αποτελεσματική διοχέτευσή του σε όσες οικονομικές μονάδες χρειάζονται αυτά

τα κεφάλαια για επενδυτικούς ή καταναλωτικούς λόγους. (Π. Αγγελόπουλος, 2008)

Το χρηματοοικονομικό σύστημα, ουσιαστικά επιτελεί αυτήν τη σημαντική λειτουργία, δηλαδή την κατανομή των πόρων μεταξύ των εχόντων πλεόνασμα κεφαλαίων (κυρίως νοικοκυριά) και των εχόντων έλλειμμα κεφαλαίων (κυρίως εταιρείες και κυβερνήσεις). Εύκολα αντιλαμβάνεται κανείς το ζωτικό χαρακτήρα της παρουσίας του χρηματοοικονομικού συστήματος σε μια οικονομία. Πρόκειται για την διοχέτευση των αποταμιεύσεων των νοικοκυριών στις επιχειρήσεις, την ανακατανομή των κονδυλίων μεταξύ των επιχειρήσεων και των επενδυτικών εταιρειών και το διαμοιρασμό του ρίσκου μεταξύ των χρηματοδοτών και των χρηματοδοτούμενων (Franklin and Douglas).

Αναλυτικότερα παρατηρούμε ότι το χρηματοοικονομικό σύστημα αποτελεί ένα δίκτυο, χρηματοοικονομικών οργανισμών, χρηματοοικονομικών αγορών και χρηματοοικονομικών εργαλείων και υπηρεσιών που διευκολύνουν τη διανομή των πόρων, μεταξύ των αποταμιευτών κεφαλαίων (χρηματοδότες) και όσων χρησιμοποιούν κεφάλαια (χρηματοδοτούμενοι). Στο κανάλι της άμεσης χρηματοδότησης οι δανειζόμενοι (χρηματοδοτούμενοι) αντλούν κεφάλαια απευθείας από τους δανειστές (χρηματοδότες), μέσω της έκδοσης και πώλησης χρεογράφων. Οι χρηματοδοτούμενοι πετυχαίνουν μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση από τις αγορές κεφαλαίου και βραχυπρόθεσμη χρηματοδότηση από τις αγορές χρήματος, ενώ είναι σημαντικό να αναφερθεί ότι οι χρηματοδότες αναλαμβάνουν και τους σχετικούς κινδύνους, σε αντίθεση με το κανάλι της έμμεσης χρηματοδότησης όπου μετριάζεται η έκθεση των χρηματοδοτών στον επενδυτικό κίνδυνο, λόγω της παρεμβολής των ενδιάμεσων χρηματοπιστωτικών οργανισμών, όπως οι τράπεζες και άλλοι οργανισμοί διαμεσολάβησης. Στο κανάλι της έμμεσης χρηματοδότησης οι έχοντες πλεονάσματα κεφαλαίων επενδύουν στα αξιόγραφα των ενδιάμεσων χρηματοοικονομικών οργανισμών ή καταθέτουν τα κεφάλαιά τους σε αυτούς, οι οποίοι εν συνεχεία συνάπτουν δάνεια ή επενδύουν στα αξιόγραφα των εχόντων έλλειμμα κεφαλαίων.

Μεταξύ των παικτών του συστήματος, επιτελείται διαρκώς μία πάλη, μιας και κύριος στόχος όλων αποτελεί η μεγιστοποίηση του οφέλους τους, γεγονός το οποίο δυσκολεύει την ολοκλήρωση των ανωτέρω οικονομικών συναλλαγών, κυρίως λόγω του κόστους που απαιτούνται για την ολοκλήρωσή τους, όπως:

- το κόστος συναλλαγών (transaction cost), πριν και μετά τη χρηματοδότηση,
- το κόστος πληροφόρησης που συνίσταται στα κόστη
 - εκτιμήσεως επιχειρηματικού κινδύνου (πριν τη χρηματοδότηση),

- συγγραφής αναλυτικών συμβολαίων (contract writing costs - πριν τη χρηματοδότηση),
 - επιβεβαιώσεως πραγματικών γεγονότων (state verification costs - μετά τη χρηματοδότηση) και τέλος,
- το κόστος εφαρμογής συμβολαίων

Το χρηματοοικονομικό σύστημα αντιμετωπίζει αποτελεσματικά αυτές τις μορφές κόστους, έτσι ώστε οι έχοντες πλεόνασμα κεφαλαίων να απολαμβάνουν υψηλότερες αποδόσεις και οι έχοντες έλλειμμα να υπόκεινται σε μικρότερο κόστος χρηματοδότησεως, ενώ παράλληλα, με τις σημαντικές λειτουργίες του, πετυχαίνει την αποτελεσματική χρήση των περιορισμένων παραγωγικών πόρων της οικονομίας και την προαγωγή της οικονομικής ανάπτυξης, μέσω της ανάληψης επενδυτικών πρωτοβουλιών, που έχουν ως συνέπεια για την κοινωνία υψηλότερη παραγωγή, χαμηλότερη ανεργία και συνεπώς βελτίωση του εισοδήματος και του επιπέδου διαβίωσης των πολιτών.

Μερικές από τις βασικές λειτουργίες του χρηματοπιστωτικού συστήματος είναι η μεταφορά πόρων στο χώρο και στο χρόνο, η εκκαθάριση συναλλαγών, η κινητοποίηση αποταμιεύσεων και υποδιαίρεση συμμετοχών, η παραγωγή και διάχυση πληροφοριών για δυνητικές επενδύσεις και η μετάδοση της νομισματικής πολιτικής στην πραγματική οικονομία.

Προκειμένου να κατανοήσουμε καλύτερα τη δομή του χρηματοοικονομικού συστήματος θα πρέπει να μελετήσουμε το ρόλο που παίζει η πληροφόρηση στις χρηματοοικονομικές αγορές.

Όπως και στην πραγματική ζωή, ένα ιδιαίτερα σημαντικό κριτήριο σε πολλές αγορές μας, αποτελεί η πληροφόρηση που είχαμε για την ποιότητα του προϊόντος ή για την ανταγωνιστική τιμή του, σε σχέση με άλλα ομοειδή. Γενικά, όσο καλύτερη πληροφόρηση έχει κάποιος, τόσο καλύτερες αποφάσεις μπορεί να πάρει, σε όλα τα ήδη των σχέσεων και δη των οικονομικών.

Ειδικότερα, στη σχέση χρηματοδοτών και χρηματοδοτούμενων, όταν ένα από τα δύο αντισυμβαλλόμενα μέρη έχει καλύτερη πληροφόρηση από το άλλο, δηλαδή καλύτερες προοπτικές κερδοφορίας για αυτόν που την κατέχει, τόσο μεγαλύτερο πλεονέκτημα έχει έναντι του άλλου, με αποτέλεσμα ουσιαστικά την έλλειψη εμπιστοσύνης μεταξύ των δύο μερών και τη μη αποτελεσματικότητα των αγορών εν γένει.

1.1. Ασύμμετρη Πληροφόρηση

Τις δεκαετίες του 1970 και 1980 το χρηματοπιστωτικό σύστημα γνώρισε ιδιαίτερη ανάπτυξη λόγω κυρίως της απελευθέρωσης των αγορών και της μείωσης του κρατικού παρεμβατισμού στη λειτουργία του τραπεζικού κλάδου. Ωστόσο, η επικρατούσα αντίληψη που ήθελε τις αγορές να είναι αποτελεσματικές λειτουργώντας χωρίς περιορισμούς διαψεύστηκε λόγω της εμφάνισης του προβλήματος αντιπροσώπευσης και της ασύμμετρης πληροφόρησης τα οποία ανέδειξαν την ανάγκη ύπαρξης εποπτείας και θεσμικού πλαισίου για τη λειτουργία των τραπεζικών ιδρυμάτων.

Το πρόβλημα αντιπροσώπευσης αναφέρεται στη σύγκρουση συμφερόντων των διοικούντων και των άμεσων και έμμεσων επενδυτών-ακόμα και των τραπεζών που παρέχουν χρηματοδοτήσεις- κατά τη λήψη αποφάσεων κρίσιμων για την πορεία και την κερδοφορία της εταιρείας. Το εν λόγω πρόβλημα είναι ουσιαστικά πρόβλημα παρεχόμενης πληροφόρησης από την πλευρά των διοικούντων προς τους μετόχους και επενδυτές, και ελέγχου των διοικούντων από τους μετόχους.

Το πρόβλημα της παρεχόμενης πληροφόρησης αναφερόμενο ως «ασύμμετρη πληροφόρηση» αναφέρεται στο γεγονός ότι στην αγορά χρήματος ένας ή περισσότεροι εκ των συμβαλλομένων έχει καλύτερη πληροφόρηση, όπως για παράδειγμα πλεονέκτημα κατοχής εσωτερικής πληροφορίας. Όπως είναι φυσικό δηλαδή, ο διαχειριστής της εταιρείας έχει σαφή εικόνα για την οικονομική και τη γενικότερη κατάσταση της εταιρείας. Σε αντίθεση, ο επενδυτής ή ο πιστωτής δεν έχει επαρκή πληροφόρηση ώστε να είναι σε θέση να αξιολογήσει με ακρίβεια την ενδεχόμενη απόδοση της επένδυσής του ή την ομαλή αποπληρωμή του δανειζόμενου κεφαλαίου.

Απόρροια της ασύμμετρης πληροφόρησης οποίας αποτελούν τα προβλήματα του «ηθικού κινδύνου» (moral hazard) που εμφανίζονται μετά τη χρηματοδότηση και τα προβλήματα της «αντίθετης ή δυσμενής επιλογής» (adverse selection) που εμφανίζονται πριν τη χρηματοδότηση, τα οποία και κατέδειξε το 1970, ο Νομπελίστας οικονομολόγος George Akerlof, μέσω του ομώνυμου υποδείγματος.

Συγκεκριμένα, χρησιμοποιήθηκε ως παράδειγμα η αγορά των μεταχειρισμένων αυτοκινήτων, όπου οι μεν αγοραστές δεν γνωρίζουν προκαταβολικά τίποτα για την ποιότητα των οχημάτων, ενώ αντίθετα, οι πωλητές γνωρίζουν πολύ καλά την ποιότητά τους, με αποτέλεσμα αυτή ακριβώς, η ασύμμετρη πληροφόρηση να μπορεί να οδηγήσει θεωρητικά στην κατάρρευση της συγκεκριμένης αγοράς.

Παρόλο που και από τις δύο πλευρές υπάρχει ενδιαφέρον για προσφορά και αγορά καλής ποιότητας μεταχειρισμένων αυτοκινήτων, η κατάρρευση της αγοράς μπορεί να συμβεί λόγω ότι οι αγοραστές επειδή δεν

μπορούν να ξεχωρίσουν τα "προβληματικά" αυτοκίνητα (λεμόνια) από τα καλή κατάσταση αυτοκίνητα (ροδάκινα) και επειδή δε γνωρίζουν την ποιότητα των προσφερόμενων αυτοκινήτων είναι διατεθειμένοι να πληρώσουν μόνο μια μέση τιμή, ενώ οι πωλητές για να έχουν κέρδος προσφέρουν χειρότερης ποιότητας αυτοκίνητα, τα οποία κοστίζουν λιγότερο, διότι φοβούνται ότι στην προσφορά καλύτερης ποιότητας αυτοκινήτων, θα επιτύχουν την ίδια μέση τιμή. Έτσι μέσω της διαρκούς μείωσης των τιμών των αυτοκινήτων και της αντίστοιχης φθίνουσας ποιότητας των προσφερόμενων αυτοκινήτων, η αγορά δύναται να καταρρεύσει.

1.2. Προβλήματα της Ασύμμετρης Πληροφόρησης

Η ασύμμετρη πληροφόρηση οδηγεί, όπως αναφέρθηκε, σε δύο προβλήματα, την δυσμενή επιλογή (adverse selection) και τον ηθικό κίνδυνο (moral hazard).

Το πρόβλημα της «αντίθετης επιλογής» εμφανίζεται πριν τη συναλλαγή-χρηματοδότηση και μέσω της εμφάνισης των ανωτέρω διλημμάτων, των επονομαζόμενων ως "lemons problem", οδηγεί σε μη αποτελεσματική λειτουργία της αγοράς, λόγω της έλλειψης πληροφόρησης, της αβεβαιότητας και της ποιότητας της πληροφόρησης. Η τράπεζα δεν γνωρίζει εκ των προτέρων με βεβαιότητα αν η πιστούχος εταιρεία είναι υψηλού ή χαμηλού κινδύνου ώστε να χρεώσει υψηλό ή χαμηλό επιτόκιο και προκειμένου να προστατευθεί, χρεώνει υψηλό επιτόκιο. Όμως, το υψηλό επιτόκιο μειώνει το ενδιαφέρον για χρηματοδότηση των χαμηλών κινδύνου εταιρειών. Το γεγονός αυτό περιορίζει σημαντικά το πλήθος των υποψηφίων δανειστών στους μη φερέγγυους και υψηλού κινδύνου πελάτες, οι οποίοι είναι πρόθυμοι να αναλάβουν το επιτοκιακό κόστος. Ως επακόλουθο, αυξάνεται σημαντικά ο κίνδυνος που αναλαμβάνουν οι τράπεζες με την επιλογή τέτοιων πελατών.

Η ασύμμετρη πληροφόρηση έχει τη δυναμική να δημιουργεί προβλήματα στα κεφάλαια των επιχειρήσεων, καθώς μέσω της λήψης όλο και περισσότερων δανειακών κεφαλαίων, διαχρονικά αυξάνεται η μόχλευση τους. Το γεγονός αυτό συνεπάγεται την άντληση μακροπρόθεσμων κεφαλαίων μέσω του τραπεζικού συστήματος και όχι βραχυπρόθεσμων μέσω των αγορών. Φυσικό επακόλουθο είναι η παροχή καλυμμάτων προς τους δανειστές μέσω εμπράγματων και μη εξασφαλίσεων με άμεσο αποτέλεσμα τη μόχλευση ή και τη δέσμευση στοιχείων του ενεργητικού τους για μεγάλο χρονικό διάστημα.

Υπάρχουν διάφοροι τρόποι προκειμένου να αντιμετωπιστεί το πρόβλημα της αντίθετης επιλογής οι περισσότεροι από τους οποίους έγκεινται στον περιορισμό της ασύμμετρης πληροφόρησης.

A) Η ίδρυση εταιρειών συλλογής πληροφοριών σχετικά με τα οικονομικά μεγέθη των επιχειρήσεων, συμβάλλει ουσιαστικά στην διερεύνηση των στοιχείων των αντισυμβαλλόμενων. Επιπλέον, προβαίνουν και στη σχετική

αξιολόγηση και διαβάθμιση των επιχειρήσεων αυτών. Η παρουσία των εταιριών αυτών δεν κατάφερε από μόνη της να αποθαρρύνει το πρόβλημα των free-riders¹.

Β) Η θέσπιση νομοθετικών και κανονιστικών πλαισίων από την κυβέρνηση, μέσω των οποίων υποχρεώνονται ή ενθαρρύνονται οι εταιρείες να παρουσιάζουν ειλικρινή στοιχεία στους επενδυτές. Το μέτρο αυτό είναι ξεκάθαρο από μόνο του. Η θέσπιση των Διεθνών Χρηματοοικονομικών Προτύπων συνέβαλλε ουσιαστικά στην ομοιομορφία της παρουσίασης των οικονομικών καταστάσεων των επιχειρήσεων γεγονός που έκανε εύκολα συγκρίσιμα τα μεγέθη τους ενώ καθόρισε κοινές λογιστικές πρακτικές εξασφαλίζοντας έτσι την πρόσβαση και την κατανόηση από όλους τους χρήστες. Επιπλέον οι διεθνείς κανόνες της Βασιλείας I περί κεφαλαιακής επάρκειας των πιστωτικών ιδρυμάτων, η απελευθέρωση της τραπεζικής αγοράς, η ένταση του ανταγωνισμού και η πρόοδος που είχε επιτελεστεί στο τραπεζικό μάνατζμεντ συνέβαλαν στον περαιτέρω εκσυγχρονισμό των τραπεζικών ιδρυμάτων και στη διαφάνεια των συναλλαγών τους. Προς αυτήν την κατεύθυνση συντείνει και η προετοιμασία των πιστωτικών ιδρυμάτων, εν όψει των κανόνων του νέου Συμφώνου της Βασιλείας για την Κεφαλαιακή Επάρκεια (Βασιλεία II).

Γ) Οι χρηματοοικονομικοί διαμεσολαβητές, όπως οι τράπεζες, οι οποίες έχουν πολλή καλή πληροφόρηση για τα οικονομικά στοιχεία πολλών επιχειρήσεων, δεδομένου ότι για να χορηγήσουν σε κάποια επιχείρηση δάνειο θα πρέπει να είναι σίγουρες για την αξιοπιστία της εταιρίας. Επίσης, λόγω της μη συναλλαγής των δανείων στην ανοιχτή αγορά οι τράπεζες έχουν μειώσει αρκετά το πρόβλημα των free-riders.

Δ) Η χρήση των εμπράγματων εγγυήσεων και όσο μεγαλύτερη είναι η καθαρή θέση μία επιχείρησης μειώνουν το δίλημμα της αντίθετης επιλογής ειδικά στις πιστωτικές αγορές, μιας και εξασφαλίζουν την επιστροφή των χρημάτων του δανειστή σε περίπτωση χρεοκοπίας του δανειζόμενου.

Ε) Οι διεθνείς οίκοι αξιολόγησης εταιριών βοηθούν στην αντιμετώπιση της ασύμμετρης πληροφόρησης, καθώς παρέχουν στοιχεία και αναλύσεις ώστε να ελαχιστοποιηθεί η πιθανότητα της κακής επιλογής επενδύσεων ή δανειστών. Μία από τις σημαντικότερες λειτουργίες των Οργανισμών Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας είναι η γεφύρωση του χάσματος πληροφόρησης μεταξύ δανειστών και δανειζομένων καθώς παρέχουν αντικειμενικές απόψεις

¹ Λαθρεπιβάτης (free rider): Το πρόβλημα του λαθρεπιβάτη (free-rider problem) αποτελεί μία από τις κλασικότερες περιπτώσεις ατέλειας ή αποτυχίας της αγοράς. Κάποια άτομα επιχειρούν να επωφεληθούν από τις ενέργειες των άλλων χωρίς τα ίδια να συνεισφέρουν. Συμμετέχουν δηλαδή στο όφελος, αλλά όχι στο κόστος μιας κοινής ενέργειας ή επωφελοούνται από θετικές εξωτερικότητες (με τη στενή έννοια).

της πιστοληπτικής ικανότητας των δύο μερών. Το βασικό σημείο αυτής της ασύμμετρης πληροφόρησης είναι πιστοληπτική ικανότητα του δανειολήπτη, καθώς ο δανειολήπτης γνωρίζει την πιστοληπτική του ικανότητα καλύτερα από ό,τι ο δανειστής του. Καθώς η πιστοληπτική ικανότητα δεν είναι ένα άμεσα παρατηρήσιμο χαρακτηριστικό, ένας δανειστής πρέπει να το εκτιμήσει σύμφωνα με τα διαθέσιμα σε αυτόν χαρακτηριστικά του δανειολήπτη, χρησιμοποιώντας διάφορες προσεγγίσεις. Όπως γίνεται κατανοητό, οι υπηρεσίες που παρέχουν οι εν λόγω οίκοι είναι εξαιρετικά σημαντικές για τις αγορές χρήματος και κεφαλαίου. Λόγω του υψηλού κόστους των παρεχόμενων αυτών υπηρεσιών, η αμοιβή τους πολλές φορές συμπεριλαμβάνεται στο κόστος δανεισμού και αποτελεί αιτία αύξησης των επιτοκίων.

Οι εν λόγω οργανισμοί συμβάλλουν με την αμερόληπτη αξιολόγηση τους, προσφέροντας σημαντικές πληροφορίες για τον δανειζόμενο στον δανειστή, παρέχοντας πληροφορίες σχετικά με την πιστωτική ποιότητα των επιχειρήσεων, ακόμα και πέρα από άλλες δημόσια διαθέσιμες πληροφορίες. Οι αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας επιτρέπουν να ενσωματωθούν οι εν λόγω πληροφορίες χωρίς να παρέχονται συγκεκριμένες λεπτομέρειες στο κοινό. Κατά αυτόν τον τρόπο, ο δανειστής καταφέρνει σε συνδυασμό με τις δικές του πληροφορίες και αναλύσεις να εξάγει αντιπροσωπευτικότερα συμπεράσματα όσον αφορά την πιστοληπτική ικανότητα του δανειζόμενου και την εν γένει φερεγγυότητα του.

Κατόπιν αξιολογήσεως και διενέργειας της επένδυσης ή της παροχής πιστώσεως, ακολουθεί ο διαρκής έλεγχος της εταιρείας, προκειμένου να εξασφαλιστεί η απόδοση της και η επιστροφή των χορηγούμενων κεφαλαίων. Η απόφαση ανάληψης μιας επένδυσης υψηλού κινδύνου και απόδοσης μπορεί να αποφέρει κέρδη στους μετόχους και τους διοικούντες. Σε περίπτωση όμως αποτυχημένης επενδυτικής επιλογής θίγονται κυρίως τα συμφέροντα των πιστωτών, καθώς η ζημία των μετόχων περιορίζεται στο ποσοστό της εταιρικής τους ευθύνης. Εμφανίζεται λοιπόν το πρόβλημα του ηθικού κινδύνου ο οποίος υφίσταται πάντα όταν μια εταιρεία επιλέγει να δανειστεί και αυξάνεται όταν τα διαθέσιμα κεφάλαια μειώνονται.

