



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ & ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ

**ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗ
«ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ» ΓΙΑ ΣΤΕΛΕΧΗ**

**Διπλωματική Εργασία
« The Credit Rating Industry »**

Π. Κουτσολουκά

**Επιβλέπων Καθηγητής:
Αναπλ. Καθηγητής Α.Αντζουλάτος**

Πειραιάς, Ιούνιος 2003

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΕΙΣΑΓΩΓΗ	1
ΜΕΡΟΣ ΠΡΩΤΟ	
Ο ΤΟΜΕΑΣ ΤΩΝ ΠΙΣΤΟΛΗΠΤΙΚΩΝ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΕΩΝ	
Κεφάλαιο 1: Ιστορική εξέλιξη των Οίκων Αξιολόγησης	5
1.1 Moody's	7
1.2 Standard and Poor's	9
1.3 Fitch IBCA	9
1.4 Dun and Bradstreet	10
Κεφάλαιο 2: Δομή και μορφή των Οίκων Αξιολόγησης σήμερα	16
2.1 Δομή	16
2.2 Διαδικασία αξιολόγησης	20
2.3 Αμοιβές οίκων αξιολόγησης	22
2.4 Προσδιορισμός των εθνικά αναγνωρισμένων οργανισμών αξιολόγησης και στατιστικής (NRSROs)	23
Κεφάλαιο 3: Κατηγορίες αξιολόγησης	25
3.1 Αξιολογήσεις κατά Moody's	26
3.2 Αξιολογήσεις κατά Standard & Poor's	32
3.3 Αξιολογήσεις κατά Fitch IBCA	36
ΜΕΡΟΣ ΔΕΥΤΕΡΟ	
ΕΙΔΙΚΑ ΘΕΜΑΤΑ	
Κεφάλαιο 4: Καθοριστικοί παράγοντες για την αξιολόγηση πιστοληπτικής ικανότητας κρατών	43
4.1 Σχέση μεταξύ αξιολογήσεων και παραγόντων	43
4.2 Σχέση μεταξύ αξιολογήσεων και αποδόσεων	49
Κεφάλαιο 5: Διαφορές στις αξιολογήσεις μεταξύ των οίκων	51
5.1 Εισαγωγή	51
5.2 Διαφορές στις αξιολογήσεις	51
5.3 Εξήγηση	53
5.4 Λόγοι για τρίτη αξιολόγηση	58
5.5 Μεροληψία επιλογής δείγματος και διαφορές αξιολογήσεων	61

5.6 Συμπεράσματα	62
Κεφάλαιο 6: Αξιολογήσεις και Οικονομικοί Κύκλοι	63
6.1 Εισαγωγή	63
6.2 Δεδομένα	63
6.3 Μεθοδολογία	66
6.4 Αποτελέσματα	68
6.5 Συμπεράσματα	73
Κεφάλαιο 7: Αξιολογήσεις κρατών και οικονομικές κρίσεις	74
7.1 Εισαγωγή	74
7.2 Επίδραση των αξιολογήσεων κρατών στην αγορά	75
7.3 Αξιολογήσεις κρατών και διαφορές αποδόσεων	84
7.4 Συμπεράσματα	86
Κεφάλαιο 8: Συμφωνία της Βασιλείας και οίκοι αξιολόγησης	88
8.1 Συνθήκη της Βασιλείας	88
8.1.1 Τυπική μέθοδος-Εξωτερικές αξιολογήσεις	90
8.1.2 Εναλλακτική μέθοδος- Εσωτερικές αξιολογήσεις	93
8.1.3 Υπάρχουσα κατάσταση	94
8.2 Συμπεράσματα	95
ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ	97
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	99

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

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

Τα credit ratings καλύπτουν ένα ευρύ φάσμα εφαρμογών. Η αξιολόγηση μπορεί να αφορά σε χώρες, τράπεζες, ασφαλιστικούς οργανισμούς, εταιρείες του δημόσιου και ιδιωτικού φορέα, όπως επίσης δημοτικούς ή άλλους κρατικούς οργανισμούς. Καλύπτουν επίσης την αξιολόγηση μακροπρόθεσμων ομολόγων (με εκδότες επιχειρήσεις, χώρες και άλλους χρηματοοικονομικούς οργανισμούς), δημοτικών ομολόγων, διασφαλισμένων χρεογράφων, προνομιούχων μετοχών, μεσοπρόθεσμων προγραμμάτων τραπεζογραμματίων (medium note programs), shelf registrations, ιδιωτικών τοποθετήσεων, προγραμμάτων αξιόγραφων εμπορικών συναλλαγών, πιστοποιητικών τραπεζών για καταθέσεις. Πρόσφατα, οι αξιολογήσεις επεκτάθηκαν και σε άλλους τομείς που αφορούν κίνδυνο αντισυμβαλλόμενου που συναντάται σε εταιρείες παραγωγών προϊόντων και άλλων οργανισμών, τις υποχρεώσεις των ασφαλιστικών οργανισμών, τον κίνδυνο απόδοσης των διαχειριστών υποθηκών (performance risk of mortgage servicers).

Η εκτίμηση της πιστοληπτικής ικανότητας διενεργείται από οίκους αξιολόγησης επενδυτικού κινδύνου, οι κυριότεροι από τους οποίους φαίνονται στον Πίνακα 1 (Cantor & Packer, 1994). Ανάμεσά τους ξεχωρίζουν οι οίκοι Moody's, Standard & Poor's και Fitch.

Αξίζει να σημειωθεί ότι υπάρχουν γραφεία αξιολόγησης με πιο εξειδικευμένο πεδίο αξιολογήσεων, όπως για παράδειγμα η Thomson Bankwatch και η IBCA στις ΗΠΑ όπου αξιολογούν αποκλειστικά χρηματοοικονομικούς οργανισμούς και η A.M Best που αξιολογεί ασφαλιστικές εταιρείες.

Πίνακας 1
Κυριότεροι Οίκοι Αξιολόγησης

Ετος έκδοσης της αξιολόγησης	Οίκος πιστοληπτικής αξιολόγησης	Χώρα	Ετος αναγνώρι σης από SEC	Υπάλ. ληλοι	Ιδιοκτησιακό καθεστώς	Πεδίο κύριας αξιολόγησης
1909	Moody's Investors Service (“Moody's”)	ΗΠΑ	1975	674	Dun & Bradstreet	Full service
1922	Fitch Investors Service (“Fitch”)	ΗΠΑ	1975	200+	Ανεξάρτητη	Full service
1923	Standard & Poor's Corporation (S & P”)	ΗΠΑ	1975	700+	Mc Grow-Hill	Full service
1972	Canadian Bond Rating Service (CBRS)	Καναδάς	Μη αναγνωρι σμένη	26	Ανεξάρτητη	Full service (Καναδάς)
1974	Thomson Bankwatch (“Thom”)	ΗΠΑ	1991	40	Thomson Company	Χρηματοοικο νομικοί οργανισμοί
1975	Japanese Bond Rating Institute (JBRI)	Ιαπωνία	Μη αναγνωρι σμένη	91	Japan Economic Journal (Nikkei)	Full service (Ιαπωνία)
1977	Domination Bond Rating Service (DBRS)	Καναδάς	Μη αναγνωρι σμένη	20	Ανεξάρτητη	Full service (Καναδάς)
1978	IBCA Ltd (“IBCA”)	Μ.Βρετα νία	1990	50	Ανεξάρτητη	Χρηματοοικο νομικοί οργανισμοί
1980	Duff & Phelps Credit Rating Co, (“Duff”)	ΗΠΑ	1982	160	Duff & Phelps Corporation	Full service
1985	Japanese Credit Rating Agency (JCRA)	Ιαπωνία	Μη αναγνωρι σμένη	61	Οικονομικοί οργανισμοί	Full service (Ιαπωνία)
1985	Nippon Investor Service Inc. (NIS)	Ιαπωνία	Μη αναγνωρι σμένη	70	Οικονομικοί οργανισμοί	Full service (Ιαπωνία)
1975	Mc Cathy, Crisanti and Maffei (‘MCM’) Δεν υφίσταται πλέον.	ΗΠΑ	1983	Μη διαθέ σιμα στοιχε ία	Εξαγοράσθη κε από Duff & Phelps το 1991.	Full service (ΗΠΑ)