Εν συνεχεία, το πρόβλημα του «ηθικού κινδύνου» εμφανίζεται μετά τη συναλλαγή-χρηματοδότηση, όταν ο πωλητής-δανειζόμενος ενός χρεογράφου αποκρύπτει πληροφορίες από τον αγοραστή-δανειστή, ή εμπλέκεται σε δραστηριότητες που δεν είχε συμφωνήσει με τον χρηματοδότη του.

Ειδικότερα, όταν η διοίκηση μίας επιχείρησης ασκείται από στελέχη και όχι από τους ιδιοκτήτες-μετόχους τους, εμφανίζεται το principal-agent problem, δηλαδή όταν τα στελέχη της διοίκησης μίας επιχείρησης έχουν καλύτερη πληροφόρηση ή προβαίνουν σε επιχειρηματικές κινήσεις που δεν έχουν γνώση οι μέτοχοι της εταιρείας. Οι τράπεζες, προσφέρουν λύση στο πρόβλημα του «ηθικού κινδύνου» ελέγχοντας το πώς επενδύονται τα χορηγούμενα ποσά, πάντα με το ελάχιστο δυνατό κόστος. Καθώς οι τράπεζες συνάπτουν

εξατομικευμένα δάνεια θέτουν ρήτρες που στα συμβόλαια με σκοπό να αποθαρρύνουν ανεπιθύμητες συμπεριφορές και ενέργειες περιορίζοντας με αυτό τον τρόπο τον «ηθικό κίνδυνο».

Το συγκεκριμένο πρόβλημα επιλύεται μέσω:

A) Της εποπτείας των δραστηριοτήτων της εταιρείας και των αποφάσεων των στελεχών της διοίκησης από τους μετόχους-ιδιοκτήτες της εταιρείας.

B) Της θέσπισης νομοθετικών και κανονιστικών πλαισίων από την κυβέρνηση για τη χρήση κοινών λογιστικών προτύπων από τις επιχειρήσεις και την ποινικοποίηση των οικονομικών εγκλημάτων.

Γ) Της παρουσίας των χρηματοοικονομικών διαμεσολαβητών, ειδικότερα των εταιριών επιχειρηματικού κεφαλαίου (venture capital) οι οποίες υποχρεώνουν τις εταιρείες τις οποίες χρηματοδοτούν, να μετέχουν εκπρόσωποί τους στα διοικητικά συμβούλια, είτε να έχουν μόνο αυτές δικαίωμα σε ενδεχόμενο αύξησης μετοχικού κεφαλαίου ακυρώνοντας στην ουσία τους free riders.

Στη διαδικασία του δανεισμού, το πρόβλημα του «ηθικού κινδύνου» μπορεί να αντιμετωπιστεί με την παρουσία των εμπράγματων εγγυήσεων για την αποπληρωμή του δανείου, με την παρακολούθηση της καθαρής θέσης του δανειζόμενου και με την εισαγωγή περιορισμών στα συμφωνητικά, με σκοπό την απαγόρευση ή την αποθάρρυνση του χρηματοδοτούμενου να προβεί σε δραστηριότητες που δεν είχαν συμφωνηθεί, να διατηρεί σε καλή εμπορική κατάσταση τις εμπράγματες εγγυήσεις και να παρέχει στον δανειστή του πληροφορίες σχετικά με την οικονομική του κατάσταση.

1.3. Αντιμετώπιση δυσλειτουργιών της αγοράς

Αν υποθέταμε ότι δεν υπάρχει ασυμμετρία πληροφόρησης τίποτα από τα παραπάνω δεν θα συνέβαινε. Κατά συνέπεια ,κρίνεται αναγκαία η προσπάθεια αντιμετώπισης του εν λόγω φαινομένου ώστε να αποφευχθεί τόσο το «κλείσιμο» των αγορών όσο και η μη χρηματοδότηση ακόμα και σε εταιρείες με εξαιρετικά επενδυτικά σχέδια.

Ο ρόλος της πληροφόρησης είναι καθοριστικός καθώς δημιουργεί προβλήματα στα κεφάλαια και έτσι πολλές φορές οδηγεί μέσω της λήψης δανειακών κεφαλαίων στην αύξηση της μόχλευσης των επιχειρήσεων.

Στην πραγματικότητα όμως, όλα τα παραπάνω γίνονται πιο σύνθετα αν αναλογιστούμε την φύση των χρηματοοικονομικών προϊόντων, που εντείνει τα προβλήματα και μεγεθύνει τις επιπτώσεις. Αυτό οφείλεται τόσο στην δυσκολία ελέγχου της ποιότητας του προϊόντος, την εκτίμηση της εύλογης τιμής του πριν την αγορά και την ανάγκη για εκ των υστέρων παρακολούθηση (ex-post monitoring) , όσο και στην μεταβλητότητα της απόδοσής του, που διαμορφώνεται μέσω πράξεων ή παραλείψεων του πωλητή μετά την αγορά.

Ακόμα και αν θεωρήσουμε ως δεδομένο ότι έχουμε μεριμνήσει για όλα αυτά , ακόμα και αν υπήρχε το ανάλογο θεσμικό πλαίσιο και η λεγόμενη «πειθαρχία της αγοράς» , ακόμα και τότε δεν θα ήμασταν σε θέση να παρέχουμε μια εκ των προτέρων ανάλυση στην περίπτωση αυτής της κατηγορίας προϊόντων.

Οδηγούμαστε έτσι αναπόφευκτα σε επιπλέον κόστη πληροφόρησης συσχετισμένα με επί μέρους συνιστώσες όπως κόστη συγγραφής αναλυτικών συμβολαίων, επαλήθευσης πραγματικών γεγονότων , εφαρμογής συμφωνιών και άλλα, που όλα μαζί λειτουργούν εις βάρος της κοινωνίας αφού διαθέτοντας τα χρήματά μας για τέτοιου είδους σκοπούς, χάνουμε άλλες ευκαιρίες αξιοποίησής των και δημιουργούμε παράπλευρες απώλειες από τη δυσλειτουργία της αγοράς. Γι' αυτό ακριβώς χρειάζεται ο ορθολογισμός! Για να μπορούμε να διαισθανθούμε αν χρειαστεί ότι ίσως η δυνατότητα προστασίας μας έναντι μιας ανέντιμης συμπεριφοράς ορισμένες φορές είναι από μικρή έως ανέφικτη και παράλληλα να κατανοήσουμε πως δεν αρκούν τεχνικές γνώσεις αν δεν διαθέτουμε ευρύτητα πνεύματος και πολύπλευρη προσωπικότητα.

Ακριβώς αυτή την ευρύτητα πνεύματος εκμεταλλεύονται και οι άνθρωποι των τραπεζών όταν χρειάζεται να αποκρύψουν ή να παραποιήσουν στοιχεία και τοποθετούν τις εποπτικές αρχές στη μειονεκτική πλευρά της ασύμμετρης πληροφόρησης. Είναι πλέον στην ευχέρεια των αρχών αν θα παρέμβουν ή αν θα χρησιμοποιήσουν την ασυμμετρία της πληροφόρησης ως «φύλλο συκής» για την διακριτική μεταχείρισή τους. Οι συνέπειες θα φανούν σε περιόδους κρίσεων.

2.Βαθμοί πιστοληπτικής ικανότητας

2.1. Τι είναι οι οίκοι αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας;

Οι εταιρείες αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας (αγγλικά: credit rating agency, CRA) ή συνηθέστερα οίκοι αξιολόγησης είναι ιδιωτικές εταιρείες οικονομικού ενδιαφέροντος που προσφέρουν κυρίως συμβουλευτικές "ανεξάρτητες" και έγκυρες υπηρεσίες στην αγορά. Αξιολογώντας την πιστοληπτική ικανότητα των δανειζομένων (ιδιωτών, επιχειρήσεων, κρατών) καθώς επίσης και τα χρεόγραφα που εκδίδουν οι δανειζόμενοι παρέχουν σχετικές πληροφορίες υπέρ των ενδιαφερομένων ώστε να λαμβάνουν ασφαλέστερες χρηματοδοτικές αποφάσεις. Πρόκειται για ιδιωτικούς ρυθμιστές διεθνών κεφαλαιαγορών με έντονο και σημαντικό ρόλο αφού οι αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας τις οποίες διενεργούν μπορούν να επηρεάσουν ακόμα και την διεθνή αγορά.

Οι Οίκοι αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας επιδρούν και στα δύο μέρη μιας πιστωτικής σχέσης (δηλαδή και στο δανειστή και στο δανειζόμενο). Όσον αφορά στο δανειστή προσφέρει πληροφόρηση σχετικά με τον πιστωτικό κίνδυνο που εμπεριέχεται στις εναλλακτικές επενδυτικές ευκαιρίες και στο δανειζόμενο προσφέρει την απαραίτητη πληροφορία για να προσαρμόσει τις εσωτερικές του διαδικασίες και δραστηριότητες σύμφωνα με τα πρότυπα πιστοληπτικής ικανότητας.

Οι αξιολογήσεις πραγματοποιούνται στις μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις (ομόλογα) και στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις (συναλλαγματικές) εταιρειών, χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων, δήμων και κρατών. Η αξιολόγηση του αξιόγραφου βασίζεται στη δυνατότητα του δανειζόμενου να αποπληρώσει το κεφάλαιο και τους τόκους σύμφωνα με την υπάρχουσα κάθε φορά συμφωνία δανεισμού.

Οι σημαντικότεροι διεθνείς οίκοι αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας είναι οι λεγόμενοι Big Three (Τρεις Μεγάλοι), οι οποίοι ελέγχουν περίπου το 95% των αξιολογήσεων.[1] Moody's Investors Service και Standard & Poor's (S&P) ελέγχουν συνολικά το 80% της παγκόσμιας αγοράς, ενώ η Fitch Ratings ελέγχει ένα επιπλέον 15%.

2.2. Διαδικασία αξιολόγησης

Η διαδικασία αξιολόγησης βασίζεται στην ανάλυση (α) του επιχειρηματικού κινδύνου (ο βαθμός κινδύνου της επιλεγόμενης οικονομικής δραστηριότητας) και (β) του χρηματοοικονομικού κινδύνου (ο κίνδυνος που συνεπάγεται ο χρηματοοικονομικός προγραμματισμός).

Κάθε Οίκος αξιολόγησης έχει αναπτύξει το δικό του σύστημα διαβάθμισης για τους δανειζόμενους του Δημοσίου αλλά και για τις επιχειρήσεις. Η Fitch Ratings ανέπτυξε ένα σύστημα αξιολόγησης το 1924 που υιοθέτησε και η Standard & Poor's. Το σύστημα αξιολόγησης της Moody's είναι λίγο διαφορετικό. Ο Οίκος αξιολόγησης συμβολίζουν με γράμματα τις αξιολογήσεις τους σε μια κλίμακα από τον περισσότερο έως τον λιγότερο πιστοληπτικά αξιόπιστο. Συχνά μπορεί να προστεθεί ένα σήμα (+) ή (-) προκειμένου να δηλωθούν διαφορές μεταξύ κατάταξης (π.χ. AA+, CCC-).

2.3. Ιστορική αναδρομή

Πολυάριθμες μελέτες των τελευταίων ετών μας έχουν αποδείξει πως για να κατανοήσουμε την πολυπλοκότητα ενός οποιουδήποτε θέματος αρκεί να μελετήσουμε την λειτουργία μεμονωμένων περιπτώσεων αλλά και την ιστορία πίσω από αυτές. Κάτι ανάλογο θα κάνουμε και για τους οίκους πιστοληπτικής ικανότητας με σκοπό να καταλήξουμε σε χρήσιμα συμπεράσματα αναφορικά με τον ρόλο τους αλλά και το θεσμικό πλαίσιο που τους διέπει.

Οι Οίκοι αξιολόγησης είναι ιδιωτικές εταιρίες οικονομικού ενδιαφέροντος που προσφέρουν κυρίως συμβουλευτικές "ανεξάρτητες" και έγκυρες υπηρεσίες στη δευτερογενή αγορά. Αξιολογώντας την πιστοληπτική ικανότητα των δανειζομένων (ιδιωτών, επιχειρήσεων, κρατών) καθώς επίσης και τα χρεόγραφα που εκδίδουν οι δανειζόμενοι παρέχουν σχετικές πληροφορίες υπέρ των ενδιαφερομένων ώστε να λαμβάνουν ασφαλέστερες χρηματοδοτικές αποφάσεις. Πρόκειται για ιδιωτικούς μη-πλειοψηφικούς ρυθμιστές διεθνών κεφαλαιαγορών με έντονο και σημαντικό ρόλο αφού οι αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας τις οποίες διενεργούν μπορούν να επηρεάσουν ακόμα και την διεθνή αγορά.

Η ιστορία τους ξεκινά από 1837 όταν ο Louis Tappan ίδρυσε το πρώτα εμπορικό πρακτορείο αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας στην Νέα Υόρκη και συνεχίζεται με την εδραίωση ενός ακόμα πρακτορείου το 1849 από τον John Bradstreet. Το 1909 ιδρύεται η Moody's και δημοσιεύει τις πρώτες αξιολογήσεις για ομόλογα. Ακολουθούν έπειτα εταιρίες όπως η Poor's Publishing Company (1916), η Standard Statistics Company (1922), η Fitch Publishing Company (1924) και η Duff and Phelps (1982) ενώ στα επόμενα χρόνια εμφανίζονται σε αυτό τον κλάδο νέες εταιρίες στην Αγγλία, τον Καναδά και την Ιαπωνία. Έπειτα από εξαγορές και συγχωνεύσεις που διενεργήθηκαν μέχρι το 1997, φτάνουμε στο 2000 όπου στην αγορά κυριαρχούν τρεις οίκοι αξιολόγησης: Moody's, Standard & Poors (S & P), και Fitch.

Είναι αξιοσημείωτο το γεγονός ότι τέτοιοι οίκοι μπορούν να επηρεάσουν το οικονομικό σύστημα και μάλιστα σε περίπτωση λανθασμένων αξιολογήσεων, να οδηγήσουν ακόμα και σε διεθνή οικονομική κρίση. Χαρακτηριστικό είναι το

παράδειγμα των ΗΠΑ ,όπου οι ευνοϊκές βαθμολογίες των τριών πιστωτικών οργανισμών σε ομόλογα, ήταν αποφασιστικής σημασίας για την επιτυχή πώληση τίτλων με βάση στεγαστικά δάνεια και άλλες υποχρεώσεις χρέους καθώς αποτέλεσαν και την αρχή του τέλους της οικονομικής ευημερίας. Οι πωλήσεις των εν λόγω ομολόγων ήταν η βάση για την αύξηση της λεγόμενης «φούσκας» στην αγορά των κατοικιών. Όταν οι τιμές σταμάτησαν το 2006 να αυξάνονται , άρχισαν να μειώνονται κατακόρυφα τα ποσοστά αθέτησης των στεγαστικών αυτών δανείων άρα και οι αρχικές βαθμολογίες. Ως αποτέλεσμα, η πτώση των τιμών των κατοικιών οδήγησε αρχικά σε μία ευρεία κρίση στις ΗΠΑ που με την πάροδο του χρόνου εξαπλώθηκε σε όλο τον κόσμο.

Για να αποφευχθούν τα παραπάνω είχαν ληφθεί μέτρα από το 1934 ,που όμως φαίνεται να μην ήταν αρκετά. Ο σκοπός των οίκων αξιολόγησης ήταν ανέκαθεν να προσφέρουν συμβουλές ώστε να είναι εφικτός ο περιορισμός της ασύμμετρης πληροφόρησης. Τον ίδιο στόχο είχε και η ίδρυση της Securities and Exchange Commission (SEC),η οποία άρχισε να απαιτεί από τους οργανισμούς πιστοληπτικής ικανότητας να χρησιμοποιούνται ως ένδειξη αξιολόγησης ένα έως τρία γράμματα (AAA ,AA , BBB κλπ.) ακολουθούμενα κάποιες φορές από ένα σύμβολο (+ ή -) ,ώστε να υποδηλώνεται με μεγαλύτερη ακρίβεια η οικονομική κατάσταση του αξιολογούμενου ιδρύματος. Τράπεζες και ασφαλιστικές εταιρείες επηρεάστηκαν άμεσα καθώς δέχθηκαν περιορισμούς και υποχρεώθηκαν να επενδύουν μόνο σε ασφαλή ομόλογα ,ενώ στένευαν τα περιθώρια για κερδοσκοπία. Το 1975 η SEC αποφάσισε να υπολογίζονται οι βαθμολογίες με κυρίαρχο παράγοντα το ρίσκο μιας τράπεζας, μηχανισμός ο οποίος δεν απέδωσε όμως ορθά αποτελέσματα. Έτσι, δημιουργείται ο όρος «εθνικά αναγνωρισμένος οργανισμός αξιολόγησης» (nationally recognized statistical rating organization -NRSRO) και πλέον το σύστημα λειτουργεί με βάση αυτόν (ποτέ δεν δημοσιεύτηκε επισήμως ποια είναι τα κριτήρια για να ανήκει μία τράπεζα εκεί), ενώ οι οίκοι αξιολόγησης αποτυπώνουν στα έγγραφα που παραδίδουν πως δεν φέρουν ευθύνη για τις επενδυτικές αποφάσεις των ιδρυμάτων.

Όσο η ζήτηση για ταχύτερες και πιο ολοκληρωμένες υπηρεσίες από τους οργανισμούς αξιολόγησης αυξάνεται ραγδαία , αποφασίζεται ότι θα χρεώνεται όχι μόνο ο επενδυτής που χρησιμοποιεί τις βαθμολογίες για συμβουλευτικούς λόγους ,αλλά και ο εκδότης ,του οποίου η εταιρεία υποχρεωτικά πλέον πρέπει να διαθέτει επίσημη αξιολόγηση αναφορικά με την λειτουργία της . Οι οίκοι φοβούνται τόσο την διαρροή της πληροφόρησης και τον ανταγωνισμό από τους εσωτερικούς οικονομικούς αναλυτές των τραπεζών και των επιχειρήσεων ,όσο και τους ίδιους τους εκδότες που πρέπει να δελεάσουν ώστε να μην προτιμήσουν κάποιον άλλο οίκο. Ενώ η δομή των πληρωμών ενθαρρύνει τους οργανισμούς να αποδίδουν υψηλότερη βαθμολογία για να ικανοποιήσουν τους εκδότες, ταυτόχρονα έχουν κίνητρο να διατηρήσουν μια φήμη για την υψηλή ποιότητα και τις ακριβείς αξιολογήσεις αλλά και για να αποφύγουν ανακρίβειες

άρα και νομικά έξοδα. Παράλληλα όμως, επενδυτές και εκδότες είναι διατεθειμένοι να κοστολογηθούν περισσότερο ο καθένας για δικά του συμφέροντα, οπότε οι παραπάνω ανησυχίες μετριάζονται.

Τα αποτελέσματα που δημοσιεύουν οι οίκοι αξιολόγησης αρχίζουν πια να αποτελούν καθοδήγηση η οποία εκτείνεται σχεδόν σε όλες τις χρηματοπιστωτικές ρυθμιστικές αρχές. Ως αποτέλεσμα των κανονιστικών χρήσεων τους εισάγονται επιπλέον περιορισμοί. Η SEC χαρακτηρίζει τώρα έξι πρακτορεία σαν «εθνικά αναγνωρισμένους οργανισμούς αξιολόγησης» (nationally recognized statistical rating organization -NRSROs) και λόγω αυτής της αύξησης κρίνεται επιτακτική η ανάγκη καθορισμού μιας μεθόδου που θα ορίζει πώς θα επιλύονται διαφωνίες σχετικές με τις αξιολογήσεις μεταξύ των οίκων. Το 1951 ιδρύεται η NAIC (National Association of Insurance Commissioners), η οποία εισάγει ένα σύστημα εσωτερικών ποιοτικών κατηγοριών στις οποίες η κορυφαία κατάταξη αντιστοιχεί στην ποιότητα των αξιολογήσεων BBB και άνω, θεσπίζοντας ουσιαστικά ομοιομορφία στον ορισμό του επενδυτικού βαθμού σε όλες τις τράπεζες και τις ασφαλιστικές εταιρείες. Σε συνέχεια αυτού, το 1993 η Basle Committee όσο αφορά στην τραπεζική εποπτεία, επιβάλλει στις τράπεζες την διακράτηση επιπλέον κεφαλαίων για την κάλυψη αποθεμάτων ομολόγων μη επενδυτικού βαθμού.

Οι εξελίξεις διαδέχονται η μία την άλλη σε μία προσπάθεια να υπάρξει ένα συνοπτικό και συγκεκριμένο θεσμικό υπόβαθρο. Το 1984 για την τιτλοποίηση απαιτήσεων στεγαστικών δανείων ιδρύεται η Secondary Mortgage Market Enhancement Act (SMMEA) η οποία θέτει νέα όρια στην βαθμολόγηση. Λίγα χρόνια αργότερα η επιτροπή της Federal Reserve ορίζει σαν όριο τον χαρακτηρισμό «AA» στα πλαίσια κανόνων προληπτικής εποπτείας ,για να συνεχίσει η NAIC και να θέσει το «A» το 1990. Ακολούθησαν ποικίλες τροποποιήσεις και έτσι τελικά οι ρυθμίσεις που γίνονται αναφέρονται αποκλειστικά στα επίπεδα που θέτει η NRSRO και μάλιστα χωρίς προσαρμογές για τις αναπόφευκτες διαφορές μεταξύ των οργανισμών.

Κάποιες από τις παραπάνω διαφορές οφείλονται σε ορθολογικά εναλλακτικά σενάρια, ενώ άλλες στα αποτελέσματα της υποκειμενικής κρίσης του κάθε αναλυτή. Στην πρώτη περίπτωση πρόκειται για πιθανότητες δύο ή περισσότεροι οίκοι να ακολουθούν την ίδια ακριβώς φιλοσοφία ,πράγμα ουσιαστικά αδύνατον, και άρα το γεγονός της διαφοροποίησης οφείλεται στην υιοθέτηση ανόμοιων φιλοσοφιών αξιολόγησης. Για παράδειγμα κάποιοι οίκοι δίνουν υψηλότερες βαθμολογίες για μεσοπρόθεσμα γραμμάτια και χαμηλότερες για μακροπρόθεσμα χρεόγραφα. Αντίθετα, στην δεύτερη περίπτωση, γίνεται λόγος για την μεθοδολογία που ακολουθείται ,για τις κατά προσέγγιση και όχι σαφείς αξιολογήσεις ,για την σημασία που δίνεται στην κατάταξη των πιστωτικών κινδύνων καθώς και για τις ανόμοιες κλίμακες που ενδεχομένως χρησιμοποιούνταν. Ενδεικτικά αναφέρεται ότι εφόσον αυξάνεται η ποικιλομορφία στις διάφορες απόψεις των οικονομικών αναλυτών οι οριακοί

δανειολήπτες θα συναντήσουν μικρότερους περιορισμούς ,αφού σίγουρα θα βρεθεί ένας τουλάχιστον οργανισμός που θα δώσει μία επαρκή βαθμολογία.

Όσο οι κεφαλαιαγορές γίνονταν όλο και περισσότερο παγκόσμιες, διεθνή ζητήματα είχαν λάβει μεγαλύτερη σημασία στον κλάδο και ενώ οι οίκοι εξαπλώνονταν σε όλο τον κόσμο, άρχισαν να επανεξετάζονται οι αποκλίσεις ανάμεσα σε διεθνείς αξιολογήσεις σχετικά με τις ανωτέρου πιστοληπτικής ικανότητας τράπεζες. Μέσω αυτής της διαδικασίας αποδείχθηκε ότι οι οργανισμοί βαθμολόγησης εμφανίστηκαν να έχουν μεγαλύτερες διαφωνίες ως προς τον τρόπο που μετρούσαν την πιστοληπτική ικανότητα των τραπεζών, παρά κάθε άλλου ιδρύματος ή επιχείρησης. Αυτό συνέβη, διότι όταν πρόκειται για διεθνείς εταιρείες που διενεργούν τον έλεγχο και δημοσιεύουν τα αποτελέσματα, είναι φυσιολογικό να παρεμβάλλονται εθνικά χαρακτηριστικά ως προς η μέθοδο και την προσέγγιση που εφαρμόζεται για κάθε τράπεζα μίας χώρας και μάλιστα σε άλλο επίπεδο ανάλογα τη χώρα. Ακόμα και τα λογιστικά πρότυπα διέφεραν από τόπο σε τόπο, οπότε και δεν υπήρχε ούτε κοινή βάση. Η μόνη λύση ήταν να αρχίσουν να διαφοροποιούνται οι οίκοι με γνώμονα την τοποθεσία τους, αλλά ακολουθώντας πάντα τους κοινούς γενικούς κανόνες που δεν μεταποιήθηκαν.

Οι οργανισμοί αξιολόγησης καλούνται να λογοδοτήσουν (1997-2001) μετά την χρεοκοπία κάποιων εταιρειών για τις οποίες και οι τρεις οίκοι είχαν δώσει κατά τη διάρκεια των προηγούμενων ημερών πολύ καλή βαθμολογία . Έτσι οι δεύτεροι στον απολογισμό τους αποσαφηνίζουν ότι οι αξιολογήσεις τους αφορούν long-term ορίζοντες αφού μικρότερου χρονικού διαστήματος αποτελέσματα θα ήταν ανώφελα. Η κατάσταση εντείνεται ,τροφοδοτώντας την πανωλεθρία των υψηλών επιτοκίων μέσω υπεραισιόδοξων βαθμών σε τίτλους στεγαστικών δανείων

Η χρηματοπιστωτική αναταραχή είχε εγείρει σημαντικές ανησυχίες για τον ρόλο που έπαιξαν οι οργανισμοί αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας στην δημιουργία, μεγέθυνση και επέκταση της κρίσης που ξέσπασε το 2008. Μετά τα προειδοποιητικά μηνύματα από τις προαναφερθείσες χρεοκοπίες , η κρίση έφερε ξανά στο προσκήνιο τους οίκους αξιολόγησης, αυτή τη φορά για το μεγάλο τους λάθος στην αποτίμηση των κινδύνων των πολύπλοκων τιτλοποιήσεων των απαιτήσεων των στεγαστικών δανείων. Ακολούθησαν αυστηροί ρυθμιστικοί και εποπτικοί κανονισμοί από Bank for International Settlements (BIS), Financial Stability Forum (FSF), International Organization of Securities Commissions (IOSCO) και από νομοθέτες των ΗΠΑ ,ενώ στην Ευρώπη εφαρμόστηκε και ο κανονισμός 1060/2009 ως το πρώτο νομοθετικού περιεχομένου επίσημο κείμενο αναφορικά με τις αρμοδιότητες των οίκων αξιολόγησης.

2.4. Προσδιοριστικοί παράγοντες –εμπειρικές μελέτες

Η αναμενόμενη στήριξη της κυβέρνησης ως προς τις τράπεζες ενισχύει την πειθαρχεία της αγοράς μετά την έκρηξη της κρίσης ,και ενώ αναμένονταν αντίθετα αποτελέσματα οι μέτοχοι των τραπεζών φαίνεται να εκτιμούν την σύνεση και την συντηρητική λογιστική του τραπεζικού συστήματος. Όμως, εξαιτίας της υποστήριξης του κυβερνητικού παράγοντα που απολαμβάνουν οι τράπεζες , παρουσιάζονται στρεβλώσεις του ανταγωνισμού, ηθικός κίνδυνος (αφού σε περίπτωση ανάγκης υπάρχει εναλλακτική λύση και άρα αναλαμβάνουν μεγαλύτερους κινδύνους) και συνολικές επιπτώσεις στην χρηματοπιστωτική σταθερότητα. Όλα τα παραπάνω σε συνδυασμό με το μέγεθος της κάθε τράπεζας συμβάλλουν στην αποσταθεροποίηση μεταξύ κυβερνητικής πιστοληπτικής ικανότητας και τραπεζικής αστάθειας. Αλλά πώς αυτό επηρεάζει τους μετόχους?

Ας υποθέσουμε ότι εφαρμόζουμε ένα μοντέλο στο οποίο εξαρτημένη μεταβλητή είναι ο λόγος της αγοραίας ως προς τη λογιστική αξία και η βασική επεξηγηματική μεταβλητή η αναμενόμενη στήριξη. Σκοπός είναι να εξετάσουμε αν η αναμενόμενη κυβερνητική στήριξη επηρεάζει (και πώς) τον λόγο αγοραίας προς λογιστικής αξίας (market-to-book/MB) ,άρα και την αξία της τράπεζας.

Όπως είναι φυσιολογικό, οι περισσότεροι επενδυτές διατίθενται να πληρώσουν παραπάνω για να αποκτήσουν μετοχές της τράπεζας με την μεγαλύτερη κυβερνητική στήριξη. Για τον λόγο αυτό, η έρευνα εστιάζει στον τρόπο με τον οποίο θα μπορούσαμε να μετρήσουμε την αναμενόμενη στήριξη ,την οποία και τελικά ορίζει ως την διαφορά μεταξύ all-in-ratings (αυτά που θα δίνονταν αν υπήρχε στήριξη) και stand-alone ratings (εκείνα που θα δίνονταν αν δεν υπήρχε). Τα πρώτα χαρακτηρίζονται ως LTDR (long-term deposit rating) με κλίμακα από AAA έως C, ενώ τα δεύτερα ως BFSR (bank financial strength rating) με κλίμακα από A έως E.

Θα ήταν παράλειψη αν δεν συνδυάζαμε τα παραπάνω με οικονομικούς αριθμοδείκτες ώστε να προσεγγίσουμε όσο το δυνατόν σαφέστερα και εγκυρότερα αποτελέσματα. Έτσι, εισάγουμε επιπλέον μεταβλητές που αφορούν την κερδοφορία, την δομή του ισολογισμού , την κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσεως, την ποιότητα της διαχείρισης αλλά και την ανάληψη κινδύνων. Πιο συγκεκριμένα, για να προσδιορίσουμε τόσο την κεφαλαιακή επάρκεια, όσο και την μόχλευση χρησιμοποιούμε το λόγο των ιδίων κεφαλαίων προς το ενεργητικό. Την αποδοτικότητα του μέσου ενεργητικού (ROAA), για την βραχυπρόθεσμη κερδοφορία. Τα μη επιτοκιακά έσοδα προς τα κέρδη για την διαφοροποίηση του εισοδήματος, ενώ τα μη επιτοκιακά έξοδα προς τα έσοδα για να μετρήσουμε την ποιότητα και την αποδοτικότητα της διαχείρισης. Τα αποθεματικά για επισφαλή δάνεια προς τα συνολικά δάνεια για την συντηρητικότητα στην λογιστική μέθοδο που εφαρμόζεται , τα δάνεια προς τις

καταθέσεις για την ρευστότητα και τη δομή της χρηματοδότησης και τέλος τον λόγο των περιουσιακών στοιχείων της τράπεζας προς το ακαθάριστο εγχώριο προϊόν για να διαπιστώσουμε πόσο εξασφαλισμένη είναι μία τράπεζα.

Συνοπτικά, διαπιστώνεται ότι η κυβερνητική στήριξη όχι μόνο δεν αποδυναμώνει την αγορά αλλά ενισχύει την πειθαρχία της ,καθώς οι μέτοχοι συνυπολογίζουν για κάθε τους κίνηση και την σύνεση και την μόχλευση και τις θετικές επιδράσεις της όσο αφορά Returns of Equity (ROE) και είναι διατεθειμένοι να πληρώσουν υψηλότερη τιμή για τις τράπεζες με την υψηλότερη βαθμολογία stand-alone. Εμπειρικά στοιχεία από δεδομένα της πενταετίας 2007-2012 αποδεικνύουν ότι η αναμενόμενη υποστήριξη φαινομενικά δεν επηρεάζει την αναλογία MB, ένδειξη που δεν υπονομεύει την πειθαρχία της αγοράς από τους μετόχους ,ενώ μεμονωμένα τα στοιχεία που αφορούν την περίοδο από το 2008 και μετά (δηλαδή έπειτα από την αρχή της κρίσης) μαρτυρούν πως μπορεί να υπάρχει και μία σκοτεινή πλευρά της αναμενόμενης στήριξης

2.5. Αιτηθείσες και μη αξιολογήσεις

Οι αξιολογήσεις που εκδίδονται από τους οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας εμπίπτουν γενικά σε δύο ευρείες κατηγορίες – ζητηθείσες (solicited) και μη ζητηθείσες (unsolicited) αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας. Όλα τα άλλα είδη των αξιολογήσεων είναι μια παραλλαγή μίας εξ αυτών.

Η διαδικασία της απόκτησης βαθμολογίας από τους οίκους αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας μπορεί να είναι χρονοβόρα, αφενός διότι πραγματοποιείται όχι μόνο βάσει ποσοτικών αλλά και ποιοτικών εκτιμήσεων της κατάστασης μιας τράπεζας, αφετέρου γιατί περνά διάφορα στάδια. Εν συντομία, μία επιτροπή του προσωπικού του οργανισμού «ψηφίζει» την πρόταση του οικονομικού αναλυτή που έχει αναλάβει την αξιολόγηση, έπειτα ακολουθεί η κοινοποίησή της στον εκδότη και τον αντιπρόσωπό του και τέλος η δημοσίευση στο ευρύ κοινό.

Ο ρόλος των οίκων αξιολόγησης ως παραγωγοί των πληροφοριών έχει προσελκύσει μεγάλη προσοχή κατά τη διάρκεια της χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2007-2009. Η αποτυχία τους να προβλέψουν τον κίνδυνο πολλών δομημένων χρηματοοικονομικών προϊόντων και οι επακόλουθες μαζικές υποβαθμίσεις έχουν πλήξει τη διαφάνεια και την ακεραιότητα της διαδικασίας αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας. Ιδιαίτερη ανησυχία τόσο για τους επενδυτές όσο και τις ρυθμιστικές αρχές είναι το κίνητρο των οργανισμών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας να διογκώνουν τις αξιολογήσεις τους

για να αποκομίσουν την καταβολή μεγαλύτερου χρηματικού ποσού από τους εκδότες.

Μεταξύ των πιο αμφιλεγόμενων πτυχών του κλάδου αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας είναι η έκδοση μη ζητηθεισών αξιολογήσεων. Οι μη ζητηθείσες αξιολογήσεις (που έχουν χρησιμοποιηθεί ευρέως από τη δεκαετία του 1990) δημοσιεύονται από τους οργανισμούς αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας χωρίς αίτηση του εκδότη ή του αντιπροσώπου του. Σε αντίθεση με τις ζητηθείσες αξιολογήσεις, οι οποίες ζητούνται και πληρώνονται από τους εκδότες, η έκδοση των μη ζητηθεισών αξιολογήσεων δεν συνεπάγεται την καταβολή τέλους αξιολόγησης.

Οι οργανισμοί διατηρούν πολύ διαφορετικές πολιτικές σχετικά με διαβαθμίσεις που δεν έχουν ζητηθεί από τους εκδότες και έτσι ενώ μερικοί εκδίδουν αξιολογήσεις μόνο κατόπιν αιτήματος, άλλοι οργανισμοί εκδίδουν μη ζητηθείσες αξιολογήσεις με δική τους πρωτοβουλία. Για παράδειγμα, η S & P αξιολογεί το σύνολο των υποκειμένων τίτλων στην αμερικανική εγχώρια αγορά που έχει πρωτοκολληθεί από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, ανεξάρτητα από το αν ζητήθηκε η αξιολόγηση. Εντούτοις δεν εκχωρεί τις μη ζητηθείσες αξιολογήσεις για τα δομημένα χρεόγραφα και ομόλογα που εκδίδονται από ξένες εταιρείες, επειδή θεωρεί ότι η μη δημόσιες πληροφορίες που παρέχονται από τον εκδότη θα ήταν απαραίτητες για την ανάλυση αυτών των τίτλων. Παράλληλα, η Moody's ακολουθεί παρόμοια πολιτική αξιολόγησης όλων των εγγεγραμμένων στη SEC, αμερικανικών εταιρικών χρεογράφων, ενεργώντας με τον ίδιο τρόπο και για τα δομημένα χρεόγραφα και ομόλογα του εξωτερικού. Moody's και Standard & Poor's συνήθως λαμβάνουν αμοιβές για τις αξιολογήσεις που θα έχουν εκδοθεί έτσι κι αλλιώς, αφού οι εταιρείες θέλουν την ευκαιρία να τους παρέχεται μία επιπλέον πληροφόρηση από την επίσημη διαδικασία αξιολόγησης, όταν πρόκειται μάλιστα για μία ευνοϊκή βαθμολογία.

Ο οργανισμός αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας αντιμετωπίζει μια δυναμική μεταξύ της πώλησης «φουσκωμένων» αξιολογήσεων για να ενισχύσει το βραχυπρόθεσμο κέρδος. Η έκδοση τέτοιων αξιολογήσεων είναι δαπανηρή για τον οργανισμό αξιολόγησης σε βάθος χρόνου, δεδομένου ότι αυξάνει την πιθανότητα ότι ο εκδότης δεν θα είναι σε θέση να αποπληρώσει το χρέος μιας πολύ υψηλής βαθμολογίας, βλάπτοντας έτσι την φήμη της εταιρείας αξιολόγησης. Αυτό, με τη σειρά του, μειώνει την αξιοπιστία στις εκθέσεις από τον εκάστοτε οργανισμό αξιολόγησης, καθιστώντας τον έτσι λιγότερο πολύτιμο για τους εκδότες και μειώνοντας το ποσό που μπορεί να χρεώσει για αυτούς στο μέλλον. Οπότε η κατάσταση ισορροπεί ανακόπτοντας το κίνητρο του οργανισμού για να διογκώσει τις αξιολογήσεις του.

Τέλος, θεωρούμε ότι τα πρότυπα αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας είναι αντικυκλικά: οι οίκοι αξιολόγησης είναι πιο πιθανόν να εκδίδουν

ευνοϊκότερες αξιολογήσεις κατά τις περιόδους οικονομικής ανάπτυξης από ό, τι κατά τη διάρκεια ύφεσης με αποτέλεσμα να χαλαρώνουν οι κανόνες αξιολόγησης σε περιόδους άνθησης, η οποία οδηγεί σε αύξηση των ποσοστών αθέτησης των ονομαστική τίτλων.

Αναλύοντας τα κίνητρα των οργανισμών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας να εκδίδουν μη ζητηθείσες αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας και τις επιπτώσεις αυτής της πρακτικής για την αξιολόγηση των οργανισμών στρατηγικές, θεωρούμε ότι η έκδοση δυσμενούς ζητηθείσας αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας επιτρέπει οι οργανισμοί αξιολόγησης να απολαμβάνουν τις υψηλότερων αμοιβών από τους εκδότες απειλώντας να τιμωρήσει εκείνους που αρνούνται να ζητήσουν βαθμολογία. Επίσης, η έκδοση δυσμενούς μη ζητηθείσας αξιολόγησης αυξάνει την φήμη των οργανισμούς αξιολόγησης. Στο σημείο ισορροπίας, μη ζητηθείσες αξιολογήσεις είναι χαμηλότερες από ό, τι πραγματοποιήθηκαν κατόπιν παραγγελίας αξιολογήσεις, επειδή όλες οι ευνοϊκές αξιολογήσεις παραγγελλεί. Ωστόσο, δεν έχουν προς τα κάτω προκατάληψη. Δείχνουμε ότι, υπό ορισμένες προϋποθέσεις, ένα σύστημα αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας που ενσωματώνει μη ζητηθείσες αξιολογήσεις οδηγεί σε αυστηρότερα πρότυπα αξιολόγησης.

Συνοψίζοντας, οι οίκοι αξιολόγησης εκδίδουν μη ζητηθείσες αξιολογήσεις για δύο λόγους. Πρώτον, τους επιτρέπει να χρεώνουν υψηλότερες αμοιβές για ζητηθείσες αξιολογήσεις, επειδή μπορούν αξιόπιστα να απειλήσουν να τιμωρήσουν τους εκδότες που αρνούνται να ζητήσουν την επιπλέον βαθμολογία αν βρίσκονται σε δυσμενή ζητηθείσα αξιολόγηση. Το γεγονός αυτό αυξάνει την αξία μίας ευνοϊκής αξιολόγησης και, ως εκ τούτου, την αμοιβή που ένας εκδότης είναι πρόθυμος να πληρώσει για αυτήν. Δεύτερον, με την έκδοση χαμηλής ζητηθείσας αξιολόγησης, οι οργανισμοί αξιολόγησης μπορούν να αποδείξουν στους επενδυτές που αντιστέκονται στον πειρασμό να εκδίδουν και άλλες αξιολογήσεις, ότι έχουν τη δυνατότητα να βελτιώσουν τη φήμη τους και με άλλους τρόπους.

Όπως είναι φυσικό, σε ισορροπία, οι μη ζητηθείσες αξιολογήσεις είναι χαμηλότερες από ό, τι οι ζητηθείσες αξιολογήσεις, διότι όλες οι ευνοϊκές αξιολογήσεις πάντα έχουν παραγγελλεί. Αυτό δεν σημαίνει, ωστόσο, ότι οι αυτόκλητες αξιολογήσεις έχουν αρνητική προκατάληψη. Αντιθέτως, αντικατοπτρίζουν την χαμηλότερη ποιότητα των επιχειρήσεων που δεν ζήτησαν βαθμολογία. Συγκρίνοντας τα συστήματα αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας με και χωρίς μη ζητηθείσες αξιολογήσεις, διαπιστώνουμε ότι ενώ οι οργανισμοί αξιολόγησης επωφελούνται από το να έχουν τη δυνατότητα να εκδίδουν μη ζητηθείσες αξιολογήσεις, ένα τέτοιο σύστημα μπορεί πράγματι να οδηγήσει σε λιγότερο αυστηρά πρότυπα αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας, μειώνοντας έτσι και την κοινωνική πρόνοια.