Πηγή: Cantor & Packer (1994)

SEC: Securities and Exchange Commission

Οι οίκοι λοιπόν αξιολόγησης συλλέγουν και αναλύουν ένα πλήθος πληροφοριών οικονομικού περιεχομένου που προέρχονται τόσο από τις αγορές όσο και από τους αξιολογούμενους. Ακολούθως προβαίνουν σε σύνθεση αυτών των πληροφοριών και δημοσιοποιούν τις εκτιμήσεις της φερεγγυότητας χρεογράφων και εκδοτών τους, παρέχοντας έτσι στους επενδυτές έναν ενδεδειγμένο τρόπο αξιολόγησης της πιστωτικής ποιότητας πλήθους επιλογών επενδύσεων. Μια αξιολόγηση λοιπόν, είναι μια δημοσιοποιημένη άποψη της φερεγγυότητας ενός χρεογράφου μέσω ενός εύχρηστου συστήματος βαθμολόγησης. Παράλληλα οι οίκοι αυτοί εκδίδουν σχετικές έρευνες για τις αγορές πιστώσεων, τις τάσεις της βιομηχανίας καθώς και οικονομικά άρθρα γενικού ενδιαφέροντος για το επενδυτικό κοινό (Fitch, 2002).

Οι αξιολογήσεις αυτές χρησιμοποιούνται τόσο από βραχυπρόθεσμους όσο και μακροπρόθεσμους επενδυτές ως κοινό σημείο αναφοράς με σκοπό την κατάταξη διαφόρων αξιόγραφων με βάση το πιστωτικό τους κίνδυνο και τους επιτρέπουν να κάνουν αξιόπιστες συγκρίσεις μεταξύ διαφόρων επενδυτικών ευκαιριών.

Παράλληλα, η αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας μέσω τρίτων- των credit rating agencies- δίνει στον αξιολογούμενο (επιχείρηση, τράπεζα, οικονομικό οργανισμό, χώρα) την δυνατότητα παρουσίασης της οικονομικής του ευρωστίας και της βελτίωσης της θέσης του στην αγορά, την δυνατότητα μεγιστοποίησης της επιρροής του στις οικονομικές συναλλαγές, της σύγκρισης της φερεγγυότητάς του με άλλους οργανισμούς και του εντοπισμού των πιστωτικών αδυναμιών του.

Με άλλα λόγια, οι αξιολογήσεις βοηθούν τόσο τους επενδυτές (δανειστές) όσο και τους αξιολογούμενους (δανειζόμενους) να μειώσουν τον κίνδυνο της ασύμμετρης πληροφόρησης, δίνοντας παράλληλα την δυνατότητα στους μικροεπενδυτές να μειώσουν το υψηλό κόστος έρευνας αγοράς.

Ο θεμελιώδης λοιπόν ρόλος των οίκων αξιολόγησης οδηγεί στο εύλογο ερώτημα: για ποιά λόγο οι μικροεπενδυτές εμπιστεύονται τις αξιολογήσεις; Αποφασιστικό ρόλο στην επιλογή αυτή παίζουν τόσο η τεράστια πείρα σε αξιολόγηση μεγάλου αριθμού ομολόγων, όσο και η μακρόχρονη φήμη των οίκων αυτών.

Αντικείμενο της παρούσας ερευνητικής εργασίας ήταν η εξέταση των οίκων αξιολόγησης. Στόχος ήταν η παρουσίαση τους και η εξέταση του ρόλου τους στις τρέχουσες οικονομικές συνθήκες. Η εργασία διακρίθηκε σε δυο μέρη. Στο πρώτο μέρος καταγράφηκαν γενικά

στοιχεία που αφορούν τους οίκους αξιολόγησης, ενώ στο δεύτερο εξετάστηκαν ειδικά θέματα.

Ειδικότερα, στο πρώτο κεφάλαιο έγινε μια σύντομη ιστορική αναδρομή στην γέννηση των οίκων αξιολόγησης και παρουσιάστηκε για τους κυριότερους από αυτούς - Moody's, Standard & Poor's, Fitch IBCA, Dun & Bradstreet - η ιστορική τους εξέλιξη μέχρι τη σημερινή μορφή τους.

Στο δεύτερο κεφάλαιο καταγράφηκε η σημερινή μορφή και δομή τους με έμφαση στην διαδικασία αξιολόγησης που ακολουθούν, στις αμοιβές που εισπράττουν και τους τομείς και τις χώρες που εξειδικεύεται καθένας από αυτούς.

Στο τρίτο κεφάλαιο, με έμφαση στους τρεις κυριότερους οίκους - Moody's, Standard & Poor's και Fitch IBCA - έγινε παρουσίαση και ανάλυση του πεδίου που καλύπτουν οι αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας, των κλιμάκων που χρησιμοποιούν, ενώ έγινε και σύγκριση μεταξύ των κατηγοριών αξιολόγησης που πραγματοποιούν οι συγκεκριμένοι οίκοι.

Στο τελευταίο (τέταρτο) κεφάλαιο του πρώτου μέρους, έγινε αναφορά στους κυριότερους παράγοντες που λαμβάνονται υπόψη για τον προσδιορισμό της πιστοληπτικής ικανότητας κρατών.

Στο δεύτερο μέρος της παρούσας εργασίας εξετάστηκαν ειδικά θέματα που αφορούν στον ρόλο που διαδραματίζουν οι αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας στο σύγχρονο χρηματοπιστωτικό σύστημα.

Ειδικότερα στο πέμπτο κεφάλαιο παρουσιάστηκαν οι διαφορές που πολλές φορές παρατηρούνται ανάμεσα στους οίκους αξιολόγησης και έγινε προσπάθεια να ερμηνευθεί το φαινόμενο αυτό. Παράλληλα, έγινε ανάλυση των παραγόντων που οδηγούν έναν αξιολογούμενο στη λήψη τρίτης αξιολόγησης.

Στο έκτο κεφάλαιο εξετάστηκε ο ρόλος των αξιολογήσεων πιστοληπτικής ικανότητας κατά τη διάρκεια ενός οικονομικού κύκλου, ενώ στο έβδομο κεφάλαιο αναλύθηκε η βραχυπρόθεσμη επίδραση των ανακοινώσεων αξιολογήσεων στις αγορές και ιδιαίτερα στις αναδύμενες. Παράλληλα, έγινε προσπάθεια προσδιορισμού της αιτιότητας μεταξύ αξιολογήσεων κρατών και διαφορών αποδόσεων.

Στο όγδοο και τελευταίο κεφάλαιο προσδιορίστηκε ο ρόλος των αξιολογήσεων πιστοληπτικής ικανότητας στα πλαίσια του κειμένου της Νέας Συμφωνίας της Βασιλείας.

ΜΕΡΟΣ ΠΡΩΤΟ

Ο ΤΟΜΕΑΣ ΤΩΝ ΠΙΣΤΟΛΗΠΤΙΚΩΝ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΕΩΝ

Κεφάλαιο 1

Ιστορική εξέλιξη των Οίκων Αξιολόγησης

Για περισσότερους από τέσσερις αιώνες οι κεφαλαιαγορές λειτουργούσαν χωρίς την παρουσία οίκων αξιολόγησης. Οι περισσότερες επενδύσεις γίνονταν σε κρατικά ομόλογα καθώς οι επενδυτές θεωρούσαν πως τα κράτη και οι κυβερνήσεις τους ήταν οι πλέον αξιόπιστοι στις συναλλαγές τους. Έτσι τον 18ο αιώνα στην κατηγορία αυτή ανήκαν τα κράτη της Γερμανίας, της Αγγλίας και της Αμερικής.

Η ταχύτατη ανάπτυξη των αγορών με την εμφάνιση νέων χρηματοοικονομικών προϊόντων και η ολοένα και πιο επιτακτική ανάγκη για αξιόπιστες πληροφορίες που αφορούσαν τους δανειζόμενους και τα αξιόγραφα τους, οδήγησαν στην δημιουργία ενός νέου είδους οργανισμού, των γραφείων εμπορικών και οικονομικών πληροφοριών, προαγγέλων των οίκων αξιολόγησης. Έτσι το 1841, ο Lewis Tappan ίδρυσε το πρώτο γραφείο πληροφοριών με έδρα την Ν.Υόρκη. Το γραφείο αυτό μέσω ενός δικτύου αντιπροσώπων συγκέντρωνε πληροφορίες που αφορούσαν στην αξιοπιστία των αμερικανικών επιχειρήσεων και τις πουλούσε στους συνδρομητές του (εισαγωγείς, χονδρέμποροι, βιομήχανοι, τράπεζες, ασφαλιστικές εταιρείες), οι οποίοι από 7000 που αριθμούσαν το 1870, ανήλθαν σε 40.000 το 1880 και μέχρι το 1900 είχαν ξεπεράσει το 1.000.000 επιχειρήσεις. (Sylla, 2001)

Παράλληλα στις ΗΠΑ, κατά την διάρκεια του 19ου αιώνα, δημιουργήθηκε αυξημένη ζήτηση για κεφάλαια προκειμένου να χρηματοδοτηθεί η κατασκευή σιδηροδρόμων. Στις ΗΠΑ, παρά την κυβερνητική βοήθεια, οι σιδηρόδρομοι είχαν την οργάνωση και την δομή μιας επιχείρησης και αντλούσαν κεφάλαια όπως όλες οι ιδιωτικές εταιρείες. Η επέκταση των σιδηροδρόμων σε μη αναπτυγμένες περιοχές δημιούργησε, μετά το 1850, την ανάγκη άμεσης χρηματοδότησής τους. Η λύση στο πρόβλημα αυτό ήταν η ανάπτυξη μιας τεράστιας αγοράς, εγχώριας και διεθνούς, ομολογιακών χρεών των εταιρειών αυτών. (Sylla, 2001)

Η αγορά αυτή αποτέλεσε αμερικανική καινοτομία που αργότερα επεκτάθηκε και στον υπόλοιπο κόσμο. Δεν είναι λοιπόν τυχαίο το γεγονός ότι το 1909, ο John Moody ξεκίνησε

την αξιολόγηση αποκλειστικά των ομολόγων αμερικανικών σιδηροδρόμων, θέτοντας τα θεμέλια μιας διεθνούς βιομηχανίας οίκων αξιολόγησης, ακολουθώντας αργότερα η Poor's Publishing Company το 1916, η Standard Statistics Company το 1922 και η Fitch Publishing Company το 1924.

Στην ανάπτυξη των οίκων αξιολόγησης συνέτειναν και δύο ακόμα λόγοι: πρώτον πολλές εταιρείες κυρίως βιομηχανίες και επιχειρήσεις κοινής οφέλειας αναζητούσαν πρόσβαση στις αγορές ομολόγων και δεύτερον το υψηλό επίπεδο εισοδήματος και ο πλούτος στις ΗΠΑ αύξησε δυναμικά κατά μέσο όρο τον αριθμό των επενδυτών.

Κατά την διάρκεια της δεκαετίας του 20 υπήρξε μια αλματώδης ανάπτυξη της αμερικανικής αγοράς ομολόγων, διεθνούς και εγχώριας. Ήδη από το 1918 οι ΗΠΑ έγιναν το διεθνές οικονομικό κέντρο, μια θέση που κατείχε μέχρι τότε η Αγγλία. Οι επενδυτές λόγω του μεγάλου πλέον αριθμού χρηματοοικονομικών προϊόντων, είχαν ανάγκη τις υπηρεσίες των οίκων αξιολόγησης προκειμένου να διακρίνουν τις επενδυτικές ευκαιρίες. Η φήμη των οίκων εκτοξεύθηκε με αποκορύφωμα την εισαγωγή των αξιολογήσεων, την δεκαετία του 30, στους κανονισμούς των ΗΠΑ. (Sylla, 2001)

Ο ρόλος των οίκων περιορίστηκε στην περίοδο μετά τον Δεύτερο Παγκόσμιο Πόλεμο με δεδομένη την οικονομική σταθερότητα στις ΗΠΑ, (οικονομική ανάπτυξη διακοπτόμενη από μικρής διάρκειας και έντασης υφέσεις). Η μεταπολεμική περίοδος χαρακτηρίζεται από απουσία πτωχεύσεων, σε τέτοιο βαθμό όπου εύκολα θα μπορούσε κανείς να καταλήξει στο συμπέρασμα ότι δεν υφίσταται πρόβλημα ποιότητας. Οι οίκοι αξιολόγησης καθίστανται πλέον δευτερεύουσας σημασίας, περιορίζοντας δραστικά τον αριθμό των απασχολούμενων αναλυτών και βλέποντας τα εισοδήματά τους να συρρικνώνονται. Η κατάσταση όμως αλλάζει, όταν στις αρχές της δεκαετίας του 70 το σύστημα Bretton Woods καταρρέει δίνοντας μια νέα ευκαιρία στους οίκους αξιολόγησης. (Sylla, 2001)

Η δεκαετία του 90 αποτελεί μια ακόμα περίοδο ακμής. Η παγκοσμιοποίηση των αγορών και η απελευθέρωση των ροών κεφαλαίου διεθνώς, αυξάνει τον αριθμό των εν δυνάμει επενδυτών ανά τον κόσμο, ενώ παράλληλα η ανάπτυξη των αγορών Eurodollar και η παρουσία του ΟΠΕΚ φέρνει μια αναδιοργάνωση των παγκόσμιων πηγών κεφαλαίου, όπως ακριβώς συνέβη και την εποχή του πρώτου Παγκοσμίου Πολέμου. Όλο και περισσότερα κράτη και ιδιωτικές επιχειρήσεις από κάθε γωνιά του πλανήτη εμφανίζονται στις αγορές ως εκδότες ομολόγων. Διεθνείς οργανισμοί όπως το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο

αναλαμβάνουν την διατήρηση της οικονομικής σταθερότητας, δημιουργώντας ένα κλίμα εμπιστοσύνης στους επενδυτές.

Είναι λοιπόν σαφές πως η ιστορική εξέλιξη των οίκων αξιολόγησης είναι άρρηκτα συνδεδεμένη με τα οικονομικά δεδομένα κάθε περιόδου. Κάθε ένας όμως οίκος αξιολόγησης έχει την δική του ξεχωριστή πορεία και συμβολή σε αυτή την βιομηχανία αξιολογήσεων με ηγετική μορφή την Moody's.