2.6. Διαφορετικές αξιολογήσεις (split ratings)

Σε πολλές περιπτώσεις βαθμολόγησης των τραπεζών, παρατηρούνται διαφορετικές εκτιμήσεις και απόψεις από διαφορετικούς οίκους αξιολόγησης, καθώς εφαρμόζονται περισσότερα από ένα μοντέλα τιμολόγησης και μέθοδοι λογιστικής αποτίμησης. Ενδεικτικά αναφέρουμε ότι οι κανόνες που χρησιμοποιούν Moody's και Standard & Poor's έχουν αποδειχθεί να μην αμερόληπτες αλλά εξαιρετικά αναποτελεσματικές ως προβλέψεις. Moody's και S & P συνήθως διαφωνούν στην αξιολόγησή της πιστωτικής ποιότητας και συχνά αναθέτουν την βαθμολογία σε μια εταιρεία. Τα στοιχεία δείχνουν περίπου ότι 20% των βαθμολογημένων ομολογιακών δανείων στις ΗΠΑ υπάγονται σε αυτήν την κατηγορία.

Οι οικονομικές και δημοσιονομικές συνέπειες που προκύπτουν από την ανάθεση της αξιολόγησης σε μία εταιρεία είναι δυνητικά σημαντικές. Οι κανονισμοί των χρηματοπιστωτικών αγορών μπορούν να περιορίσουν τους επενδυτές από το να επενδύουν σε επιχειρήσεις ή τους τίτλους που δεν διαθέτουν αξιολογήσεις επενδυτικού βαθμού από τις δύο μεγάλες εταιρείες αξιολόγησης. Μελέτες αποτίμησης των περιουσιακών στοιχείων αποκαλύπτουν ότι η ανάθεση των αξιολογήσεων διάσπασης επηρεάζει τις αποδόσεις των ομολόγων, αν και δεν υπάρχει σαφής συναίνεση ως προς την κατεύθυνση της επιρροής.

Οι παραπάνω αξιολογήσεις εμφανίζουν (όχι τυχαία) κάποια προβλεψιμότητα σχετικά με τους παράγοντες που επιδρούν ώστε να δημιουργηθούν τα λεγόμενα «split ratings». Για παράδειγμα, μεγαλύτερες επιχειρήσεις με ευνοϊκότερα μέτρα κάλυψης και αποδοτικότητα είναι λιγότερο πιθανό να λάβουν ένα split rating ,ενώ αντίθετα μικρότερες επιχειρήσεις με δυσμενή κάλυψη τόκων και περιορισμένη κερδοφορία είναι πιο πιθανό να βαθμολογούνται χαμηλότερα.

Αξίζει να σημειώσουμε ότι οι διακυμάνσεις του οικονομικού κύκλου δεν διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο στην εξήγηση των εν λόγω βαθμολογιών. Έπειτα από έρευνες διαπιστώθηκε ότι οι βασικές κατηγορίες των μεταβλητών που επηρεάζουν τις αξιολογήσεις περιλαμβάνουν το μέγεθος της επιχείρησης ,την οικονομική της κατάσταση αλλά και εξωγενείς μακροοικονομικές παραμέτρους. Για να προσδιορίσουμε το μέγεθος της εκάστοτε επιχείρησης χρησιμοποιούμε λογιστικούς και χρηματοοικονομικούς δείκτες όπως ο λόγος των συνολικών μακροπρόθεσμων χρεών ως προς το σύνολο του ενεργητικού ή το ύψος των καθαρών εσόδων προς το ίδιο σύνολο.

Δεδομένου πως μεγαλύτερες επιχειρήσεις σε ευνοϊκότερη οικονομική κατάσταση συνήθως τυγχάνουν ευνοϊκότερης αξιολόγησης, ενώ μικρότερες επιχειρήσεις με δυσμενείς δείκτες κάλυψης και αυξημένης μόχλευσης είναι πιο

πιθανό να λαμβάνουν χαμηλότερες αξιολογήσεις της πιστοληπτικής ικανότητας. Είναι εύλογο ότι διαφωνία μεταξύ των οργανισμών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας αποτελεί τον καθοριστικό παράγοντα του Σπλιτ αξιολογήσεων. Οι αντίστοιχες βαθμολογικές κλίμακες βρίσκονται στο Β ή πιο κάτω (Moody's , S & P) , με την Moody's να είναι πιο συντηρητική από την S & P στην κατανομή των εταιρικών αξιολογήσεων πιστοληπτικής ικανότητας.

Η ανακάλυψη συστηματικών διαφορών στη συμπεριφορά των μεγάλων οργανισμών είναι εξίσου σημαντική και για τους επενδυτές, τονίζοντας ότι στην επενδυτική κοινότητα υπάρχει δυνατότητα διάκρισης μεταξύ των προτύπων αξιολόγησης. Είναι, λοιπόν, απαραίτητο να παίρνει θέση σε τέτοιου είδους ζητήματα η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και όλοι οι εθνικοί ρυθμιστικοί οργανισμοί.

2.7. Αναβαθμίσεις και υποβαθμίσεις

Οι οργανισμοί αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας κάνουν έρευνα και ανάλυση σε εκδότες και εκχωρούν μια βαθμολογία που βασίζεται στην πιστωτική τους ποιότητα. Αυτή η σε βάθος ανάλυση επανεξετάζεται σε τακτά χρονικά διαστήματα και η αξιολόγηση μπορεί να αναβαθμιστεί ή να υποβαθμιστεί ανάλογα με το αν υπήρξαν αλλαγές στη λειτουργία ή την οικονομική κατάσταση του εκδότη. Επειδή οι τράπεζες είναι τόσο σημαντικές για το χρηματοπιστωτικό σύστημα, οι ρυθμιστικές αρχές και οι επενδυτές δίνουν πολύ μεγάλη προσοχή σε αυτές τις αξιολογήσεις.

Ποικίλες εκδηλώσεις ή γεγονότα μπορούν να επηρεάσουν την ικανότητα του εκδότη να αποπληρώσει το κεφάλαιο και τους τόκους επί του χρέους του ή μπορούν να προκαλέσουν την αλλαγή της βαθμολογίας ενός ομολόγου μιας. Τέτοια γεγονότα μπορεί να περιλαμβάνουν αλλαγές στην οικονομία ή το επιχειρηματικό κλίμα, την αύξηση ή μείωση των φορολογικών συντελεστών ή τα προβλεπόμενα έσοδα, ή και ρυθμιστικές αλλαγές. Στην πραγματικότητα, ο μηχανισμός αυτός αναγκάζει κάποιους εκδότες να παρέχουν κάποια προστασία για τους επενδυτές τους με τη μορφή υψηλότερων επιτοκίων κουπονιού εάν οι αξιολογήσεις πέσουν προς τα κάτω.

Η αγορά και η αντίληψη των επενδυτών για τον κίνδυνο υποβάθμισης ή αναβάθμισης είναι ζωτικής σημασίας. Σε πολλές περιπτώσεις, η τιμή των ομολόγων θα πάει προς τα κάτω, όταν οι αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας θα μειωθούν. Αυτό δεν είναι κανόνας, όμως, επειδή οι τιμές καθορίζονται από τους επενδυτές στην αγορά και οι ίδιοι θεωρούν ότι στην διαμόρφωση της τιμής των ομολόγων επιδρούν πολλοί άλλοι παράγοντες. Για το λόγο αυτό, οι τιμές των ομολόγων μπορεί επίσης να αλλάξουν πριν από την δράση της αξιολόγησης καθώς οι επενδυτές κάνουν τις δικές τους εκτιμήσεις για τους μεταβαλλόμενους κινδύνους. Εναλλακτικά, φυσικά, όταν η

πιστοληπτική ικανότητα αυξάνεται, η τιμή ενός ομολόγου θα μπορούσε να ανέβει.

Οι οίκοι κάνουν αξιολογήσεις των ομολόγων και οι προειδοποιήσεις για πιθανές αλλαγές των βαθμολογιών είναι γνωστές με την έκδοση δελτίων τύπου και την ανάρτησή των πληροφοριών στις ιστοσελίδες τους.

Μια αναβάθμιση ή υποβάθμιση έχει άμεσο αντίκτυπο στις καθορισμένες αποδόσεις εισοδήματος. Πιο συγκεκριμένα, μια αναβάθμιση αξιολόγησης σημαίνει ότι το προφίλ πιστωτικού κινδύνου του οφειλέτη έχει βελτιωθεί, ενώ μια υποβάθμιση αξιολόγησης θα σήμαινε το αντίθετο. Συνήθως, ο οργανισμός αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας θα τεθεί από τον εκδότη σε ένα κύκλο αξιολογήσεων πριν από την αναθεώρηση της πιστοληπτικής της ικανότητας, καθώς οι αξιολογήσεις μπορούν να οδηγήσουν στο μεγαλύτερο μέρος τους σε γενική ανατίμηση ή υποτίμηση.

3. ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΣΤΗΝ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ

3.1. Βασικές έννοιες

Οι Εμπορικές Τράπεζες

Οι εμπορικές τράπεζες, που ονομάζονται και πιστωτικά ιδρύματα, δέχονται καταθέσεις χρηματικών ποσών και ταυτόχρονα χορηγούν χρηματικά ποσά με τη μορφή δανείων.

Οι καταθέσεις στις εμπορικές τράπεζες προέρχονται από ιδιώτες, ιδιωτικές επιχειρήσεις, δημόσιους οργανισμούς κτλ. και διακρίνονται σε καταθέσεις όψεως, καταθέσεις ταμιευτηρίου και καταθέσεις επί προθεσμία. Οι καταθέσεις όψεως γίνονται από επιχειρήσεις και διακινούνται συχνά με επιταγές. Οι καταθέσεις ταμιευτηρίου είναι η συνηθέστερη μορφή κατάθεσης. Στις καταθέσεις όψεως και ταμιευτηρίου ο καταθέτης έχει το δικαίωμα να κάνει κατάθεση ή ανάληψη χρηματικού ποσού οποιαδήποτε χρονική στιγμή το επιθυμεί. Στην περίπτωση των καταθέσεων επί προθεσμία, ο καταθέτης δεν έχει το δικαίωμα να αποσύρει τα χρήματά του ούτε μέρος αυτών, πριν παρέλθει η συμφωνημένη προθεσμία. Αν όμως θελήσει να αποσύρει τα χρήματά του νωρίτερα από την προθεσμία, πληρώνει ένα προκαθορισμένο πρόστιμο στην τράπεζα.

Το επιτόκιο καταθέσεων δεν είναι πάντοτε το ίδιο, αλλά διαφέρει για κάθε τράπεζα και οπωσδήποτε εξαρτάται από το είδος της κατάθεσης. Στις καταθέσεις επί προθεσμία το επιτόκιο είναι μεγαλύτερο από αυτό των καταθέσεων όψεως και ταμιευτηρίου και μάλιστα όσο μεγαλύτερη είναι η προθεσμία κατάθεσης, τόσο μεγαλύτερο είναι το επιτόκιο. Αυτό συμβαίνει, γιατί η τράπεζα γνωρίζει το χρονικό διάστημα που έχει στη διάθεσή της το χρηματικό ποσό και μπορεί να το εκμεταλλεύεται καλύτερα και με λιγότερους κινδύνους.

Οι εμπορικές τράπεζες, για να καλύψουν τον πιστωτικό κίνδυνο το κόστος λειτουργίας τους (μισθούς υπαλλήλων, ενοίκια, ηλεκτρικό ρεύμα, τόκους καταθέσεων κτλ.) και να έχουν κέρδος, χορηγούν δάνεια με μεγαλύτερο επιτόκιο από αυτό των καταθέσεων. Η χορήγηση δανείων γίνεται σε ιδιώτες, σε επιχειρήσεις και στο κράτος. Όπως κάθε επιχείρηση, έτσι και η εμπορική τράπεζα έχει ως αντικειμενικό στόχο τη μεγιστοποίηση του κέρδους. Όσο αυξάνονται τα δάνεια που χορηγεί, τόσο αυξάνονται οι τόκοι που εισπράττει και, επομένως, και τα κέρδη της. Συνεπώς, μεγιστοποίηση του κέρδους θα σήμαινε ουσιαστικά μεγιστοποίηση των χρηματικών ποσών που χορηγεί η τράπεζα.

Υπάρχουν όμως δυο σοβαροί περιορισμοί στις δανειοδοτήσεις. Ο ένας προέρχεται από την πολιτική και τους κανονισμούς που επιβάλλει η Κεντρική Τράπεζα, όπως ο καθορισμός του ποσοστού των ρευστών διαθέσιμων. Τα ρευστά διαθέσιμα είναι ένα απόθεμα χρημάτων που οφείλει να κρατάει η

εμπορική τράπεζα στο ταμείο της. Για παράδειγμα, όταν η Κεντρική Τράπεζα καθορίσει το ποσοστό των ρευστών διαθεσίμων στο 20%, τότε οι εμπορικές τράπεζες είναι υποχρεωμένες για κάθε 100 ευρώ που καταθέτουν οι πελάτες τους, να κρατούν στο ταμείο τους 20 ευρώ και έχουν δυνατότητα να δανείσουν τα υπόλοιπα 80 ευρώ.

Ο άλλος περιορισμός προέρχεται από τις ίδιες τις εμπορικές τράπεζες, που επιδιώκουν να εξασφαλίσουν την επιστροφή των χρηματικών κεφαλαίων που δανείζουν μαζί με τους τόκους. Για το λόγο αυτό, όταν μια τράπεζα χορηγεί κάποιο δάνειο, φροντίζει να ερευνά την οικονομική κατάσταση του δανειοδότη και τη δυνατότητα της αποδοτικής χρησιμοποίησης του δανείου, δηλαδή επιδιώκει την εξασφάλιση των κεφαλαίων της.

3.2. ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΗΣ ΚΕΡΔΟΦΟΡΙΑΣ ΤΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ

Τυπικά η κερδοφορία των τραπεζών μετριέται σε όρους απόδοσης ιδίων κεφαλαίων και απόδοση ενεργητικού. Το υπόδειγμα ROE συνδέει το ROE με το ROA και την χρηματική μόχλευση και στη συνέχεια αναλύει την ROA στα επιμέρους στοιχεία που την συνθέτουν. Εξ ορισμού:

$ROE = \text{καθαρά κέρδη} / \text{ίδια κεφάλαια}$

Εδώ τα καθαρά κέρδη θεωρούνται πριν την καταβολή μερίσματος.

$ROA = \text{καθαρά κέρδη} / \text{σύνολο ενεργητικού}$

Τα ίδια κεφάλαια μπορούν να εξισωθούν με το ενεργητικό πολλαπλασιαζόμενα με έναν συγκεκριμένο συντελεστή ο οποίος ονομάζεται «πολλαπλασιαστής ιδίων κεφαλαίων» (EM) και ο οποίος είναι ίσος με :

$EM = \text{σύνολο ενεργητικού} / \text{ίδια κεφάλαια}$

Επομένως ισχύει η σχέση:

$ROE = ROA * EM$

Ο πολλαπλασιαστής ιδίων κεφαλαίων δείχνει τη σχέση ιδίων κεφαλαίων με το σύνολο του Ενεργητικού. Υψηλές τιμές του πολλαπλασιαστή ιδίων κεφαλαίων δείχνουν υψηλές υποχρεώσεις της εταιρείας σε σχέση με τα ίδια κεφάλαια, και ως εκ τούτου μπορεί να χρησιμοποιηθεί ως μέτρο μόχλευσης αλλά και ως μέτρο κέρδους ή κινδύνου.

3.3. ΚΙΝΔΥΝΟΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ

Οι τράπεζες χρειάζονται ρευστότητα κυρίως για να ανταποκριθούν στις αναλήψεις καταθέσεων, για να ικανοποιήσουν τη ζήτηση δανείων από τους πελάτες ή να ανταποκριθούν σε άλλες ληξιπρόθεσμες υποχρεώσεις τους. Απρόβλεπτες αλλαγές στη ροή δανείων και καταθέσεων δημιουργούν στις

τράπεζες προβλήματα ρευστότητας. Οι τράπεζες μπορούν είτε να αποθηκεύουν ρευστότητα στους ισολογισμούς τους είτε να την αγοράζουν στις διεθνείς χρηματαγορές και κεφαλαιαγορές. Οι κρίσεις ρευστότητας των τραπεζών είναι ένα πανάρχαιο πρόβλημα το οποίο έχει οδηγήσει πάρα πολλές τράπεζες στην πτώχευση. Η ικανότητα μιας τράπεζας ή οποιασδήποτε επιχείρησης χρηματοοικονομικών υπηρεσιών να παρέχει ρευστότητα απαιτεί την ύπαρξη αποθέματος χρηματοοικονομικών στοιχείων του ενεργητικού που έχουν υψηλή ρευστότητα και είναι άμεσα μεταβιβάσιμα.

Η ρευστότητα και η ικανότητα μεταβίβασης είναι τα βασικά συστατικά τέτοιων συναλλαγών. Η απαίτηση για ρευστότητα σημαίνει ότι τα χρηματοοικονομικά στοιχεία του ενεργητικού πρέπει να είναι διαθέσιμα στους ιδιοκτήτες, στο άρτιο, έπειτα από σύντομη ειδοποίηση (μιας μέρας ή λιγότερο). Η απαίτηση για ικανότητα μεταβίβασης σημαίνει ότι τα δικαιώματα ιδιοκτησίας πάνω σε χρηματοοικονομικά στοιχεία του ενεργητικού πρέπει να μπορούν να μεταφέρονται στο άρτιο, σε άλλους οικονομικούς αντιπροσώπους και σε μορφή αποδεκτή από το άλλο μέρος. Οι αναλήψεις καταθέσεων και δανειοληπτικές δραστηριότητες προκύπτουν σε καθημερινή βάση (π.χ. καθημερινά για δραστηριότητες χρήσης κεφαλαίων, όπως η έκδοση επιταγών, διάφορες εντολές πληρωμής, εμβάσματα, λογαριασμούς υπερανάληψης και ενεργά όρια πιστώσεων), οι τράπεζες πρέπει να είναι προετοιμασμένες να ικανοποιήσουν αυτές τις ανάγκες σε καθημερινή βάση. Για να το διεκπεραιώσουν αυτό οι τράπεζες χρειάζονται πηγές κεφαλαίων. Από την ανάλυση πηγών και χρήσεων κεφαλαίων είναι γνωστό ότι οι μειώσεις σε στοιχεία του ενεργητικού και οι αυξήσεις σε υποχρεώσεις ή στην καθαρή θέση αποτελούν πηγές κεφαλαίων. Επίσης, οι τράπεζες μπορούν να εξασφαλίσουν ρευστότητα πουλώντας τα στοιχεία του ενεργητικού ή αποκτώντας πρόσθετες υποχρεώσεις.

Τα διάφορα είδη δανείων αποτελούν πρωτογενή στοιχεία του ενεργητικού που διακρατούνται από τις τράπεζες. Τα δάνεια αυτά παράγουν τακτικές εισροές (τόκοι και κεφάλαιο) που αποτελούν και πηγές ρευστότητας. Μάλιστα οι εισροές αυτές είναι καθημερινές, επιπλέον μέσω ενός χαρτοφυλακίου επενδύσεων παράγονται εισροές σε τακτική βάση. Οι παράγοντες που μεταβάλλουν την τρέχουσα κατάσταση ρευστότητας της τράπεζας και απαιτούν μεταβολή των αποθεμάτων της διακρίνονται σε μη ελεγχόμενους και μερικώς ελεγχόμενους.

Οι μη ελεγχόμενοι παράγοντες που αυξάνουν τα ρευστά αποθέματα είναι οι εξής:

1. Καταθέσεις εμβασμάτων
2. Καταθέσεις ληξιπρόθεσμων συναλλαγματικών
3. Υπερβάσεις λογαριασμών εκκαθάρισης
4. Καταθέσεις από την κεντρική τράπεζα
5. Αναλήψεις εμβασμάτων

6. Χρεωστικά υπόλοιπα από το συμφητισμό
7. Φόροι
8. Ωρίμανση CD, ευρώδολαρίου κλπ.

Οι ελεγχόμενοι (μερικώς) παράγοντες που αυξάνουν τα ρευστά αποθέματα συνοψίζονται στους κάτωθι:

1. Πωλήσεις χρεογράφων
2. Δανεισμός από την κεντρική τράπεζα
3. Πώληση ρέπος
4. Εισπράξεις τοκομεριδίων από χρεόγραφα
5. Έκδοση CD
6. Σε αντιπαραβολή μειώνουν τα ρευστά διαθέσιμα οι παρακάτω:
7. Χαρτονομίσματα και κέρματα στην κεντρική τράπεζα
8. Αγορά χρεογράφων
9. Πληρωμές δανείων στην κεντρική τράπεζα
10. Πώληση πόρων
11. Συμφωνίες επαναγοράς

Από τους μη ελεγχόμενους παράγοντες ο πλέον σημαντικός είναι αυτός που αφορά στην πληρωμή των επιταγών και συναφών αξιογράφων. Η εκκαθάριση (πληρωμή) των επιταγών είναι μια διαδικασία μη ελεγχόμενη, δεδομένου ότι είναι οι πελάτες των τραπεζών που καθορίζουν το χρόνο που θα προσκομίσουν τις επιταγές αλλά και το ποσοτικό μέγεθός τους, χωρίς προηγουμένως να ειδοποιήσουν την τράπεζα. Αυτή η ελεγχόμενη διαδικασία πολλές φορές δημιουργεί προβλήματα ρευστότητας στις τράπεζες.