1.1 Moody's

Η εταιρεία Moody's έχει πάνω από ένα αιώνα ζωής. Ιδρύθηκε το 1900 με την επωνυμία John Moody & Company από τον John Moody (1868-1958). Σκοπός της εταιρείας ήταν η συλλογή πληροφοριών που αφορούσαν την κεφαλαιοποίηση, διαχείριση και οικονομική κατάσταση εταιρειών. Έτσι την ίδια κιόλας χρονιά εξέδωσε το εγχειρίδιο "Moody's Manual of Industrial and Miscellaneous Securities". Το εγχειρίδιο αυτό παρείχε πληροφορίες και στατιστικά στοιχεία για μετοχές και ομόλογα οικονομικών οργανισμών, κυβερνητικών υπηρεσιών, βιομηχανιών, μεταλλείων, επιχειρήσεων κοινής ωφέλειας και εταιρειών τροφίμων. Η κυκλοφορία του εξαπλώθηκε στις ΗΠΑ μέχρι το 1903, αποτελώντας ένα χρήσιμο εργαλείο στα χέρια των επενδυτών.

Με την κρίση της αγοράς μετοχών το 1907, η εταιρεία Moody's μη διαθέτοντας επαρκή κεφάλαια, οδηγήθηκε σε πώληση. Όμως το 1909, επανήλθε στην αγορά προσφέροντας πλέον στους επενδυτές αναλύσεις για τις τιμές των μετοχών και όχι απλή παράθεση πληροφοριών. Προχώρησε λοιπόν στην έκδοση βιβλίου με αναλύσεις για τις σιδηροδρομικές εταιρείες για τα κυκλοφορούντα χρεόγραφα τους, καταγράφοντας παράλληλα συμπεράσματα και αξιολογήσεις για τη σχετική ποιότητα επένδυσης σε αυτά τα χρεόγραφα. Η αξιολόγηση αυτή εκφράσθηκε χρησιμοποιώντας ως σύμβολα γράμματα, η χρήση των οποίων υιοθετήθηκε από το εμπορικό και πιστοληπτικό σύστημα που χρησιμοποιούσαν οι εταιρίες παροχής πληροφοριών πίστωσης (credit-reporting firms) από τα τέλη του 19^{ου} αιώνα. Η Moody's λοιπόν με την ανάλυση μετοχών και ομολόγων των Αμερικανικών Σιδηροδρόμων, έγινε η πρώτη εταιρεία αξιολόγησης χρεογράφων της αγοράς.

Το 1909 η εταιρεία προχώρησε στην έκδοση ενός ακόμα εγχειριδίου με το τίτλο «Moody's Analysis of Railroad Investments» σημειώνοντας μεγάλη επιτυχία. Το εγχειρίδιο αυτό περιέγραφε αναλυτικά τις αρχές που χρησιμοποίησε η Moody's για να προσδιορίσει την

λειτουργία μιας σιδηροδρομικής εταιρείας, την διαχείρισή της και την οικονομική της κατάσταση. Το 1913 διεύρυνε τη βάση των εταιρειών που αξιολογούσε, επεκτείνοντας την ανάλυσή της σε βιομηχανικές εταιρείες και εταιρείες κοινής ωφέλειας. Έτσι με το χρόνο οι αξιολογήσεις της έγιναν σημαντικός παράγοντας στην αγορά ομολόγων. Την πρώτη Ιουλίου 1914 δημιουργείται η Moody's Investors Service. Την ίδια χρονιά, η εταιρεία ξεκινά την αξιολόγηση ομολόγων που εκδίδουν αμερικανικές πόλεις και δημοτικές αρχές. Το 1924, οι αξιολογήσεις της Moody's καλύπτουν σχεδόν το 100% της αμερικανικής αγοράς ομολόγων.

Αξίζει να επισημανθεί ότι από την πρώτη κιόλας μέρα λειτουργίας της, η εταιρεία Moody's παρείχε στους επενδυτές αξιόπιστες αξιολογήσεις με σκοπό την ορθότερη διαχείριση του πιστωτικού κινδύνου. Με άλλα λόγια οι αξιολογήσεις αυτές βασίζονταν σε δημοσιευμένες πληροφορίες και δεν πραγματοποιούνταν κατόπιν αίτησης των εκδοτών χρεογράφων.

Η Moody's συνέχισε την έκδοση αξιολογήσεων και την παρακολούθηση των αγορών κατά την διάρκεια της Μεγάλης Ύφεσης (Great Depression) όπου τα ποσοστά αθέτησης υποχρέωσης ομολόγων είχαν εκτοξευθεί στα ύψη. Το 1962 η Dun & Bradstreet εξαγοράζει την Moody's Investors Service. Έτσι δύο στενά συνδεδεμένοι τομείς, αυτοί της ανάλυσης πληροφοριών και της αξιολόγησης ομολόγων βρίσκονται κάτω από την ίδια εταιρική στέγη, αν και μέχρι σήμερα λειτουργούν σαν ανεξάρτητοι οργανισμοί. Την δεκαετία του 70 η εταιρεία επεκτάθηκε στις αγορές των βραχυπρόθεσμων αξιόγραφων εμπορικών συναλλαγών (commercial paper market) και στις τραπεζικές καταθέσεις. Την ίδια επίσης δεκαετία, οι κυριότεροι οίκοι αξιολόγησης, συμπεριλαμβανομένης και της Moody's, καθιέρωσαν την καταβολή αμοιβής για τις υπηρεσίες που παρείχαν τόσο στους εκδότες χρεογράφων όσο και στους επενδυτές. Η λογική αυτής της αλλαγής βασίστηκε στο γεγονός ότι η αξία μιας αντικειμενικής αξιολόγησης ήταν σημαντική για τους εκδότες χρεογράφων καθώς τους παρείχαν πρόσβαση στην αγορά. Επίσης με δεδομένο το αυξανόμενο πεδίο αξιολόγησης και την πολυπλοκότητα των κεφαλαιαγορών, η απαίτηση των οίκων αυτών για εξειδικευμένο προσωπικό ήταν αυξημένη και οι αμοιβές τους δεν θα μπορούσαν να καλυφθούν μόνο από τα κέρδη των δημοσιεύσεων.

1.2 Standard and Poor's

Η εταιρεία Standard and Poor's διαθέτει ιστορία περισσότερη των εκατό σαράντα ετών. Το 1860 ο Henry Varnum Poor εξέδωσε το εγχειρίδιο "History of Railroads and Canals of the United States" θέτοντας τα θεμέλια της βιομηχανίας πληροφοριών, σε μια εποχή που η Ευρώπη αναζητούσε να μάθει περισσότερα για τις μετοχές της στην πρόσφατα διαμορφωμένη υποδομή της Αμερικής.

Το 1906 ιδρύθηκε η εταιρεία Standard Statistics Bureau με κύριο σκοπό την παροχή οικονομικών στοιχείων παρελθόντων ετών που δεν ήταν διαθέσιμα και αφορούσαν αποκλειστικά αμερικανικές εταιρείες. Το 1916 η Poor's Publishing Company ξεκίνησε τον προσδιορισμό και την δημοσιοποίηση αξιολογήσεων χρεών (debt ratings) εταιρικών ομολόγων, ενώ λίγο καιρό αργότερα ακολούθησαν οι αξιολογήσεις χρεών κρατών (sovereign debt ratings). Το 1940 οι αξιολογήσεις επεκτάθηκαν και στα δημοτικά ομόλογα (municipal bond ratings).

Το 1941 αποτέλεσε χρονιά ορόσημο, καθώς οι εταιρείες Poor's Publishing Company και Standard Statistics Bureau συγχωνεύθηκαν δημιουργώντας την εταιρεία Standard and Poor's. Το 1966 η Standard and Poor's περνά στην ιδιοκτησία του εκδοτικού οίκου Mac Graw- Hill.

1.3 Fitch IBCA

Η Fitch Ratings έχει τις ρίζες της στην Fitch Publishing Company η οποία ιδρύθηκε το 1913. Στην δεκαετία του 20, η Fitch εισήγαγε την γνωστή σήμερα κλίμακα αξιολόγησης AAA-D. Υπήρξε ένας από τους τρεις οίκους αξιολόγησης (μαζί με την Standard and Poor's και την Moody's) που αναγνωρίστηκε το 1975 από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (Securities and Exchanges Commission SEC) ως εθνικά αναγνωρισμένος οργανισμός στατιστικής και αξιολόγησης (NRSRO National Recognized Statistical Rating Organization).

Από το 1989 με την αναδιοργάνωση κεφαλαίων και την αλλαγή της διαχειριστικής ομάδας, η Fitch γνωρίζει αλματώδη ανάπτυξη. Στην δεκαετία του 90 επεκτείνεται στην περιοχή των structured finance, παρέχοντας στους επενδυτές πρωτογενή έρευνα (original research), πλήρεις ερμηνείες πολύπλοκων πιστώσεων και αυστηρότερη παρακολούθηση.

Το 1997 η Fitch συγχωνεύθηκε με την IBCA Limited, εταιρεία αξιολόγησης με έδρα το Λονδίνο, αυξάνοντας σημαντικά την παρουσία της διεθνώς στην αξιολόγηση των τραπεζών, των κρατών και των οικονομικών οργανισμών. Μέσω της συγχώνευσης με την IBCA, η Fitch περιήλθε στην ιδιοκτησία της γαλλικής εταιρείας συμμετοχών Fimalac SA, η οποία είχε από το 1992 εξαγοράσει την IBCA Limited. Η συγχώνευση της Fitch με την IBCA Limited ήταν το πρώτο βήμα για την δημιουργία ενός εναλλακτικού παγκόσμιου οίκου αξιολόγησης.

Τον Απρίλιο του 2000 εξαγόρασε την Duff and Phelps Credit Rating Co, με έδρα το Σικάγο. Λίγους μήνες αργότερα, τον Οκτώβριο του 2000, η Fitch ολοκλήρωσε την εξαγορά της Thomson BankWatch, εταιρεία αξιολόγησης τραπεζών. Αυτές οι εξαγορές ενίσχυσαν την Fitch στους τομείς των ασφαλειών, εταιρειών, structured finance, προσθέτοντας παράλληλα ένα σημαντικό αριθμό γραφείων και συνδεδεμένων εταιρειών παγκοσμίως.

1.4 Dun and Bradstreet

Η Dun and Bradstreet έχει μακράιωνη ιστορία, η οποία ξεκινά στις 20 Ιουλίου του 1841, όταν ο Lewis Tappan ίδρυσε την εταιρεία με την επωνυμία “The Mercantile Agency”.

Το 1847 ο Benjamin Douglass έγινε εταίρος του “The Mercantile Agency”, η οποία επεκτάθηκε με την δημιουργία νέων τοπικών γραφείων και την πρόσληψη εξειδικευμένων υπαλλήλων που εργάζονταν ως reporters και αναλυτές πληροφοριών. Αξίζει να σημειωθεί ότι ανάμεσα στους reporters ήταν και τέσσερις μετέπειτα πρόεδροι των ΗΠΑ: Abraham Lincoln, Ulysses S. Grant, Glover Cleveland και William McKinley.

Το 1859 η επωνυμία της “The Mercantile Agency άλλαξε και μετατράπηκε σε R.G. Dun And Company, υπό την ηγεσία του Robert Graham Dun.

Παράλληλα το 1849, ο John M. Bradstreet ίδρυσε την «John M. Bradstreet Company» εταιρεία παροχής πληροφοριών με έδρα το Cincinnati στο Οχάιο. Δύο χρόνια αργότερα η ίδια εταιρεία εξέδωσε το πρώτο βιβλίο αξιολόγησης εταιρειών (commercial ratings).

Η είσοδος του 20^{ου} αιώνα και η οικονομική ύφεση στις ΗΠΑ δεν άφησαν ανεπηρέαστες τις δύο εταιρείες. Έτσι το 1933 η «R.G. Dun And Company» και η «John M. Bradstreet Company» συγχωνεύθηκαν δημιουργώντας την «Dun and Bradstreet».

Μετά τον δεύτερο παγκόσμιο πόλεμο η «Dun and Bradstreet» γνώρισε αλματώδη αύξηση. Το 1963 εισήγαγε το Data Universal Numbering System, με την χρήση του D &B D-U-N-S ® Number.

Σκοπός του συστήματος αυτού ήταν ο προσδιορισμός και η αξιολόγηση μιας εταιρείας από μια βάση δεδομένων με την βοήθεια ενός αριθμού. Ο αριθμός αυτός (D &B D-U-N-S ® Number) αποτελεί σήμερα σημαντικό στοιχείο προσδιορισμού και αναγνώρισης επιχειρήσεων για τις ΗΠΑ, την Ευρωπαϊκή Ένωση και την αμερικανική κυβέρνηση.

Την δεκαετία του 70 η «Dun and Bradstreet» εγκατέστησε το σύστημα AOS (Advanced Office System), το οποίο είναι πλήρως αυτοματοποιημένο με χρήση Η/Υ. Η χρήση του συστήματος αυτού δίνει την δυνατότητα ανάλυσης δεδομένων σε διάφορες κατηγορίες και την άμεση παροχή οικονομικών πληροφοριών.