3.4. Η ΑΝΤΙΣΤΡΟΦΗ ΣΧΕΣΗ ΜΕΤΑΞΥ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ ΚΑΙ ΚΕΡΔΟΦΟΡΙΑΣ

Προκειμένου να ανταποκριθούν στις καθημερινές απαιτήσεις τους για ρευστότητα, οι τράπεζες πρέπει να διατηρούν στοιχεία του ενεργητικού που δεν αποδίδουν κέρδος με τη μορφή μετρητών ή ισοδύναμων σε μετρητά. Από την ίδια τους τη φύση, αυτά τα στοιχεία του ενεργητικού μειώνουν την αποδοτικότητα μιας τράπεζας. Ως εκ τούτου οι τράπεζες θέλουν να διατηρούν ένα ελάχιστο ποσό τέτοιων στοιχείων του ενεργητικού και πάλι να είναι σε θέση να ανταποκρίνονται στις λειτουργικές απαιτήσεις τους για μετρητά. Δημιουργείται έτσι μια βραχυπρόθεσμη αντίστροφη σχέση μεταξύ ρευστότητας και κερδοφορίας. Όσο περισσότερη ρευστότητα διατηρείται τόσο (θεωρητικά)

χαμηλότερες αποδόσεις ιδίων κεφαλαίων ή στοιχείων ενεργητικού θα παρουσιάσει η δεδομένη τράπεζα (όλα τα υπόλοιπα στοιχεία θεωρούνται σταθερά). Η ρευστότητα τόσο των στοιχείων του ενεργητικού όσο και του παθητικού συνεισφέρουν στο σχηματισμό της παραπάνω σχέσης. Η ρευστότητα των στοιχείων ενεργητικού επηρεάζεται από τη σύνθεση και το χρόνο ωρίμανσης των πόρων. Υψηλές παρακρατήσεις ρευστών στοιχείων του ενεργητικού μειώνουν τα δυνητικά κέρδη δεδομένου ότι δεν αποφέρουν έσοδα από τόκους.

Στο επενδυτικό χαρτοφυλάκιο, τα βραχυπρόθεσμα χρεόγραφα κανονικά προσφέρουν χαμηλότερες αποδόσεις σε σύγκριση με τα χρεόγραφα μακροπρόθεσμης διάρκειας. Το τραπεζικό χαρτοφυλάκιο των δανείων παρουσιάζει την ίδια αντίστροφη σχέση μεταξύ ρευστότητας και κερδοφορίας. Δάνεια που προσφέρουν την υψηλότερη απόδοση παρουσιάζουν τη χαμηλότερη ρευστότητα. Η υψηλότερη απόδοση συνδυάζεται με υψηλότερο κίνδυνο. Δάνεια που εύκολα χορηγούνται αφορούν σε πολύ γνωστές επιχειρήσεις ή συνοδεύονται από εγγυήσεις και συνίστανται σε βραχυπρόθεσμης διάρκειας. Συνεπώς προσφέρουν χαμηλές αποδόσεις. Η ρευστότητα των στοιχείων του παθητικού επηρεάζεται, καθότι μια τράπεζα με υψηλής ποιότητας στοιχεία του ενεργητικού καθώς και με υψηλότερα ίδια κεφάλαια έχει ευκολότερη πρόσβαση στην προμήθεια πόρων. Παράλληλα καταβάλλει μικρότερο τίμημα (επιτόκιο) σε σύγκριση με μια άλλη τράπεζα με διαφορετικά χαρακτηριστικά.

3.5. Κίνητρα (και δυνατότητα) των τραπεζών για χειραγώγηση των λογιστικών τους στοιχείων

3.5.1. Χειραγώγηση κερδών

Η χειραγώγηση – διαχείριση των κερδών είναι ένας γενικός όρος που αποδίδεται σε λογιστικές αποφάσεις που επηρεάζουν τα αποτελέσματα της χρηματοοικονομικής πληροφόρησης. Η χρηματοοικονομική πληροφόρηση απαιτεί από τη Διοίκηση να προβαίνει σε εκτιμήσεις για τα μελλοντικά οφέλη και τις υποχρεώσεις. Η απαίτηση αυτή να γίνονται εκτιμήσεις, καθώς και η δυνατότητα επιλογής μεταξύ των διαφόρων λογιστικών διαδικασιών, παρέχει στη Διοίκηση τη δυνατότητα να επηρεάζει τα αποτελέσματα της χρηματοοικονομικής πληροφόρησης.

Για παράδειγμα, η Διοίκηση μπορεί να επιλέξει μια συγκεκριμένη λογιστική μεταχείριση που να οδηγεί σε υψηλότερα δηλωθέντα εισοδήματα ή μπορεί να κάνει εκτιμήσεις που να επηρεάζουν τις λογιστικές αξίες των περιουσιακών στοιχείων και υποχρεώσεων. Ο συγκεκριμένος όρος συνήθως κρύβει και μια άλλη αλήθεια πίσω του, διότι τα αναφερόμενα κέρδη δεν αποτελούν πάντα των πρωταρχικό στόχο της Διοίκησης. Σε αρκετές

περιπτώσεις η Διοίκηση ενδιαφέρεται περισσότερο για τη μείωση των επιπέδων μόχλευσης ή την αύξηση της απόδοσης των επενδύσεων, γι' αυτό κι ο συγκεκριμένος όρος χρησιμοποιείται υποτιμητικά, υπό την έννοια ότι αποσκοπεί σε μια προσπάθεια να παραπλανήσει. Η Ιστορία είναι γεμάτη από περιπτώσεις, όπου οι Διοικήσεις επιχειρήσεων χρησιμοποιούν τις χρηματοοικονομικές αναφορές τους για να 'συγκαλύψουν' την κακή απόδοσή τους (πχ Maxwell Corporation) ή για να δημιουργήσουν την ψευδαίσθηση της θεαματικής ανάπτυξης (πχ Enron). Έρευνες έχουν υποδείξει τους περισσότερους παράγοντες για τους οποίους οι Διοικήσεις επιχειρούν να χειραγωγήσουν τα αποτελέσματα των χρηματοοικονομικών αναφορών τους κι αυτοί είναι :

- Αντίδραση στις πιέσεις των αγορών κεφαλαίου για περισσότερη ανάπτυξη
- Επιθυμία να ανταποκριθούν ή να διαψεύσουν τις εκτιμήσεις ή προβλέψεις των αναλυτών
- Κίνητρα για μεγιστοποίηση των αποζημιώσεων (bonuses) που σχετίζονται με τα αποτελέσματα των κερδών
- Αποφυγή παραβίασης της διαθήκης ενδεχόμενης χρεωκοπίας
- Επηρεασμός των κανονικών αποτελεσμάτων

Τα αποτελέσματα μιας τέτοιας πολιτικής που μόλις περιγράψαμε είναι διφορούμενα από πλευράς των μετόχων της εκάστοτε επιχείρησης. Σε κάποιες περιπτώσεις οι μέτοχοι ενδέχεται να χάσουν από την διαχείριση των κερδών, αν αποτύχει η προσπάθειά τους να κρύψουν την κακή απόδοση της επιχείρησης, σε άλλες περιπτώσεις όμως μπορεί να αποκτήσουν αρκετά οφέλη, αν η επιχείρηση ξεκινήσει και σταδιακά επιτυγχάνει ένα ευνοϊκό ρυθμιστικό αποτέλεσμα.

Ένας άλλος ορισμός της χειραγώγησης κερδών είναι ότι αποτελεί μια στρατηγική που χρησιμοποιείται από τη Διοίκηση μιας επιχείρησης, ώστε να παραποιήσει σκόπιμα τα κέρδη της επιχείρησης με σκοπό τα στοιχεία να ταιριάζουν με έναν προκαθορισμένο στόχο.

Η πρακτική αυτή χρησιμοποιείται με σκοπό την εξομάλυνση του εισοδήματος. Επομένως, οι εταιρίες αντί να έχουν αρκετό καιρό με εξαιρετικά κέρδη ή αρκετές ζημίες, προτιμούν να κρατούν τα λογιστικά στοιχεία τους σχετικά σταθερά, μέσω της πρόσθεσης ή αφαίρεσης ποσών από τους λογαριασμούς αποθεματικού.

Η καταχρηστική χειραγώγηση των κερδών θεωρείται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ως ένα υλικό με το οποίο επιτυγχάνεται 'σκόπιμη διαστρέβλωση των αποτελεσμάτων'. Στις περιπτώσεις όπου η εξομάλυνση του εισοδήματος γίνεται υπερβολική, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς μπορεί να επιβάλλει πρόστιμα. Δυστυχώς, σε τέτοιες περιπτώσεις, οι ιδιώτες επενδυτές δεν μπορούν να κάνουν και πολλά πράγματα, καθώς η λογιστική νομοθεσία που

αφορά μεγάλες εταιρίες είναι αρκετά περίπλοκη, κάτι που καθιστά πολύ δύσκολο για τους κανονικούς επενδυτές να αναφερθούν σε λογιστικά σκάνδαλα, πριν αυτά συμβούν. Πάντως, παρά το γεγονός ότι οι διάφορες μέθοδοι που χρησιμοποιούνται από τους managers για την εξομάλυνση των κερδών είναι περίπλοκες, αυτό που πρέπει να μην ξεχνάμε είναι ότι η κινητήρια δύναμη πίσω από αυτό είναι η κάλυψη ενός προκαθορισμένου στόχου, κι όπως έλεγε κι ο WarrenBuffet¹, ένας σπουδαίος επενδυτής, “Οι managers που πάντα υπόσχονται να επιτύχουν τα νούμερα, κάποια στιγμή θα μπουν στον πειρασμό να ‘φτιάξουν’ τα νούμερα”. Σύμφωνα με τους Joshua Ronen & Varda Yaari, υπάρχουν διαφορετικές οπτικές (άσπρη, γκρι, μαύρη) του ορισμού της χειραγώγησης των κερδών.

Η επωφελής (άσπρη) χειραγώγηση –διαχείριση των κερδών ενισχύει την διαφάνεια των αναφορών. Η ολέθρια (μαύρη) εκδοχή συνεπάγεται ολοκληρωτική διαστρέβλωση και απάτη, ενώ η ουδέτερη (γκρι) εκδοχή αφορά χειραγώγηση των εκθέσεων εντός των ορίων και συμμόρφωση με τα πρότυπα, κάτι που μπορεί να είναι είτε οπορτουμιστικό είτε να βελτιώνει την απόδοση. Πιο αναλυτικά :

-Η χειραγώγηση των κερδών εκμεταλλεύεται την ευελιξία στην επιλογή της λογιστικής αντιμετώπισης για σηματοδότηση των ιδιωτικών πληροφοριών του manager που αφορούν μελλοντικές ταμειακές ροές (άσπρη)

-Η χειραγώγηση κερδών επιλέγει μια λογιστική αντιμετώπιση που μπορεί να είναι είτε οπορτουμιστική, δηλαδή να μεγιστοποιεί μόνο τη χρησιμότητα της Διοίκησης, είτε οικονομικά αποτελεσματική (γκρι)

-Η χειραγώγηση κερδών αποτελεί μια πρακτική, σύμφωνα με την οποία χρησιμοποιούνται τρικ ώστε να διαστρεβλωθεί ή να μειωθεί η διαφάνεια των χρηματοοικονομικών αναφορών (μαύρη)

Σύμφωνα με όλα τα παραπάνω, ένας ορισμός που μπορεί να προκύψει είναι ο παρακάτω:

‘Η χειραγώγηση των κερδών λαμβάνει χώρα όταν οι managers χρησιμοποιούν την κρίση στην χρηματοοικονομική πληροφόρηση και στην διάρθρωση των συναλλαγών, ώστε να αλλάξουν τις οικονομικές εκθέσεις ή να παραπλανήσουν ορισμένα ενδιαφερόμενα μέρη (stakeholders) σχετικά με την οικονομική απόδοση της εταιρίας ή να επηρεάσουν συμβατικά αποτελέσματα που εξαρτώνται από λογιστικές εκθέσεις’.

Ο συγκεκριμένος ορισμός παρουσιάζει κάποιες αδυναμίες, όπως το γεγονός ότι δεν θέτει ξεκάθαρα όρια μεταξύ της χειραγώγησης κερδών και των κανονικών δραστηριοτήτων, απόρροια των οποίων είναι τα κέρδη (Dharan, 2003).

Άλλη μια αδυναμία είναι ότι δεν είναι παραπλανητικές όλες οι χειραγωγήσεις των κερδών. Για τον λόγο αυτό προτείνεται ένας εναλλακτικός ορισμός της χειραγώγησης –διαχείρισης των κερδών που

χωρίζεται σε τρία σκέλη: 'Η χειραγώγηση των κερδών είναι μια συλλογή από αποφάσεις της Διοίκησης που έχουν ως αποτέλεσμα τη μη αναφορά της πραγματικής βραχυπρόθεσμης αξίας μεγιστοποίησης των κερδών, όπως είναι γνωστό στη Διοίκηση. Η χειραγώγηση-διαχείριση των κερδών μπορεί να είναι :

- Επωφελής : σηματοδοτεί την μακροχρόνια αξία
- Ολέθρια : συγκαλύπτει την βραχυχρόνια ή μακροχρόνια αξία
- Ουδέτερη : αποκαλύπτει την πραγματική βραχυχρόνια απόδοση

Τα χειραγωγημένα κέρδη είναι αποτέλεσμα παραγωγής/επένδυσης πράξεων προτού τα κέρδη πραγματοποιηθούν ή λογιστικών επιλογών που επηρεάζουν το ποσό των κερδών και την ερμηνεία τους, αφότου πραγματοποιηθούν τα πραγματικά κέρδη.'

Σε αυτή την ερμηνεία, το πρώτο κομμάτι αφορά τον υπολογισμό των κερδών έναντι της βραχυχρόνιας αλήθειας, όπως είναι γνωστά στη Διοίκηση της εκάστοτε εταιρίας, το δεύτερο κομμάτι αναφέρεται στην υποκειμενική αξία της χειραγώγησης των κερδών και το τρίτο κομμάτι περιγράφει με ευρύ τρόπο το πώς επιτυγχάνεται η χειραγώγηση των κερδών.

3.5.2. Τρόποι χειραγώγησης κερδών

Η χειραγώγηση των κερδών μπορεί να γίνει με διάφορους τρόπους που αφορούν τα Γενικώς Αποδεκτά Λογιστικά Πρότυπα (GAAP—Generally Accepted Accounting Principles), είτε εντός των προτύπων αυτών, είτε παραβιάζοντάς τα. Σύμφωνα με την συντηρητική λογιστική (conservative accounting) η χειραγώγηση των κερδών μπορεί να πάρει την μορφή υπερβολικά επιθετικής αναγνώρισης των προβλέψεων ή των αποθεματικών ή να αποτελεί υπερεκτίμηση των εξόδων αναδιάρθρωσης και διαγραφής των περιουσιακών στοιχείων. Σύμφωνα με την ουδέτερη λογιστική (neutral accounting), τα κέρδη που εμπλέκονται στη διαχείριση των κερδών είναι αποτέλεσμα ουδέτερων διαδικασιών. Σύμφωνα με την επιθετική λογιστική (aggressive accounting) η χειραγώγηση των κερδών μπορεί να επιτευχθεί μέσω υποεκτίμησης της πρόβλεψης για επισφαλείς απαιτήσεις ή αντλώντας τις διατάξεις ή τα αποθεματικά με υπερβολικά επιθετικό τρόπο. Αυτά που αναφέρθηκαν παραπάνω κινούνται εντός των πλαισίων των Γενικά Αποδεκτών Λογιστικών Προτύπων. Όταν η χειραγώγηση των κερδών φτάνει τα όρια της απάτης (fraud), δηλαδή παραβιάζει τα Γενικά Αποδεκτά Λογιστικά Πρότυπα, τότε αυτό λαμβάνει χώρα μέσω της καταγραφής πωλήσεων προτού αυτές γίνουν πραγματικότητα, ή μέσω της υπερεκτίμησης των αποθεμάτων καταγράφοντας πλασματικά αποθέματα. Όλα τα παραπάνω αποτυπώνονται στον πίνακα που ακολουθεί (J. Ronen & V.Yaari, Volume3, 2008) πώς έχει αναφερθεί από τους Bruns & Merchant(1990), Ayres(1994),

Francis (2002) κι αρκετούς άλλους τα κέρδη είναι γνωστό ότι δύνανται να χειραγωγηθούν μέσω των παρακάτω διαδικασιών :

- Μέσω επιλογής από ένα σύνολο διαδικασιών εντός πλαισίων των Γενικά Αποδεκτών Λογιστικών Προτύπων, για την αποτίμηση των αποθεμάτων, όπως τα LIFO έναντι των FIFO, μέσω διαδικασιών που αφορούν αποσβέσεις και μέσω πολιτικών αναγνώρισης των εσόδων.
- Μέσω της απόφασης σχετικά με το χρονοδιάγραμμα υιοθέτησης ενός νέου προτύπου (όπως με την περίπτωση της υιοθέτησης του SFAS87)², ή μέσω απόφασης για το αν θα γραφτεί η επίδραση της μετάβασης ενός νέου προτύπου στην κατάσταση λογαριασμού αποτελεσμάτων ή ως αναδρομική αναπροσαρμογή στα ίδια κεφάλαια των μετόχων στον ισολογισμό, ή μέσω της απόφασης να μην εφαρμοστεί ένα νέο πρότυπο για λόγους 'αμέλειας'.
- Μέσω μιας υποκειμενικής 'κρίσης', όταν τα Γενικά Αποδεκτά Λογιστικά Πρότυπα απαιτούν εκτιμήσεις, σε περιπτώσεις όπως πχ οι αποσβέσεις, το επίδομα για επισφαλείς απαιτήσεις, αξιολόγηση περιουσιακών στοιχείων, λογιστική των συντάξεων και σε διαγραφές περιουσιακών στοιχείων εγγραφής.
- Μέσω της ταξινόμησης των ειδών πάνω ή κάτω από την γραμμή των λειτουργικών κερδών (ή κερδών από τις συνεχιζόμενες δραστηριότητες), ώστε να διαχωρίζονται τα επίμονα κέρδη (persistent earnings) από τα μεταβατικά κέρδη (transitory earnings), όπως η χρήση των επιβαρύνσεων αναδιάρθρωσης.
- Μέσω της διάρθρωσης των συναλλαγών, ώστε να επιτευχθεί το επιθυμητό των λογιστικών αποτελεσμάτων, όπως στην περίπτωση που η Xerox χρησιμοποίησε μια στρατηγική με ένα χαρτοφυλάκιο περιουσιακών στοιχείων για την πώληση των συμβάσεων μίσθωσης της θυγατρικής της στη Βραζιλία, αφού οι μισθώσεις κεφαλαίου είχαν διακοπεί υπέρ των λειτουργικών μισθώσεων (τα έσοδα από λειτουργικές μισθώσεις αναγνωρίζονται μόνο όταν οφείλονται οι πληρωμές ενοικίου). Πρόσθετα παραδείγματα εντός των ορίων των Γενικά Αποδεκτών Λογιστικών Προτύπων αποτελεί και ο σχεδιασμός συγχωνεύσεων που θα πληρούν τις προϋποθέσεις της μεθόδου συγκέντρωσης (pooling method), η διεξαγωγή συναλλαγών με τα συνδεδεμένα μέρη (για παράδειγμα, σύμφωνα με τους ισχυρισμούς της Refco, παραδόθηκαν 430 εκατομμύρια δολάρια εισπρακτέων λογαριασμών στη Liberty, μιας εταιρίας που ήταν συνδεδεμένη με τον διευθύνων σύμβουλο της Refco).
- Μέσω χρονοδιαγράμματος για την αναγνώριση των εσόδων-εξόδων, μέσω για παράδειγμα χρονοδιαγράμματος των πωλήσεων στοιχείων του ενεργητικού, προκειμένου να εξομαλυνθούν τα κέρδη

και να αποφασιστεί αν πρέπει να κεφαλαιοποιηθούν τα έξοδα, όπως τα έξοδα για την επωνυμία (brandname).

- Μέσω μιας πραγματικής απόφασης για παραγωγή και επένδυση, όπως η μείωση των δαπανών για έρευνα και ανάπτυξη και ο επηρεασμός των εξόδων διοίκησης και διάθεσης. Μέσω διαχείρισης της διαφάνειας παρουσίασης των γεγονότων. Για παράδειγμα, η αντίδραση των επιλεγμένων αναλυτών και δημοσιογράφων της Wall Street στις αποκαλύψεις των υποσημειώσεων της Enron για το φορέα ειδικού σκοπού της (Smith and Emshwiller, 2003). Επίσης, μέσω της επιλογής μεταξύ της παρουσίασης των ειδικών στοιχείων σε ξεχωριστή γραμμή στην κατάσταση λογαριασμού αποτελεσμάτων και στην υποβολή τους σε μια απλή υποσημείωση.
- Μέσω της διαχείρισης των πληροφοριών που αφορούν τα κέρδη με διάφορα μέσα, όπως είναι η αναφορά των τακτικών συνολικών εσόδων στη δήλωση των ιδίων κεφαλαίων κι όχι στη δήλωση της απόδοσης, και η αφαίρεση μικρών εξόδων από τα κέρδη που είναι Γενικά Αποδεκτά από τα Λογιστικά Πρότυπα, παρουσιάζοντάς τα σαν proforma κέρδη 3.