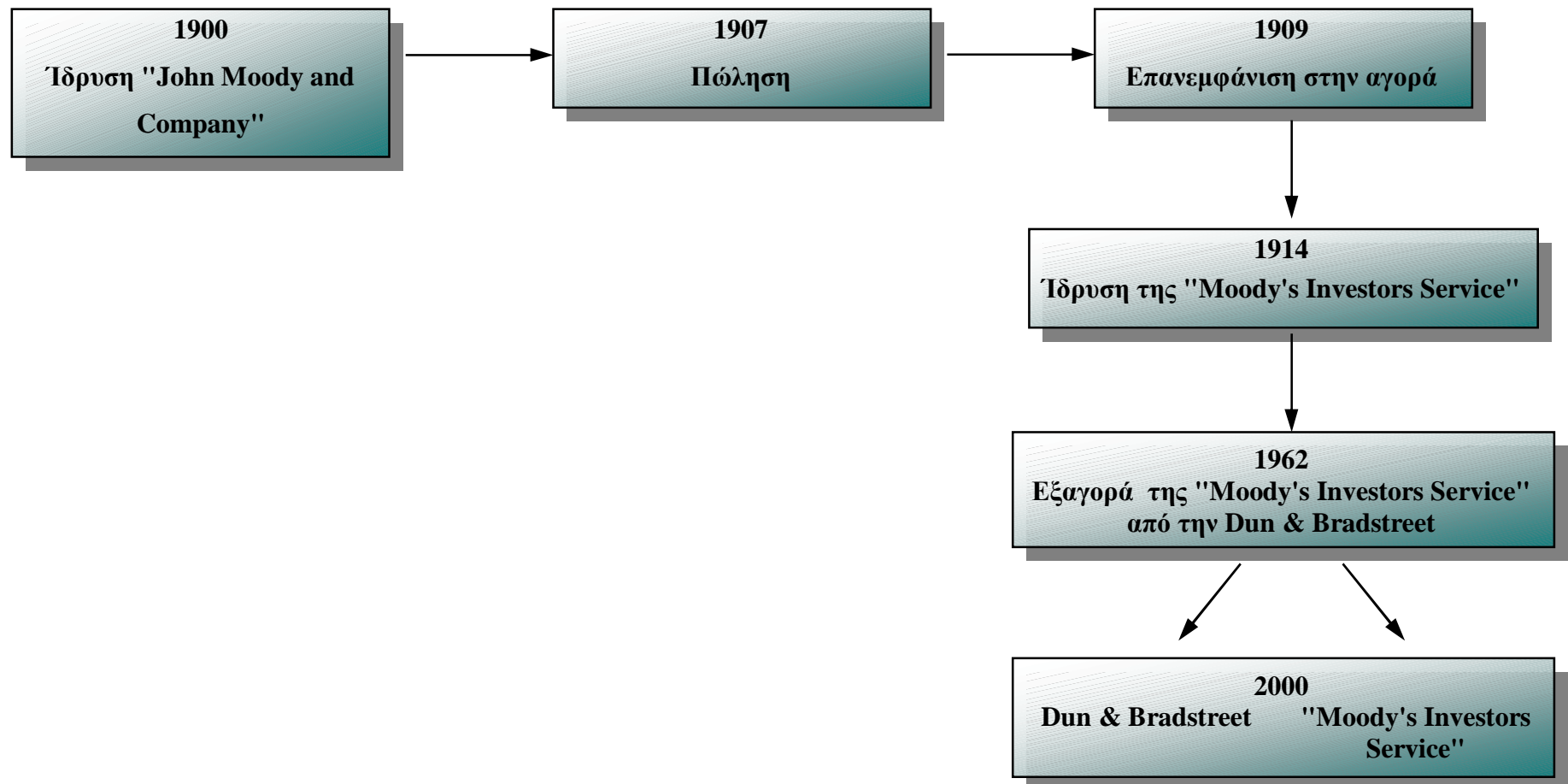
Την δεκαετία του 90 η «Dun and Bradstreet» υφίσταται μια γενικότερη αναδιοργάνωση με σκοπό την δημιουργία μιας μικρότερης ευέλικτης και αυστηρά προσδιοριζόμενης εταιρείας. Στο πλαίσιο αυτό οι AC Nielsen, Cognizant, Reubeu H. Donnelley και Moody's Corporation έγιναν spin off εταιρείες, έτσι ώστε η κάθε μια να ακολουθήσει συγκεκριμένες στρατηγικές για την επίτευξη των εξειδικευμένων επιχειρηματικών στόχων τους.

Τον Οκτώβριο του 2000, η «Dun and Bradstreet» προώθησε ένα νέο επιχειρηματικό σχέδιο το οποίο ονομάστηκε the Blueprint for Growth. Σκοπός του σχεδίου είναι η χάραξη στρατηγικής για την δημιουργία μιας εταιρείας growth.

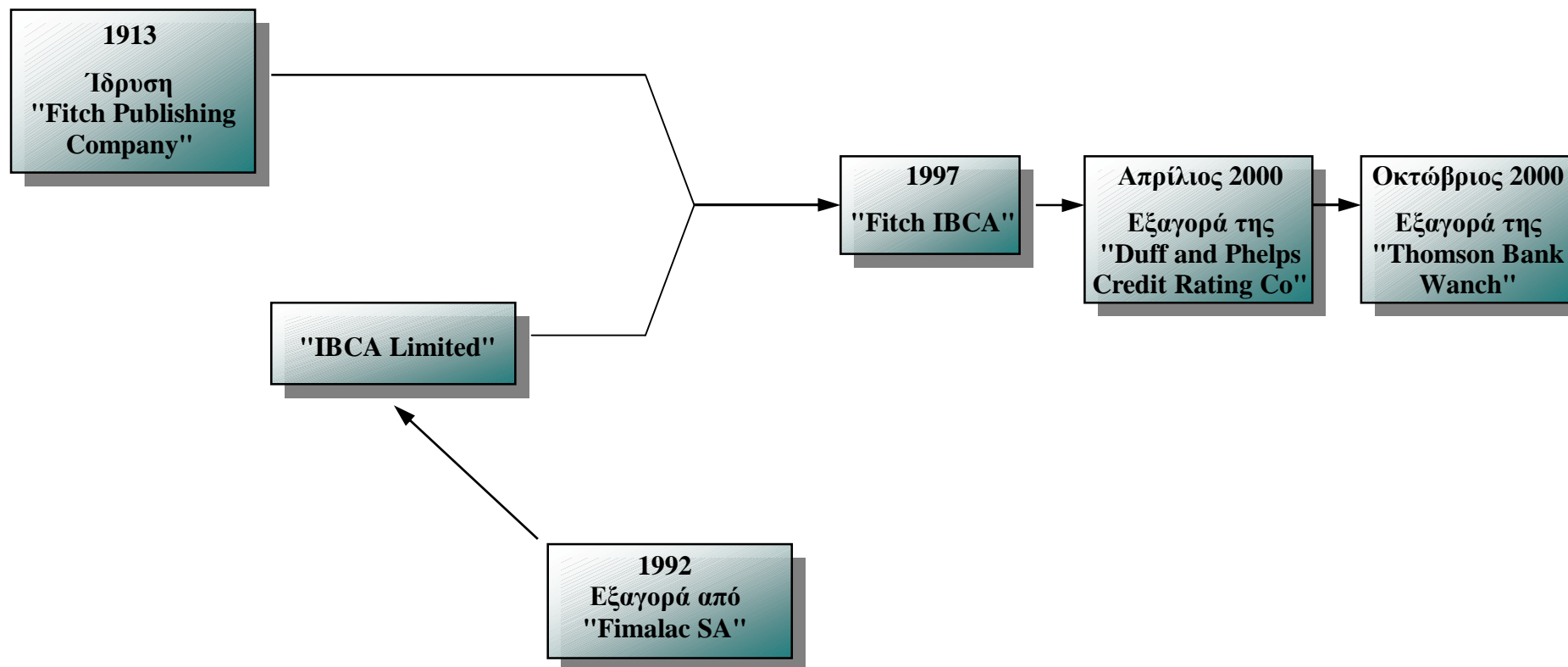
Σήμερα η «Dun and Bradstreet» απασχολεί περισσότερους από εννέα χιλιάδες εργαζόμενους, καλύπτοντας πληροφορίες για περισσότερες από διακόσιες σαράντα χώρες παγκοσμίως και εκατό ογδόντα ένα νομίσματα.