Δεδομένου ότι ο ελεγχόμενος πάντα θέλει να 'φουσκώνει' λίγο τα κέρδη του, μερικοί ακόμα τρόποι για να χειραγωγηθούν τα έσοδα είναι οι παρακάτω :

-Καταγραφή ενδεχόμενων πωλήσεων με δικαίωμα επιστροφής σαν πωλήσεις. Επειδή δεν είναι όλοι οι κίνδυνοι μεταβιβάσιμοι στον αγοραστή, η αναγνώριση των ενδεχόμενων πωλήσεων παραβιάζει την αρχή της αναγνώρισης των εσόδων.

-Παραβίαση των κανόνων αποκοπής τριμήνου. Αυτό αναφέρεται στην πρακτική

αναγνώρισης των εσόδων πριν το τρίμηνο στο οποίο αποκτήθηκαν, όπως η καταγραφή εσόδων πριν από την πραγματική μεταφορά των εμπορευμάτων στον πελάτη.

-'Bill and hold' συναλλαγές. Οι συγκεκριμένες πωλήσεις αποτελούν εικονικές

συναλλαγές, καθώς τίποτα δεν λαμβάνει χώρα πέρα από την καταγραφή ενός

νομοσχεδίου πωλήσεως. Ο πωλητής συνεχίζει να κατέχει το εμπόρευμα κι ο πελάτης δεν αναμένεται να πληρώσει.

-'Channelstuffing'. Αυτή η μέθοδος αποτελεί ένα παράδειγμα της αναδιάρθρωσης των συναλλαγών. Για να αυξήσει τις πωλήσεις την τρέχουσα περίοδο, η εταιρία προσφέρει στους πελάτες υπερβολικές εκπτώσεις με σκοπό να προκαλέσει

τους αγοραστές να προβούν έγκαιρα στις αγορές τους.

3.5.3. Κίνητρα χειραγώγησης λογιστικών κερδών

Οι παράγοντες που επηρεάζουν τις διοικήσεις των εταιρειών να αυξήσουν τα λογιστικά αποτελέσματα σχετίζονται κυρίως με δυο κίνητρα. Το πρώτο αφορά κίνητρα για την αύξηση των κερδών και το δεύτερο για τη μείωση των λογιστικών αποτελεσμάτων.

Αύξηση λογιστικών κερδών

Οι managers αυξάνουν τα λογιστικά κέρδη για την προσωπική τους ασφάλεια, επιδιώκοντας να:

1. διατηρήσουν τη δύναμη τους και την ασφάλεια τους στην εργασία,
2. διεκδικήσουν μελλοντική προαγωγή, ακόμη και προσωπικό εμπλουτισμό και
3. μεγιστοποιήσουν την αποζημίωσή τους.

Αντίθετα, υποστηρίζεται ότι τα διευθυντικά στελέχη των εταιρειών επιδιώκουν κέρδη για να ωφελήσουν την εταιρία, επιδιώκοντας:

1. μεγιστοποίηση της τιμής και της αξίας της μετοχής της επιχείρησης.

Οι managers μπορούν να αυξήσουν τις τιμές της μετοχής της εταιρίας απαλείφοντας ολοκληρωτικά ή απλά μειώνοντας την μεταβλητότητα των δημοσιευμένων κερδών χρησιμοποιώντας προσεκτικά τις κατάλληλες λογιστικές μεθόδους. Οι οικονομικοί αναλυτές δίνουν βάση σε μια εκτίμηση ονομαζόμενη ως «ποιότητα κερδών» η οποία περιέχει πολλούς παράγοντες που εξακριβώνουν πόσο υγιή είναι τα καθαρά κέρδη της επιχείρησης και σύμφωνα με αυτή, η ποιότητα των δημοσιευμένων κερδών θεωρείται υψηλή όταν κατά την χρήση για τια ανάγκες πρόβλεψης των μελλοντικών κερδών δεν απαιτείται περαιτέρω ανάλυση. Το αντίθετο συμβαίνει όταν τα κέρδη θεωρούνται λιγότερο ποιοτικά. Επομένως, μια εταιρία με χαμηλότερη μεταβλητότητα στα κέρδη θα επιτυγχάνει υψηλότερη τιμή στην μετοχή της.

2. την ελαχιστοποίηση της πιθανότητας για χρεοκοπία.

Για να εκτιμηθεί ο οικονομικός κίνδυνος (πιθανότητα χρεοκοπίας) έχουν αναπτυχθεί διάφορα υποδείγματα πρόβλεψης χρεοκοπίας, όπως για παράδειγμα το υπόδειγμα των McKee και Lensberg το οποίο χρησιμοποιεί τρεις μεταβλητές για να δημιουργήσει πιθανότητα χρεοκοπίας η οποία κυμαίνεται μεταξύ 0 και 1. Με πιθανότητα χρεοκοπίας ίση με 0,5 ως το σημείο πρόγνωσης απόφασης, το μοντέλο ήταν 80% ακριβές στη πρόγνωση χρεοκοπίας ένα χρόνο πριν την πραγματική χρεοκοπία. Οι 3 μεταβλητές που χρησιμοποιούνται στο μοντέλο είναι:

1) Το μέγεθος της εταιρίας, το οποίο μετριέται: συνολικά περιουσιακά στοιχεία / 1000.

2) Η κερδοφορία, η οποία μετριέται από τα καθαρά κέρδη / συνολικά περιουσιακά στοιχεία.

3) Και η ρευστότητα, η οποία μετριέται από τα ταμειακά διαθέσιμα / βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις. Επομένως, εάν νόμιμες τεχνικές διαχείρισης των κερδών χρησιμοποιούνταν για να μετατρέψουν μια μικρή καθαρή ζημία σε μικρό καθαρό κέρδος το ποσοστό της χρεοκοπίας θα έπεφτε και έτσι η εταιρία θα εξασφάλιζε ότι δεν κινδυνεύει από χρεοκοπία.

3. Για να αποφύγουν τυχόν παραβιάσεις ορίων που αφορούν χρέη.

Η τακτική που ακολουθούν οι δανειστές της επιχείρησης κατά την έκδοση ενός δανείου είναι να ορίζουν λογιστικά μεγέθη ως ρήτρες με βασικό σκοπό να ελέγξουν τις δραστηριότητες της δανειζόμενης επιχείρησης. Βασική απαίτηση η επίτευξη συγκεκριμένης απόδοσης ή ορίζοντας περιορισμούς στις επιτρεπόμενες επενδύσεις και στις χρηματοοικονομικές της δραστηριότητες.

Σύμφωνα με έρευνες των Watts και Zimmerman (1978) οι όροι που θέτονται για τη σύναψη δανείων δίνουν μεγάλα κίνητρα στα στελέχη των δανειζόμενων επιχειρήσεων να αυξήσουν τα κέρδη προκειμένου να πετύχουν μείωση των περιορισμών που θέτονται στα δάνεια ή ακόμα και να αποφύγουν το κόστος από την παραβίαση των όρων αυτών.

4. για να ελαχιστοποιήσουν κανονιστικές παρεμβάσεις

Όστε να μην μπορεί να κατηγορηθεί η επιχείρηση για μονοπωλιακή πρακτική ή αντικαταναλωτική συμπεριφορά. Οι managers και τα διευθυντικά στελέχη δεν κινητοποιούνται απαραίτητα για διαφορετικούς λόγους. Πολλά στελέχη χειραγωγούν τα εμφανιζόμενα κέρδη αφού ωφελούνται προσωπικά από τις επιχειρήσεις τους, ιδιαίτερα όταν συμπίπτουν τα προσωπικά και εταιρικά τους ενδιαφέροντα, και πολλές φορές οι ίδιες οι επιχειρήσεις τους δίνουν το κίνητρο για να το κάνουν. Αλλά και οι managers μπορούν να προβούν οποιαδήποτε στιγμή σε παραποίηση κερδών είτε από προσωπικά είτε από εταιρικά συμφέροντα, αφού συνήθως αμείβονται με ένα μισθό και κάποιο bonus το οποίο εξαρτάται από την επίτευξη ενός συνδυασμού βραχυπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων κινήτρων που συνδέονται με λογιστικούς αριθμούς.

Μείωση λογιστικών κερδών

Όπως είπαμε και πιο πάνω, στους παράγοντες που επηρεάζουν τις διοικήσεις των εταιρειών να αυξήσουν τα λογιστικά αποτελέσματα υπάρχουν κίνητρα που αφορούν τη μείωση των λογιστικών κερδών. Τέτοια κίνητρα είναι:

Πολιτικές πιέσεις

Μετά από έρευνες (Jones1991, Cahan1992, 1997, Han Wang 998), έχει παρατηρηθεί ότι σε αυξημένες πολιτικές περιόδους οι εταιρίες προχωρούν σε χειραγώγηση λογιστικών κερδών για να δημοσιεύσουν χαμηλότερα κέρδη και να αποφύγουν τις πολιτικές συνέπειες από τα υψηλότερα κέρδη. Άλλες έρευνες (Deegan Rankin1996 και Patten 2000,2002) έδειξαν ότι οι επιχειρήσεις χειραγωγούν τα κέρδη τους με τέτοιο τρόπο ώστε να μειώσουν τον αρνητικό αντίκτυπο από τις επιπτώσεις της λειτουργίας τους στο περιβάλλον. Αξιοσημείωτο είναι το άρθρο των Hang και Wang1998, οι οποίοι βρήκαν ότι οι πετρελαϊκές εταιρίες χειραγώγησαν τα αποτελέσματα τους για να μειώσουν τα κέρδη τους κατά τη διάρκεια του πολέμου στον Κόλπο αποφεύγοντας έτσι τις πολιτικές συνέπειες από τα υψηλότερα κέρδη που οφείλονταν στις αυξημένες τιμές του πετρελαίου.

Νομοθετικά κίνητρα

Η νομοθεσία που εφαρμόζεται σε κάθε χώρα έχει ως σκοπό να ελέγχει τη λειτουργία των επιχειρήσεων και να επιβάλλει κυρώσεις για ενέργειες που παραβαίνουν τις νομοθετικές διατάξεις. Λόγω αυτού, το κίνητρο για τη χειραγώγηση των κερδών είναι η αποφυγή πιθανών νομικών κυρώσεων εξαιτίας παράνομων δραστηριοτήτων μιας επιχείρησης ή ενός κλάδου.

Λόγω όμως του ότι ο αριθμός των επιχειρήσεων που χρησιμοποιήθηκε στις έρευνες είναι σχετικά μικρός δεν δίνουν μια ξεκάθαρη ερμηνεία σχετικά με τη συχνότητα εμφάνισης της χειραγώγησης των κερδών που οφείλεται σε νομοθετικά κίνητρα.

Το μέγεθος της εταιρίας

Αφού η διοίκηση μεγάλων εταιρειών (πολυεθνικές) συχνά πιέζει για λογιστικά πλαίσια που συνεπάγονται εφαρμογή δημιουργικής λογιστικής, αυτό οφείλεται στο ότι μειωμένα κέρδη οδηγούν σε αύξηση των ταμειακών ροών καθώς επιτυγχάνεται μειωμένη φορολογία. Σε περιπτώσεις μικρότερων εταιρειών εφαρμόζεται το earnings management για εμφάνιση πλασματικής αύξησης των κερδών με στόχο να αυξηθεί η αμοιβή τους η οποία σχετίζεται με τα κέρδη της επιχείρησης.

Διαπραγματεύσεις με τα εργατικά σωματεία

Έρευνες που έγιναν από τους DeAngelo H., DeAngelo L. και Skinner D. 1994, κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι τα στελέχη των επιχειρήσεων ελαττώνουν τα κέρδη σε μια προσωρινή βάση προκειμένου να αυξήσουν τη διαπραγματευτική τους δύναμη απέναντι στα εργατικά σωματεία και να πετύχουν την αποδοχή τους

για πάγωμα μισθών.

Αναβαλλόμενη φορολογία

Δεδομένου ότι το φορολογητέο εισόδημα συνδέεται με τα κέρδη της επιχείρησης δημιουργείται η σκέψη ότι το κόστος της φορολογίας είναι κίνητρο για χειραγώγηση κερδών. Από την άλλη, η αναβαλλόμενη φορολογία δίνει την «τελευταία ευκαιρία» (Dhaliwal et al. 2004) για πραγματοποίηση διαχείρισης στα κέρδη, καθώς ο φόρος –έξοδο είναι από τους τελευταίους λογαριασμούς που κλείνουν πριν την ανακοίνωση των κερδών. Υψηλός αναβαλλόμενος φόρος –έξοδο σημαίνει μεγάλο μέγεθος λογιστικών και φορολογικών διαφορών στα κέρδη, γεγονός που αποτελεί ένδειξη παραποίησης των κερδών για την αποφυγή αναφοράς μείωσης στα κέρδη και για την απόκρυψη ζημίας.

Κίνητρα για χειραγώγηση των κερδών στις τράπεζες

Ο βαθμός στον οποίο οι τράπεζες χειραγωγούν τα κέρδη τους προκειμένου να λειάνουν τη μεταβλητότητα τους έχει προσελκύσει το ενδιαφέρον ακαδημαϊκών, επενδυτών καθώς και νομοθετών. Οι ακαδημαϊκές μελέτες έχουν καταλήξει σε διάφορους λόγους για τους οποίους οι διοικήσεις των τραπεζών εφαρμόζουν πρακτικές χειραγώγησης των κερδών (Fonseca and Gonzalez, 2008). Οι κανονιστικοί περιορισμοί στο κεφάλαιο δημιουργούν κίνητρα στη διοίκηση για χειραγώγηση των κερδών κατά τη διάρκεια των οικονομικών χρήσεων. Προκειμένου η διοίκηση να ανταποκριθεί στις κεφαλαιακές απαιτήσεις θα μπορούσε να έχει δυνητικά πολλά εναλλακτικά κίνητρα για χειραγώγηση των κερδών (Laeven and Majnoni, 2001).

Πρώτον η χειραγώγηση του εισοδήματος βελτιώνει την αντίληψη του κινδύνου των τραπεζών για τους επενδυτές τις, τις κανονιστικές αρχές και τις εποπτικές αρχές. Οι Barnea κ. α. (1975) και Ronen και Sadan (1981) θεωρούν ότι η χειραγώγηση αποτελεί ένα σημαίνον τέχνασμα. Οι Beaver κ.α. (1989), Wahlen (1994), Ahmed et al (1999) εντοπίζουν την εφαρμογή αυτής της ιδέας στις αποφάσεις προβλέψεων των ζημιών από δάνεια ανεπίδεκτα εισπράξεως. Η διοίκηση είναι πιθανό διενεργώντας χαμηλές προβλέψεις ζημιών από δάνεια ,να μειώνει τη μεταβλητότητα των κερδών προκειμένου να επηρεάσει θετικά την εικόνα των κινδύνων που αντιμετωπίζει (Greenwald and Sinkey, 1988).

Δεύτερον η πρακτική χειραγώγησης των κερδών ενδέχεται να είναι απόρροια των κανονιστικών περιορισμών ή των ακολουθούμενων λογιστικών πρακτικών (Greenwald and Sinkey, 1988).

Τρίτον ενδέχεται να υπάρχουν φορολογικά κίνητρα για χειραγώγηση των κερδών (Rozycki, 1997).

Τέταρτον κίνητρα που στηρίζονται σε προσωπικές βλέψεις των διοικητών μπορούν να εξηγήσουν τη χειραγώγηση των κερδών. Οι managers μπορούν αυξάνουν τα λογιστικά κέρδη προκειμένου να εξυπηρετήσουν την προσωπική τους ασφάλεια. Για παράδειγμα η αποζημίωση που θα λάβουν

κατά την έξοδο τους από τη διοίκηση της τράπεζας είναι ένας παράγοντας ο οποίος ευνοεί την χειραγώγηση των κερδών και την αύξησή τους (Lambert, 1984). Επίσης με την εμφάνιση κερδών εξασφαλίζουν την παραμονή τους στην τράπεζα εφόσον η οικονομική της πορεία κρίνεται θετική και ελαχιστοποιούν την πιθανότητα να απολυθούν (Fudenberg and Tirole, 1995).

Πέμπτον η ελαχιστοποίηση της εκτίμησης πιθανής μελλοντικής χρεοκοπίας μέσω υποδειγμάτων πτώχευσης μπορεί να αποτελεί λόγο για την εμφάνιση βελτιωμένων οικονομικών αποτελεσμάτων.

Έκτον η χειραγώγηση των κερδών μπορεί να οφείλεται στην επιθυμία να αποθαρρυνθούν οι επενδυτές από την κατοχή ιδιωτικής πληροφόρησης την οποία θα μπορούσαν να χρησιμοποιήσουν, εκτελώντας συναλλαγές πώλησης μετοχών έναντι μη πληροφορημένων μετόχων για λόγους ρευστότητας.

Μελέτες σχετικές με τη χειραγώγηση κερδών

Πολλές μελέτες έχουν ασχοληθεί με τον έλεγχο υποθέσεων σχετικά με τη χειραγώγηση κερδών βασιζόμενες σε εμπειρικά δεδομένα και έχουν καταλήξει σε διαφορετικά αποτελέσματα. Οι εμπειρικές αναλύσεις προέρχονται κυρίως από τις ΗΠΑ παρέχοντας αντικρουόμενα αποτελέσματα σχετικά με την χειραγώγηση κερδών στις τράπεζες. Βασισμένοι σε δεδομένα για ιδιωτικές τράπεζες των ΗΠΑ οι Greenwald και Sinkey (1988), Collins κ.α. (1995), Lobo και Young (2001) κατέληξαν στην εύρεση θετικής σχέσης μεταξύ προβλέψεων ζημιών από δάνεια και τραπεζικών κερδών, ενώ οι Beatty κ.α. δεν βρίσκουν αποδεικτικά στοιχεία χειραγώγησης κερδών. Στο ίδιο αποτέλεσμα μη εύρεσης επαρκών αποδεικτικών στοιχείων για χειραγώγηση των αποτελεσμάτων από τις τράπεζες καταλήγουν οι Scheiner (1981) και Wetmore και Brick (1994).

Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (2002) βασισμένη σε στοιχεία των μελών- κρατών της Ευρωπαϊκής Ένωσης διαπίστωσε ότι παρόλο που επικρατούν διαφοροποιημένα πρότυπα μεταξύ των χωρών, ωστόσο υπάρχει αρνητική σχέση μεταξύ εισοδήματος και προβλέψεων ζημιών από δάνεια για τα μέλη- κράτη της Ευρωπαϊκής Ένωσης ως σύνολο. Συγκεκριμένα οι Ma (1988) και Perez κ.α. (2004) παρουσίασαν στοιχεία σχετικά με την υπόθεση της χειραγώγησης κερδών για τις τράπεζες της Αγγλίας και της Ισπανίας. Για τις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής ο Docking (1997) διαπίστωσε ότι οι τιμές των μετοχών των τραπεζών ανταποκρίνονται αρνητικά σε μεγάλες προσθήκες αποθεματικών για ζημίες από δάνεια. Πιθανότατα αυτά τα εμπειρικά ευρήματα είναι συνεπή με την «θετική» άποψη περί χειραγώγησης, μιας και η χειραγώγηση των εισοδημάτων μπορεί να μειώσει την πιθανότητα μεγάλων προσθηκών αποθεματικών σε ζημίες από δάνεια.

Έμμεσες εμπειρικές ενδείξεις για χειραγώγηση εισοδήματος μέσω προβλέψεων για ζημίες από δάνεια παρέχονται από τους Laeven και Majnoni (2003) και Bikker και Metzmakers (2005) οι οποίοι αναλύουν τα κυκλικά

πρότυπα των προβλέψεων ζημιών από τραπεζικά δάνεια. Και οι δύο μελέτες συμπεραίνουν ότι οι προβλέψεις ζημιών από δάνεια έχουν μια προ-κυκλική επίδραση, καθώς είναι αρνητικά συσχετισμένες με την ανάπτυξη του ΑΕΠ. Εντούτοις αυτή η προ-κυκλική συμπεριφορά των προβλέψεων των ζημιών από δάνεια είναι εν μέρει περιορισμένη από πρακτικές χειραγώγησης των εσόδων, επειδή η χειραγώγηση κερδών σημαίνει ότι οι τράπεζες εμφανίζουν μικρότερες προβλέψεις σε περιόδους υφέσεων, όταν τα κέρδη είναι χαμηλότερα αλλά όταν χρειάζονται περισσότερες πηγές κεφαλαίου. Το αντίθετο συμβαίνει στην περίπτωση που βρισκόμαστε στο στάδιο της ανάπτυξης του οικονομικού κύκλου. Και οι δύο μελέτες επίσης παρατηρούν ότι η προ-κυκλική επίδραση και οι πρακτικές χειραγώγησης κερδών διαφοροποιούνται μεταξύ των εξεταζόμενων κρατών.

Οι Laeven και Majnoni (2003) δείχνουν ότι τα αποτελέσματα ποικίλουν ανάμεσα στις πέντε ηπείρους (Ευρώπη, ΗΠΑ, Λατινική Αμερική και Ασία) και οι Bikker και Metzmakers επίσης βρίσκουν διαφορές στην συγκριτική τους μελέτη επτά χωρών (ΗΠΑ, Ιαπωνία, Γαλλία, Ιταλία, Λουξεμβούργο, Ισπανία και Ηνωμένο Βασίλειο). Καμία όμως μελέτη δεν αναλύει την επίδραση των κανονιστικών ρυθμίσεων και της ποιότητας των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων στις παρατηρούμενες διαφορές μεταξύ των γεωγραφικών περιοχών.

Η ύπαρξη των θεσπισμένων ελάχιστων κεφαλαιακών απαιτήσεων ίσως δίνει στις τράπεζες επιπλέον βιομηχανικούς συσχετισμένους με την επιχείρηση λόγους οι οποίοι εξηγούν την ύπαρξη θετικής σχέσης μεταξύ των κερδών και των προβλέψεων για ζημίες από δάνεια. (Wall και Koch, 2000). Η υπόθεση της διαχείρισης κεφαλαίου υποθέτει ότι μία θετική σχέση μεταξύ προβλέψεων ζημιών από δάνεια και κερδών μπορεί να προκύψει όταν οι τράπεζες προσπαθούν να περιορίσουν το κόστος συμμόρφωσης τους με τις ελάχιστες κεφαλαιακές απαιτήσεις.

Εμπειρικές μελέτες έχουν ελέγξει την υπόθεση διαχείρισης κεφαλαίου λαμβάνοντας υπόψη εάν η θετική σχέση μεταξύ προβλέψεων ζημιών από δάνεια και τραπεζικών κερδών παραμένει στατιστικά σημαντική αφότου συμπεριληφθεί το τραπεζικό κεφάλαιο ως επεξηγηματική μεταβλητή των προβλέψεων ζημιών από δάνεια. Τα αποτελέσματα υπήρξαν αντικρουόμενα. Οι μεν Ahmed κ.α. (1999) και Lobo και Yang (2001) βρήκαν στοιχεία της χρήσης προβλέψεων ζημιών από δάνεια προκειμένου οι τράπεζες να ανταποκριθούν στις απαιτήσεις των κανονισμών κεφαλαίου για τις τράπεζες των ΗΠΑ, το ίδιο διαπίστωσαν και οι Shrieves και Dahl (2003) για τις τράπεζες της Ιαπωνίας κατά τη διάρκεια περιόδου οικονομικών πιέσεων (1989-1996), οι δε Perez κ.α. (2004) δεν βρήκαν στοιχεία που να αποδεικνύουν την υπόθεση διαχείρισης κεφαλαίου για τις τράπεζες της Ισπανίας.

4. Σύστημα CAMELS

Στο κομμάτι της εκτίμησης και αξιολόγησης των κινδύνων, ιδιαίτερα σημαντική είναι η χρήση των δεικτών CAMELS, οι οποίοι αποτελούν τους δείκτες βαθμολόγησης των τραπεζών. Οι δείκτες αυτοί, μας δίνουν τη δυνατότητα αξιολόγησης των χρηματοοικονομικών αποτελεσμάτων μιας τράπεζας σε σχέση με τις υπόλοιπες τράπεζες του κλάδου, μέσω του υπολογισμού μιας συνολικής βαθμολογίας για την κάθε τράπεζα. Ο συνολικός βαθμός αξιολόγησης, δίνεται με τη βοήθεια των βασικών δεικτών και με βάση συγκεκριμένους συντελεστές βαρύτητας. Έτσι, η διοίκηση της κάθε τράπεζας, οι ενδιαφερόμενοι επενδυτές αλλά και οι εποπτικές αρχές, έχουν στα χέρια τους ένα σημαντικό εργαλείο ώστε να είναι δυνατός ο προσδιορισμός των δυνατών και αδύναμων σημείων της κάθε τράπεζας και η καλύτερη δυνατή αξιολόγηση των κινδύνων. Η CAMELS εξετάζει την αποτελεσματικότητα των τραπεζών βασιζόμενη στην κεφαλαιακή επάρκεια, στην ποιότητα των περιουσιακών στοιχείων, στη διοίκηση, στα έσοδα, στη ρευστότητα και στην ευαισθησία στον κίνδυνο αγοράς (Rakocevic και Dragasevic, 2009).

Οι δείκτες Camels παρέχουν για την κάθε τράπεζα μια βαθμολογία για τη συνολική της απόδοση και έξι επιμέρους βαθμολογίες για κάθε κατηγορία αριθμοδείκτη ξεχωριστά. Βάσει μιας στάθμισης για τον καθένα από τους έξι αριθμοδείκτες, διαμορφώνεται η συνολική κατάσταση της υπό εξέταση τράπεζας. Η βαθμολογική κλίμακα κυμαίνεται από 1 έως 5. Όπου το 1 αποτελεί την υψηλότερη βαθμολογία ενώ αντικατοπτρίζει τις άριστες επιδόσεις και την ύπαρξη επαρκών μηχανισμών διαχείρισης κινδύνου, που ανταποκρίνονται τόσο στο μέγεθος του χρηματοπιστωτικού ιδρύματος όσο και στην πολυπλοκότητα των δραστηριοτήτων του. Από την άλλη το 5 αντιστοιχεί στη μικρότερη δυνατή βαθμολογία και θεωρείται ενδεικτικό χαμηλών επιδόσεων οι οποίες χρήζουν ιδιαίτερης προσοχής και σημασίας. Σημειώνεται ότι η βαθμολόγηση των τραπεζών μπορεί να γίνει και με την αντίστροφη διαδικασία, δηλαδή η καλύτερη τράπεζα θα είναι εκείνη που τελικά βαθμολογείται με τον υψηλότερο συγκεντρωτικό βαθμό Camels.

Οι δείκτες παρέχουν στον αναλυτή να μπορεί να διακρίνει τους παράγοντες εκείνους οι οποίοι συμβάλλουν στη χρεοκοπία μιας τράπεζας. Μπορεί να προβλέψει την αποτυχία και να λάβει άμεσα μέτρα προς αποφυγή της μαζικής ανάληψης καταθέσεων από τους αποταμιευτές, η οποία θα οδηγήσει στην κατάρρευση της.

Έπειτα η διάταξη των δεικτών Camels, ορίζεται με τον χαμηλότερο βαθμός να αντιστοιχεί στο άριστα και αντίστοιχα με τον υψηλότερο στο κακώς. Άρα, οι τράπεζες με τα χαμηλότερα σκορ ετησίως, θεωρείται ότι έχουν τις καλύτερες επιδόσεις.

Οι έξι περιοχές κινδύνων που αντιμετωπίζουν οι τράπεζες και για τους οποίους υπολογίζεται σειρά αριθμοδεικτών είναι οι εξής:

- **CAPITAL (Κεφαλαιακή Επάρκεια)**
- **ASSET QUALITY (Ποιότητα Ενεργητικού)**
- **MANAGEMENT (Ποιότητα Διοίκησης)**
- **EARNINGS (Κερδοφορία)**
- **LIQUIDITY (Ρευστότητα)**
- **SENSITIVITY TO MARKET RISK (Ευαισθησία στον κίνδυνο της Αγοράς)**

Πιο συγκεκριμένα, ο χρηματοοικονομικός έλεγχος μιας εμπορικής τράπεζας με τη μεθοδολογία CAMELS, αποτελείται στην πραγματικότητα από περίπου είκοσι (20) βασικούς αριθμοδείκτες. Μετά τον υπολογισμό των δεικτών, ο καθένας από αυτούς τους δείκτες σταθμίζεται με ένα συντελεστή βαρύτητας, που είναι συγκεκριμένος για κάθε κατηγορία.

Συνήθως, όταν η οικονομία βρίσκεται κάτω από φυσιολογικές περιόδους οι σταθμίσεις των CAMELS ακολουθούν την εξής βαρύτητα:

- **Κεφαλαιακή Επάρκεια 20%**
- **Ποιότητα Ενεργητικού 20%**
- **Ποιότητα Διοίκησης 20%**
- **Ρευστότητα 20%**
- **Κερδοφορία 10%**
- **Ευαισθησία στην Αγορά 10%**

Οι αριθμοδείκτες CAMELS υπολογίζονται ως εξής:

1. **CAPITAL:** Δείκτης κεφαλαιακής επάρκειας – CAR
2. **ASSET QUALITY:** (Δάνεια σε καθυστέρηση > 90 ημερών – προβλέψεις) / Δάνεια
3. **MANAGEMENT:** Έξοδα διοίκησης / Πωλήσεις
4. **EARNINGS:** ROE και ROA
5. **LIQUIDITY:** Κυκλοφορούν ενεργητικό / Μ.Ο. Ενεργητικού
6. **SENSITIVITY to market risk:** Σύνολο αξιογράφων / Μ.Ο. Ενεργητικού

Ο αριθμοδείκτης κεφαλαιακής επάρκειας (Capital Adequacy Ratio - CAR) υπολογίζεται ως εξής:

$$CAR = (\text{Tier I} + \text{Tier II}) / \text{Σταθμισμένο Ενεργητικό}$$

Όπου: Tier I: ή Βασικά Ίδια Κεφάλαια, είναι ο «κορμός» των Ιδίων Κεφαλαίων της τράπεζας και αποτελείται κυρίως από κοινές ονομαστικές μετοχές που εκδίδονται από την τράπεζα, προνομιούχες μετοχές, μετατρέψιμες ομολογίες, μειοψηφικά δικαιώματα της τράπεζας σε θυγατρικές εταιρίες.

Tier II: ή Συμπληρωματικά Ίδια Κεφάλαια, είναι τα Υβριδικά Κεφάλαια, δηλαδή κεφάλαια από ομόλογα που εκδίδει η τράπεζα και τα χρησιμοποιεί ως κεφάλαια που ενώ στην πραγματικότητα είναι ξένα, έχουν χαρακτηριστικά μετοχικού κεφαλαίου.

Σταθμισμένα Στοιχεία του Ενεργητικού, είναι τα στοιχεία του ενεργητικού που παρουσιάζονται στο δείκτη σταθμισμένα έναντι ενός πιστωτικού κινδύνου. Τα διάφορα περιουσιακά στοιχεία του ενεργητικού της τράπεζας κατανέμονται σε επιμέρους κατηγορίες και στη συνέχεια πολλαπλασιάζονται με το αντίστοιχο βάρος. Το συνολικό άθροισμα μας δίνει τελικά το σταθμισμένο ενεργητικό.

Δείκτης Ποιότητας του Ενεργητικού

Ο δείκτης υπολογίζεται ως εξής:

$$A = (\text{Δάνεια σε Καθυστέρηση} > 90 \text{ ημερών} - \text{Προβλέψεις}) / \text{Δάνεια}$$

Δείκτης Ποιότητας της Διοίκησης

Ο δείκτης υπολογίζεται ως εξής:

$$M = \text{Έξοδα Διοίκησης} / \text{Σύνολο Ενεργητικού}$$

Κερδοφορία (Earnings)

Ο δείκτης ROA υπολογίζεται ως εξής:

$$ROA = \text{Κέρδη μετά Φόρων} / \text{Σύνολο Ενεργητικού}$$

Ο δείκτης ROE υπολογίζεται ως εξής:

$$ROE = \text{Κέρδη μετά Φόρων} / \text{Ίδια Κεφάλαια}$$

Ρευστότητα (Liquidity)

Ουσιαστικά η ρευστότητα προκειμένου να υπολογιστεί χωρίζεται σε δύο επιμέρους δείκτες και αντλούμε το μέσο όρο αυτών για τη μελέτη μας.

$$L1 = \text{Δάνεια} / \text{Καταθέσεις}$$

και $L2 = \text{Κυκλοφορούν Ενεργητικό} / \text{Μ.Ο. Ενεργητικού}$

Δείκτης Ευαισθησίας

Ο συγκεκριμένος δείκτης υπολογίζεται ως εξής:

$$\text{Σύνολο Αξιογράφων} / \text{Μ.Ο Ενεργητικού}$$

5. Εμπειρική ανάλυση

Στο κεφάλαιο αυτό, γίνεται εμπειρική ανάλυση των αποτελεσμάτων της οικονομετρικής μελέτης. Πραγματοποιείται παρουσίαση των δεδομένων που αναλύθηκαν κατά την ερευνητική προσπάθεια, του τρόπου και των πηγών συλλογής του δείγματος και εν ακολουθία, της μεθοδολογίας που εφαρμόστηκε. Τέλος, ερμηνεύονται τα αποτελέσματα με βάση την επίδραση που ασκούν οι ανεξάρτητες στις εξαρτημένες μεταβλητές που χρησιμοποιήθηκαν, ώστε να καταλήξουμε σε συμπέρασμα σχετικά με το κατά πόσο οι αξιολογήσεις της πιστοληπτικής ικανότητας των τραπεζών επηρεάζουν τις επιδόσεις τους.

Μεταβλητές που χρησιμοποιήθηκαν:

Εξαρτημένες Μεταβλητές:

- Return on Assets
- Return on Equity

Ανεξάρτητες μεταβλητές:

- Tier1 ratio
- Ratings
- Non-Performing Loans / Total Loans
- Assets / Equity
- Deposits / Loans
- Other operating expenses / Net trading income
- Loans / Assets

5.1. Εξαρτημένες Μεταβλητές

Για να μετρήσουμε την απόδοση μίας τράπεζας, πρέπει να προσδιορίσουμε τη σχέση μεταξύ κέρδους και χρησιμοποιούμενων κεφαλαίων. Η ανάλυση της κερδοφορίας θα γίνει με εξέταση της πλευράς του ενεργητικού και της καθαρής θέσης της τράπεζας. Η χρησιμοποίηση του μέσου συνολικού ενεργητικού και του μέσου των ιδίων κεφαλαίων είναι καλύτερο μέτρο από το σύνολο που παρουσιάζεται στον ισολογισμό στο τέλος μιας χρονικής περιόδου. Αυτό οφείλεται στο ότι τα κέρδη μιας τράπεζας πραγματοποιούνται κατά τη διάρκεια μιας ορισμένης χρονικής περιόδου (π.χ. ενός έτους), ενώ το συνολικό ενεργητικό αναφέρεται σ' αυτό που αντιστοιχεί στο τέλος της χρονικής περιόδου (έτους) και το οποίο φυσικά μεταβάλλεται κατά τη διάρκεια του χρόνου. Έτσι χρησιμοποιώντας το μέσο ενεργητικό και τα μέσα ίδια κεφάλαια επιτυγχάνουμε καλύτερη μέτρηση της απόδοσης.

- **Return on Assets** = Κέρδη προς διάθεση/Σύνολο Μέσου Ενεργητικού

Η απόδοση του ενεργητικού μετρά την ικανότητα της διοίκησης της τράπεζας να χρησιμοποιεί τους πόρους της για την πραγματοποίηση κερδών. Ο πρωταρχικός στόχος κάθε τράπεζας είναι να γίνονται επενδύσεις και να είναι ικανοποιητική η απόδοση των επενδυμένων κεφαλαίων. Ως εκ τούτου, η απόδοση των συνολικών κεφαλαίων χρησιμοποιείται ως μετρητής επιτυχίας μιας τράπεζας κατά την πραγματοποίηση αυτού του στόχου. Η απόδοση επενδύσεων, η οποία συνδέει τα καθαρά έσοδα με το σύνολο των κεφαλαίων (σύνολο ενεργητικού), προσφέρει ένα πρότυπο για την αξιολόγηση της αποτελεσματικής χρήσης του μέσου όρου διαθεσίμων που επενδύονται στο ενεργητικό μιας τράπεζας από τη διοίκηση κατά την διάρκεια μιας περιόδου. Ο δείκτης ROA δίνει στους επενδυτές μια ιδέα για το πόσο αποτελεσματικά η τράπεζα στην μετατροπή των χρημάτων που πρέπει να επενδύσει σε καθαρό εισόδημα. Όσο υψηλότερος είναι ο αριθμός ROA, τόσο το καλύτερο, επειδή η τράπεζα κερδίζει περισσότερα χρήματα με λιγότερο επενδύσεις. Βέβαια, σε κάθε περίπτωση θα πρέπει να λαμβάνεται υπόψη και ο κίνδυνος που εμπεριέχεται στις διάφορες επενδυτικές δραστηριότητες.

- **Return on Equity** = Κέρδη προς διάθεση/Σύνολο μέσων Ιδίων Κεφαλαίων

Ο δείκτης αυτός μετρά την αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων. Δεδομένου ότι ο σκοπός μιας τράπεζας είναι να μεγιστοποιήσει τον πλούτο των μετόχων, ο δείκτης της απόδοσης ιδίων κεφαλαίων είναι σημαντικός για τους μετόχους. Εάν ο δείκτης είναι χαμηλός σε σχέση με τον δείκτη άλλων τραπεζών, τότε μειώνονται οι δυνατότητες της τράπεζας να αντλήσει νέα κεφάλαια από την κεφαλαιαγορά, τα οποία πιθανώς χρειάζονται για την επέκταση και διατήρηση της ανταγωνιστικότητας. Στο παρονομαστή του δείκτη υπάρχει ο μέσος όρος των ιδίων κεφαλαίων. Η εξήγηση αυτού είναι ότι τα κέρδη πραγματοποιούνται κατά την διάρκεια όλου του έτους και άρα θα πρέπει να ληφθεί υπόψη ο μέσος όρος των ιδίων κεφαλαίων που χρησιμοποιήθηκαν κατά τη διάρκεια του έτους.

5.2. Ανεξάρτητες Μεταβλητές

- **Tier1 ratio**

Ο «κορμός» των Ιδίων Κεφαλαίων της τράπεζας και αποτελείται κυρίως από κοινές ονομαστικές μετοχές που εκδίδονται από την τράπεζα, προνομιούχες μετοχές, μετατρέψιμες ομολογίες, μειοψηφικά δικαιώματα της τράπεζας σε θυγατρικές εταιρίες. Τα κεφάλαια πρώτης διαβάθμισης των Τραπεζών (Tier I Capital) είναι ένας τρόπος μέτρησης της χρηματοοικονομικής ισχύος (δύναμης) μιας τράπεζας. Αποτελούνται από το καταβεβλημένο μετοχικό κεφάλαιο το οποίο αφορά κύρια τις κοινές μετοχές και από τα κέρδη προηγούμενων χρήσεων τα οποία έχουν οδηγηθεί στα αποθεματικά της Τράπεζας (δηλαδή

αυτά που δεν μοιράσθηκαν στους μετόχους , ως μέρισμα).Στα παραπάνω κεφάλαια η κανονιστική / εποπτική αρχή κάθε χώρας μπορεί να προσθέτει και κάποια επιπλέον στοιχεία (π.χ. κεφάλαια τα οποία προέρχονται από προνομιούχες μετοχές). Ο όρος κεφάλαια πρώτης διαβάθμισης των Τραπεζών (Tier I Capital) για πρώτη φορά καθιερώθηκε στην Συμφωνία της Βασιλείας Ι.Ο λόγος για τον οποίο οι Τράπεζες επιδιώκουν να διατηρούν υψηλά τέτοιου τύπου κεφάλαια είναι , για να μπορούν να προφυλαχθούν από μη προβλεπόμενες ζημιές.

Υπολογισμός :Στον αριθμητή τίθεται το σύνολο των παραπάνω κεφαλαίων.Στον παρονομαστή μπαίνουν τα συνολικά σταθμισμένα (RWA) ως προς τον κίνδυνο στοιχεία του ενεργητικού (δηλαδή τα δάνεια σταθμισμένα με μία φόρμουλα την οποία ορίζει κάθε εποπτική αρχή της κάθε χώρας, και είναι διαφορετική για κάθε επιχείρηση που έχει δανειοδοτηθεί αλλά και για τις εξασφαλίσεις που καλύπτουν την χρηματοδότηση).

Tier I Capital ratio = (Μετοχικό κεφάλαιο + αποθεματοποιημένα κέρδη)/ Total RWA

- **Non-Performing Loans / Total Loans**

Η αύξηση των μη εξυπηρετούμενων δανείων σε σχέση με το σύνολο των δανείων σηματοδοτεί αύξηση των συνολικών ζημιών και μείωση της απόδοσης.

- **Assets / Equity**

Η αύξηση ενεργητικού αυξάνει τα κέρδη, όμως ταυτόχρονα, όσο τα κέρδη αυξάνονται τόσο δημιουργείται μεγαλύτερη μόχλευση, η οποία με την σειρά της προκαλεί μεγαλύτερα προβλήματα.

- **Loans /Depos**

Ο δείκτης δανείων προς καταθέσεις χρησιμοποιείται για την εκτίμηση της ρευστότητας και της δανειακής επιβάρυνσης μιας τράπεζας. Ο αριθμός αυτός εκφράζεται ως ποσοστό. Αν η αναλογία είναι πολύ υψηλή, αυτό σημαίνει ότι η τράπεζα μπορεί να μην έχει αρκετή ρευστότητα για να καλύψει όλες τις απαιτήσεις της, και αντιστρόφως, αν ο λόγος είναι πολύ χαμηλός, η τράπεζα μπορεί να μην κερδίζει όσο θα μπορούσε.