Ακολουθεί διαγραμματικά η ιστορία των κυριότερων οίκων αξιολόγησης:

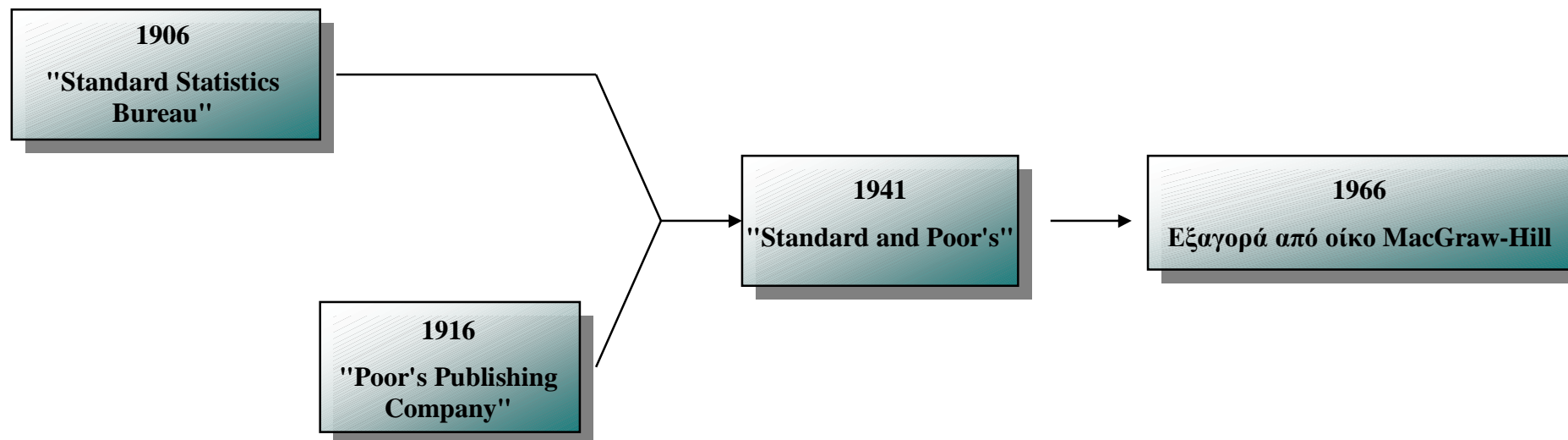
"Moody's"



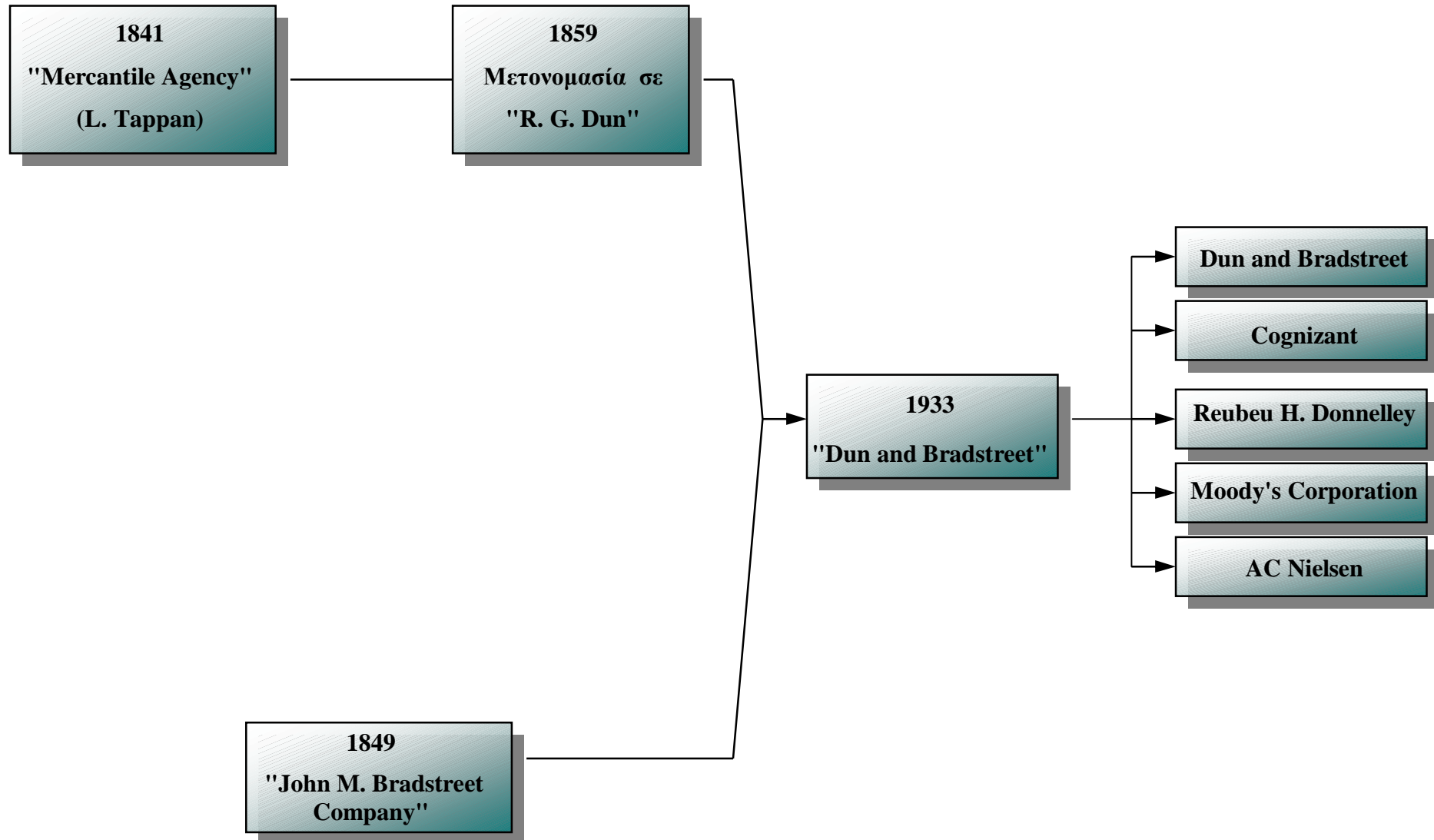
"Fitch IBCA"



"Standard and Poor's"



"Dun and Bradstreet"



Κεφάλαιο 2

Δομή και μορφή των Οίκων Αξιολόγησης σήμερα.

2.1 Δομή

Όταν ο πρώτος οίκος αξιολόγησης έκανε την εμφάνισή του στις αρχές του 20^{ου} αιώνα στις Η.Π.Α, κανείς δεν μπορούσε να προβλέψει πως οι ανεξάρτητοι αυτοί οίκοι θα εξελίσσονταν σε ένα αναπόσπαστο κομμάτι των κεφαλαιαγορών και των αγορών ομολόγων. Ωστόσο από τότε μέχρι σήμερα, ο αριθμός και η μορφή των οίκων έχει μεταβληθεί.

Στις Η.Π.Α σήμερα υπάρχουν τρεις κύριοι οίκοι αξιολόγησης ομολόγων: Η Moody's, η Standard & Poor's και η Fitch. Η Moody's, πρόσφατα λειτουργούσα ως spin off εταιρεία της Dun & Bradstreet εξειδικεύεται σε δραστηριότητες αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας, έρευνας και ανάλυσης κινδύνου. Απασχολεί περισσότερους από οκτακόσιους αναλυτές, διαθέτει περισσότερους από χίλιους επτακόσιους συνεργάτες σε όλο τον κόσμο και διατηρεί γραφεία σε δεκαεπτά χώρες παρέχοντας αξιολογήσεις και πληροφορίες για κυβερνητικούς και εμπορικούς οργανισμούς για εκατό χώρες. Έχει επεκταθεί στις αναπτυσσόμενες αγορές με την δημιουργία κοινοπραξιών με τοπικούς οίκους αξιολόγησης ή με την ίδρυση θυγατρικών εταιρειών σε Κορέα, Ινδία, Κίνα, Χιλή, Αργεντινή, Τσεχία, Ρωσία. Η Moody's παρέχει αξιολόγηση και ανάλυση για πάνω από 30τρις \$ χρέη σε εκδόσεις, καλύπτοντας 4.300 εταιρικές σχέσεις, 100 χώρες, 85.000 εταιρικά και κυβερνητικά χρεόγραφα και 73000 δημοσιονομικές υποχρεώσεις (public finance obligations). Τα ετήσια έσοδά της για το έτος 2000 ανέρχονται σε \$ 602.000.000 όπου 70% προέρχεται από την αγορά των Η.Π.Α και 90% από την αξιολόγηση ομολόγων. Τα καθαρά κέρδη μετά φόρων ανέρχονται σε \$ 158.000.000 για το έτος 2000, ενώ τα στοιχεία του ενεργητικού της ανέρχονται σε \$ 300.000.000. (White, 2001)

Στους πελάτες της περιλαμβάνονται επενδυτές, καταθέτες, πιστωτές, τράπεζες επενδύσεων, εμπορικές τράπεζες, διάφοροι οικονομικοί διαμεσολαβητές και ένας μεγάλος αριθμός εμπορικών και κυβερνητικών εκδοτών χρεογράφων.