- **Other operating expenses / Net trading income**

Οι μεγαλύτερες δαπάνες θα μειώσουν άμεσα και τα κέρδη.

- **Loans / Assets**

Οι επενδυτές επιθυμούν η τράπεζα να έχει όσο το δυνατό μικρότερο δείκτη συνολικής ικανότητας δανεισμού, που υποδηλώνει ότι δεν είναι βεβαρημένη με δάνεια, και άρα το ρίσκο που παίρνουν όταν την χρηματοδοτούν είναι μικρό.

Το νέο στοιχείο που εισάγουμε στο δείγμα μας είναι οι βαθμοί πιστοληπτικής ικανότητας:

- **Ratings**

Σύστημα αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας τραπεζών. Ο Όκοι αξιολόγησης συμβολίζουν με γράμματα τις αξιολογήσεις τους σε μια κλίμακα από τον περισσότερο έως τον λιγότερο πιστοληπτικά αξιόπιστο. Συχνά μπορεί να προστεθεί ένα σήμα (+) ή (-) προκειμένου να δηλωθούν διαφορές μεταξύ κατάταξης (π.χ. AA+, CCC-). Τα ratings είναι τρόπος μέτρησης της φερεγγυότητας της κάθε τράπεζας και λαμβάνονται σοβαρά υπόψη τόσο από τους επενδυτές όσο και από τους καταθέτες.

5.3. Πηγές Δεδομένων

Το δείγμα που χρησιμοποιήθηκε για το οικονομετρικό μοντέλο αποτελείται από 80 Ευρωπαϊκές τράπεζες για το διάστημα 2000-2015. Τα δεδομένα σχετικά με στοιχεία ισολογισμού ή καταστάσεων αποτελεσμάτων χρήσεως που χρησιμοποιήθηκαν, συλλέχθηκαν από την βάση δεδομένων Bankscore, ενώ οι βαθμοί πιστοληπτικής ικανότητας που έχουν δοθεί συλλέχθηκαν από το Bloomberg και συγκεκριμένα είναι βασισμένα στις αξιολογήσεις του οίκου Standard & Poor's.

5.4. Οικονομετρικό μοντέλο και Αποτελέσματα

Χρησιμοποιήθηκε το οικονομετρικό μοντέλο panel data που αφορούν την χρονική εξέλιξη μεταβλητών από διαφορετικές οικονομικές μονάδες και αναλύθηκε με εκτίμηση time fixed effects (μια παραλειπόμενη μεταβλητή μπορεί να μεταβάλλεται διαχρονικά αλλά όχι διαστρωματικά). Με τα δεδομένα αυτά επειδή προέρχονται από το ίδιο δείγμα σε διαφορετικές χρονικές περιόδους μπορούμε να πάρουμε πιο ακριβής εκτιμήσεις με αποτέλεσμα να κάνουμε καλύτερους στατιστικούς ελέγχους.

Επιπλέον, η εκτίμηση fixed effects συμβάλλει στην αντιμετώπιση του προβλήματος που δημιουργείται όταν έχουμε στη διάθεσή μας δεδομένα που μεταβάλλονται ελάχιστα στον χρόνο, όπως οι βαθμοί πιστοληπτικής ικανότητας που δίνονται από τους οίκους αξιολόγησης.

Οι παλινδρομήσεις για την εξαρτημένη μεταβλητή Return on Assets παρουσιάζουν τα παρακάτω αποτελέσματα:

$$\text{ROA} = -3.17 + 0.040 \text{ Tier1ratio} + 0.05 \text{ d_ratings} + 7.718 (\text{assets/equity})$$

$$(-8.07)^{***} \quad (4.229)^{***} \quad (1.895)^* \quad (14.98)^{***}$$

$$+ 3.2 (\text{loans/assets})$$

$$(4.442)^{***}$$

LSDV R-squared= 0,79

Durbin-Watson= 1,881709

Στην παραπάνω παλινδρόμηση παρατηρείται η επίδραση και σημαντική συσχέτιση της επίδοσης των τραπεζών με τους βαθμούς πιστοληπτικής ικανότητας. Πιο συγκεκριμένα, παρατηρούμε ότι ο όρος d_ratings, που υποδηλώνει την μεταβολή των βαθμών ανά τις χρονικές περιόδους, είναι στατιστικά σημαντικός σε επίπεδο σημαντικότητας 10%. Το αποτέλεσμα αυτό είναι και το αναμενόμενο, καθώς το θετικό πρόσημο υποδηλώνει πως σε μία πιθανή αναβάθμιση της πιστοληπτικής της ικανότητας μίας τράπεζας από έναν οίκο αξιολόγησης πράγματι οδηγούμαστε σε αύξηση της απόδοσης των επενδύσεων, καθώς η ίδια η αναβάθμιση σηματοδοτεί μειωμένο κίνδυνο επενδύσεων, ενισχυμένη φερεγγυότητα της τράπεζας, ασφάλεια, μικρό ίσως κόστος δανεισμού και άλλα στοιχεία που ευνοούν την επίδοση.

Επιπλέον, παρατηρούμε ότι στην απόδοση του ενεργητικού στατιστικά σημαντικές σε επίπεδο σημαντικότητας 1% και με θετική επίσης επίδραση είναι και οι εξής μεταβλητές: tier 1 ratio, ο λόγος ενεργητικού προς ίδια κεφάλαια και ο λόγος δανείων προς ενεργητικό.

Οι παλινδρομήσεις για την εξαρτημένη μεταβλητή Return on Equity παρουσιάζουν τα παρακάτω αποτελέσματα:

$$\text{ROE} = -236.6 + 2,11 \text{ Tier1ratio} + 702.3 (\text{assets/equity})$$

$$(-11.62)^{***} \quad (4.76)^{***} \quad (27.36)^{***}$$

$$+ 169.5 (\text{loans/assets})$$

$$(4.576)^{***}$$

LSDV R-squared= 0,858466

Durbin-Watson =1,493403

Σε αυτή την παλινδρόμηση, ξεκινώντας με επιπλέον μεταβλητές την μεταβολή των βαθμών πιστοληπτικής ικανότητας, τον λόγο τον μη εξυπηρετούμενων δανείων ως προς το σύνολο των δανείων, καθώς και τον λόγο των δανείων προς τις καταθέσεις, καταλήξαμε στο παραπάνω μοντέλο από το οποίο για λόγους στατιστικής σημαντικότητας έχουν εξαιρεθεί οι συγκεκριμένες μεταβλητές. Μία πιθανή εξήγηση που το δείγμα μας δεν υποδηλώνει την συσχέτιση της μεταβολής των ratings με την απόδοση των ιδίων κεφαλαίων είναι πως η τιμή της μετοχής που είναι άρρηκτα συνδεδεμένη με τα ίδια κεφάλαια, δεν επηρεάζεται τόσο από μία πιθανή αναβάθμιση όπως αρχικά υποθέσαμε, όσο από μια πιθανή υποβάθμιση της πιστοληπτικής ικανότητας της εκάστοτε τράπεζας. Ο λογαριασμός «Ίδια Κεφάλαια» περιλαμβάνει τα κεφάλαια που έχουν συνεισφέρει οι μέτοχοι στην εταιρία είτε άμεσα είτε έμμεσα. Τα ίδια κεφάλαια στις περισσότερες των περιπτώσεων περιλαμβάνουν το Μετοχικό Κεφάλαιο, τη διαφορά από έκδοση μετοχών υπέρ το άρτιο, τις διαφορές αναπροσαρμογής, τις επιχορηγήσεις Επενδύσεων, τα αποτελέσματα εις νέο και τα Λοιπά αποθεματικά. Τα κοινά ίδια κεφάλαια (Common equity) είναι εκείνο το τμήμα της συνολικής καθαρής θέσης που ανήκει στους κατόχους των κοινών μετοχών. Τα συνολικά ίδια κεφάλαια (total equity) περιλαμβάνουν και τις προνομιούχες μετοχές.

Παρατηρούμε ότι, όπως και στην παλινδρόμηση για την απόδοση του ενεργητικού στατιστικά σημαντικές σε επίπεδο σημαντικότητας 1% και με θετική επίσης επίδραση είναι και οι εξής μεταβλητές: tier 1 ratio, ο λόγος ενεργητικού προς ίδια κεφάλαια και ο λόγος δανείων προς ενεργητικό.

6.Σύνοψη και προτάσεις

Η αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας μέσω των οίκων αξιολόγησης δίνει στην τράπεζα την δυνατότητα παρουσίασης της οικονομικής της ευρωστίας και της βελτίωσης της θέσης της στην αγορά, την δυνατότητα μεγιστοποίησης της επιρροής της στις οικονομικές συναλλαγές, του εντοπισμού των πιστωτικών αδυναμιών της και της σύγκρισης της φερεγγυότητάς της με άλλους οργανισμούς.

Η σύγχρονη τραπεζική θεωρία παρουσιάζει την τράπεζα σαν μία επιχείρηση πολλαπλών χρηματοπιστωτικών δραστηριοτήτων. Ακριβώς επειδή ο ρόλος των τραπεζών στην σωστή λειτουργία τη οικονομίας είναι καθοριστικός, θα πρέπει να αντιμετωπίζονται αρχικά τα προβλήματα που δημιουργούν η ασύμμετρη πληροφόρηση και οι δυσλειτουργίες της αγοράς.

Όσο αφορά τις ζητηθείσες και μη ζητηθείσες αξιολογήσεις, διαπιστώνουμε ότι ενώ οι οργανισμοί αξιολόγησης επωφελοούνται από το να έχουν την δυνατότητα να εκδίδουν μη ζητηθείσες αξιολογήσεις, ένα τέτοιο σύστημα μπορεί πράγματι να οδηγήσει σε λιγότερο αυστηρά πρότυπα αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας μειώνοντας έτσι και την κοινωνική πρόνοια. Απαραίτητο κρίνεται να

παίρνει θέση η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και όλοι οι εθνικοί και ρυθμιστικοί οργανισμοί, ώστε να είναι εφικτή η ανακάλυψη συστηματικών διαφορών μεταξύ των οίκων και να υπάρχει δυνατότητα διάκρισης μεταξύ των προτύπων αξιολόγησης. Επιπλέον, παρατηρήθηκε ότι μία αναβάθμιση ή υποβάθμιση έχει άμεσο αντίκτυπο στις καθορισμένες αποδόσεις εισοδήματος, γι' αυτό και συνήθως ο οργανισμός πιστοληπτικής ικανότητας τίθεται από τον εκδότη σε έναν κύκλο αξιολογήσεων πριν την αναθεώρηση της πιστοληπτικής ικανότητας. Λόγω της αντίστροφης σχέσης ρευστότητας-κερδοφορίας, χρειάζεται να επισημάνουμε ότι ιδιαίτερης προσοχής κατά την διαδικασία αξιολόγησης χρήζουν τα κίνητρα χειραγώγησης των λογιστικών κερδών από την μεριά των τραπεζών.

Από την εμπειρική μελέτη προκύπτει ότι μία πιθανή αναβάθμιση της πιστοληπτικής της ικανότητας μίας τράπεζας από έναν οίκο αξιολόγησης πράγματι οδηγούμαστε σε αύξηση της απόδοσης των επενδύσεων. Αξίζει να σημειώσουμε ότι η πιθανή εξήγηση που με βάση που ο δείκτης μέτρησης της αποδοτικότητας των ιδίων κεφαλαίων δεν επιβεβαιώνει ότι η επίδοση εξαρτάται σε σημαντικό βαθμό από τον βαθμό πιστοληπτικής ικανότητας, είναι πως μια αναβάθμιση δεν επηρεάζει τόσο την τιμή τη μετοχής, όσο μία υποβάθμιση.

Τέλος θα ήταν ενδιαφέρον να εξεταστεί ο ρόλος των οίκων αξιολόγησης στην χρηματοπιστωτική κρίση και ιδιαίτερα για την περίπτωση των ελληνικών τραπεζών σε σχέση με τις επιδόσεις τους τα τελευταία χρόνια.

Βιβλιογραφία

Άρθρα:

- Antzoulatos A.A. and Karanastasis D., “Market discipline and expected government support of banks”.
- Antzoulatos A.A. and Tsoumas C., December 2014, “Institutions moral hazard and expected government support of banks”, *Journal of Financial Stability*, Vol. 15, pp.161-171
- Ahmed S. A. (1999). “Bank loan loss provisions: a re-examination of capital management, earnings management and signalling effects”, *Journal of Accounting & Economics*, pp. 1 – 25
- Bikker J.A. and Metzmakers P.A.J. (2005). “Bank provisioning behaviour and procyclicality”, *International Financial Markets, Institutions and Money*, pp. 141 – 157
- Bongini P. (2002). “How good is the market at assessing bank fragility? A horse race between different indicators”, *Journal of Banking & Finance*, pp. 1011 – 1028
- Bushman M.R. and Williams D.C. (2012). “Accounting discretion, loan loss provisioning, and discipline of Banks’ risk-taking”, *Journal of Accounting & Economics*, 1 – 18
- Cantor R. and Packer F. “Determinants and Impact of Sovereign Credit Ratings”
- Cantor R. and Packer F. “The Credit Rating Industry”, Summer-Fall 1994, *Quarterly Review*, Federal Reserve Bank of New York, Vol. 19, pp. 1 – 26
- Federal Reserve Bank of New York, 1995. “Sovereign Credit Ratings.” *Current issues in economic and finance* 1, no. 3 (June).
- Fonseca A.R. and Gonzalez F. (2008). “Cross-county determinants of bank income smoothing by managing loan-loss provisions”, *Journal of Banking & Finance*, pp. 217 – 228
- Hand, John, Robert Holthausen, and Richard Leftwich. 1992. “The Effect of Bond Rating Agency Announcements on Bond and Stock Prices.” *JOURNAL OF FINANCE* 47, no. 2: 733-52
- Heba Abou El Sood (2012). “Loan loss provisioning and income smoothing in US banks pre and post the financial crisis”, *International Review of Financial Analysis*, pp. 64 – 72
- Huizinga H. and Laeven L. (2012). “Bank valuation and accounting discretion during a financial crisis”, *Journal of Financial Economics*, pp. 614 – 634
- Jordan D.J. (2011). “Explaining bank market-to-book ratios: Evidence from 2006 to 2009”, *Journal of Banking and Finance*, pp. 2047 – 2055
- Laeven L. and Majnoni G. (2003). “Loan loss provisions and economic slowdowns: too much, too late?”, *Journal of Financial Intermediation*, pp. 178 – 197
- Longstaff, Francis, and Eduardo S. 1994. “A Simple Approach to Valuing Risky Fixed and Floating Rate Debt.” University of California at Los Angeles, Finance Working Paper, November.
- Micu M., Remolona E.M., Wooldridge D.P. “The price impact of rating

announcements evidence from the credit default swap market.” Marian Micu, Eli M Remolona, Philip D Wooldridge
Micu M., Remolona E.M., Wooldridge D.P. The price impact of Rating announcements: what announcement matters?”

- Staikouras P. “A Theoretical and Empirical Review of the EU Regulation on Credit Rating Agencies: In Search of Truth, Not Scapegoats”, Financial Markets, Institutions & Instruments, Vol. 21, No. 2, pp. 71 – 155, May 2012
- Utzig S. “The Financial Crisis and the Regulation of Credit Rating Agencies: A European Banking Perspective “
- Weinstein, M. 1977. “The Effect of a Rating Change Announcement on Bond Price.” JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS 5, no. 3: 329-50.
- White J.L. “The Credit Rating Agencies, Journal of Economic Perspectives, Vol. 24, No. 2, Spring, pp. 211 – 236

Βιβλία:

- Αντζουλάτος Α. Άγγελος, (2011) Κυβερνήσεις, Χρηματαγορές & Μακροοικονομία ,Διπλογραφία, Αθήνα
- Τραπεζική Λογιστική (Γ. Κόντου)

Διαδικτυακές πηγές:

- www.moodys.com
- www.standardandpoors.com

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

Υπόδειγμα 45: Σταθερές επιδράσεις, χρησιμοποιώντας 229 παρατηρήσεις
Συμπεριλήφθηκαν 57 διαστρωματικές μονάδες
Μέγεθος χρονοσειράς: ελάχιστο 1, μέγιστο 5
Εξαρτημένη μεταβλητή: ReturnOnAvgAssetsROAA
Παραλείφθηκε λόγω ακριβούς συγγραμμικότητας: dt_16

	συντελεστής	τυπ. σφάλμα	t-λόγος	p-τιμή	
const	-3,17089	0,392957	-8,069	1,42e-013	***
Tier1ratio	0,0401080	0,00948486	4,229	3,90e-05	***
d_Ratings	0,0501886	0,0264916	1,895	0,0599	*
ASSETSEQUITY	7,71876	0,515407	14,98	1,65e-032	***
LOANSASSETS	3,20095	0,720678	4,442	1,64e-05	***
dt_12	-0,346877	0,0843411	-4,113	6,17e-05	***
dt_13	-0,266684	0,0805689	-3,310	0,0011	***
dt_14	-0,293415	0,0676836	-4,335	2,53e-05	***
dt_15	-0,0592786	0,0669924	-0,8849	0,3775	

Μέσος εξαρτημένης μεταβλητής	0,202856
Τυπική Απόκλιση εξαρτημένης μεταβλητής	0,592385
Άθροισμα Τετραγώνων Καταλοίπων	16,68027
Τυπικό Σφάλμα παλινδρόμησης	0,318918
LSDV R-squared	0,791522
Within R-squared	0,661218
LSDV F(64, 164)	9,728981
P-τιμή(F)	6,55e-32
Λογαριθμική πιθανοφάνεια	-25,00471
Akaike κριτήριο	180,0094
Schwarz κριτήριο	403,2013
Hannan-Quinn	270,0506
rho	-0,196655
Durbin-Watson	1,881709

σημειώσεις σχετικά με τις συντμήσεις των στατιστικών του υποδείγματος, θα βρείτε εδώ

Joint test on named regressors -

Στατιστική ελέγχου: $F(8, 164) = 40,011$

με p -τιμή = $P(F(8, 164) > 40,011) = 8,26308e-035$

Έλεγχος για διαφορετικές σταθερές ανά ομάδα -

Μηδενική υπόθεση: Οι ομάδες έχουν ένα κοινό σταθερό όρο

Στατιστική ελέγχου: $F(56, 164) = 7,538$

με p -τιμή = $P(F(56, 164) > 7,538) = 1,98051e-024$

Υπόδειγμα 50: Σταθερές επιδράσεις, χρησιμοποιώντας 250 παρατηρήσεις
 Συμπεριλήφθηκαν 63 διαστρωματικές μονάδες
 Μέγεθος χρονοσειράς: ελάχιστο 1, μέγιστο 5
 Εξαρτημένη μεταβλητή: ReturnonangequityROAE
 Παραλείφθηκε λόγω ακριβούς συγγραμμικότητας: dt_16

	συντελεστής	τυπ. σφάλμα	t-λόγος	p-τιμή
const	-236,606	20,3691	-11,62	1,23e-023 ***
Tier1ratio	2,10955	0,505121	4,176	4,61e-05 ***
ASSETSEQUITY	702,333	25,6705	27,36	4,92e-066 ***
LOANSASSETS	169,511	37,0414	4,576	8,80e-06 ***
dt_12	-24,8957	4,39974	-5,658	5,92e-08 ***
dt_13	-21,7347	4,15664	-5,229	4,70e-07 ***
dt_14	-15,1418	3,46095	-4,375	2,05e-05 ***
dt_15	-5,25786	3,36798	-1,561	0,1202

Μέσος εξαρτημένης μεταβλητής 1,894620
 Τυπική Απόκλιση εξαρτημένης μεταβλητής 38,77959
 Άθροισμα Τετραγώνων Καταλοίπων 52998,76
 Τυπικό Σφάλμα παλινδρόμησης 17,15918
 LSDV R-squared 0,858466
 Within R-squared 0,819066
 LSDV F(69, 180) 15,82292
 P-τιμή(F) 4,37e-49
 Λογαριθμική πιθανοφάνεια -1024,305
 Akaike κριτήριο 2188,610
 Schwarz κριτήριο 2435,112
 Hannan-Quinn 2287,820
 rho 0,067160
 Durbin-Watson 1,493403

σημειώσεις σχετικά με τις συντμήσεις των στατιστικών του υποδείγματος, θα βρείτε εδώ

Joint test on named regressors -

Στατιστική ελέγχου: $F(7, 180) = 116,405$
 με p -τιμή = $P(F(7, 180) > 116,405) = 2,22718e-063$

Έλεγχος για διαφορετικές σταθερές ανά ομάδα -

Μηδενική υπόθεση: Οι ομάδες έχουν ένα κοινό σταθερό όρο
 Στατιστική ελέγχου: $F(62, 180) = 11,9214$
 με p -τιμή = $P(F(62, 180) > 11,9214) = 4,97652e-039$

Πίνακας Μετατροπής βαθμών πιστοληπτικής ικανότητας από αλφαριθμητικούς σε αριθμητικούς χαρακτήρες:

Ratings	Assigned numerical values
AAA	20
AA+	19
AA	18
AA-	17
A+	16
A	15
A-	14
BBB+	13
BBB	12
BBB-	11
BB+	10
BB	9
BB-	8
B+	7
B	6
B-	5
CCC+	4
CCC	3
CCC-	2
CC	1
D	0