Οι αξιολογήσεις αυτές δημοσιοποιούνται σε πλήθος ηλεκτρονικών και έντυπων μέσων ενημέρωσης, περιλαμβάνοντας real-time συστήματα που χρησιμοποιούνται ευρέως από επενδυτές και χρηματιστές.

Επιπλέον των υπηρεσιών αξιολόγησης, η Moody's εκδίδει έρευνες πίστωσης που αφορούν περισσότερους από 2.800 οργανισμούς παγκοσμίως. Οι εκδόσεις αυτές απευθύνονται σε επενδυτές και περιλαμβάνουν έρευνα σε βάθος των κυριότερων εκδοτών χρεογράφων, μελέτες βιομηχανιών, ειδικά σχόλια και οδηγούς που αφορούν πιστωτικό κίνδυνο.

Η Standard & Poor's, ιδιοκτησίας του εκδοτικού οίκου Mc Graw Hill, διαθέτει στους πελάτες της ένα ευρύτερο πεδίο υπηρεσιών στον τομέα της οικονομίας. Απασχολεί περισσότερα από πέντε χιλιάδες άτομα εκ των οποίων χίλια διακόσια πενήντα είναι αναλυτές και επεκτείνεται σε δεκαοκτώ χώρες του κόσμου με περισσότερα από σαράντα γραφεία. Η Standard & Poor's παρέχει αξιολόγηση και αναλύσεις για πάνω από 11 τρις \$ χρέη σε εκδόσεις, καλύπτοντας περισσότερους από 38.000 εκδότες (εταιρείες, κυβερνήσεις, δημοτικές αρχές και χρηματοοικονομικούς οργανισμούς) και περισσότερες από 98.000 εκδόσεις και 86 χώρες. (White, 2001)

Η Fitch, ιδιοκτησία της γαλλικής εταιρείας FIMALAC, απασχολεί περίπου χίλιους διακόσιους εργαζόμενους, εκ των οποίων επτακόσιοι είναι αναλυτές, σε περισσότερα από σαράντα παραρτήματα παγκοσμίως. Αξιολογεί περίπου δύο χιλιάδες τριακόσιες τράπεζες και οικονομικούς οργανισμούς, χίλιες εταιρείες, εβδομήντα κράτη, και είκοσι έξι χιλιάδες μετοχές στις ΗΠΑ. Επιπροσθέτως καλύπτει επτά χιλιάδες εκδόσεις structured finance, τομέας που παραδοσιακά εξειδικεύεται η εταιρεία. Τα ετήσια έσοδά της για το έτος 2000 ανέρχονται σε \$ 260.000.000.

Επιπρόσθετα των τριών αυτών οίκων, στις Η.Π.Α υπάρχουν μικρότερες και πιο εξειδικευμένες εταιρείες. Η A.M Best εξειδικεύεται σε ασφαλιστικές εταιρείες και την ικανότητά τους να εκπληρώνουν τόσο τις ασφαλιστικές τους υποχρεώσεις, όσο και τις οικονομικές τους. Η Lacle Financial εστιάζεται στον τομέα των τραπεζών, θεματοφυλάκων και εταιρειών εγγυήσεων τίτλων. Η KMV (θυγατρική της Moody's) παρέχει εκτιμήσεις σε τράπεζες, ασφαλιστικές εταιρείες και άλλους πιστωτικούς οργανισμούς στην Βόρεια Αμερική, Ευρώπη και παράλια του Ειρηνικού Ωκεανού, για την πιθανότητα πτώχευσης δανειζόμενων εταιρειών. Τέλος, η Egan- Jones Rating Company παρέχει αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας και αναλύσεις για αμερικανικά εταιρικά ομόλογα. (White, 2001)

Στον Πίνακα 2.1 που ακολουθεί φαίνονται συνοπτικά τα κυριότερα χαρακτηριστικά των τριών μεγαλύτερων οίκων αξιολόγησης.

Πίνακας 2.1

Κυριότερα χαρακτηριστικά των τριών μεγαλύτερων οίκων αξιολόγησης

	Moody's ¹	Standard & Poor's ²	Fitch IBCA ³
Οικονομικά στοιχεία (2000)	Ετήσια έσοδα: \$602.000.000		Ετήσια έσοδα: \$ 260.000.000
	Καθαρά κέρδη μετά φόρων: \$ 158.000.000		
	Αξία στοιχείων ενεργητικού: \$ 300.000.000		
Απασχολούμενοι	\$ 1800 αναλυτές \$ 1700 συνεργάτες σε όλο τον κόσμο \$ γραφεία σε 17 χώρες	\$ 5000 εργαζόμενοι \$ 1250 αναλυτές \$ γραφεία σε 18 χώρες	\$ 1200 εργαζόμενοι \$ 700 αναλυτές \$ 40 παραρτήματα ανά τον κόσμο
Πεδίο κάλυψης	\$ \$30 τρις χρέη σε εκδόσεις \$ 4300 εταιρικές σχέσεις \$ 85000 εταιρικά και κυβερνητικά χρεόγραφα \$ 73000 δημοσιονομικές υποχρεώσεις \$ 100 χώρες	\$ \$11 τρις χρέη σε εκδόσεις \$ 38000 εκδότες \$ 98000 εκδόσεις \$ 86 χώρες	\$ 2300 τράπεζες και οικονομικούς οργανισμούς \$ 1000 εταιρείες \$ 26000 μετοχές ΗΠΑ \$ 7000 εκδόσεις structured finance \$ 70 χώρες

Πηγές: 1.Fridson (1999), Moody' s website
2.Fridson (1999), Standard & Poor' s (1999) και προσωπικό Standard & Poor's
3.Fitch website

Επεξεργασία: Lawrence J. White "The credit rating industry: An industrial Organization Analysis" (2001)

Όπως προκύπτει από τον Πίνακα 2.1, οι τρεις αμερικανικοί οίκοι έχουν μια σημαντική παρουσία εκτός των Η.Π.Α, με την ανάπτυξη δικτύου παραρτημάτων παγκοσμίως. Σύμφωνα με τα στοιχεία της Διεθνούς Τράπεζας Διακανονισμών (BIS) για το έτος 2000, προκύπτει ότι η Moody's και η Standard & Poor's παρέχουν ευρεία κάλυψη αξιολογήσεων στην Ευρώπη. Η Moody's κυριαρχεί στην Ασία σε αντίθεση με την Λατινική Αμερική όπου η Standard & Poor's διαθέτει περισσότερους πελάτες. (White, 2001)

Εκτός από τους κύριους αυτούς οίκους και τα ανά τον κόσμο παραρτήματά τους, υπάρχουν τουλάχιστον 35-40 γραφεία αξιολόγησης σε λειτουργία σε χώρες εκτός των Η.Π.Α. Σύμφωνα με την έρευνα της BIS (2000), οι χώρες όπου τα καταγεγραμμένα γραφεία αξιολόγησης έχουν τα κεντρικά τους γραφεία δίνονται στον Πίνακα 2.2.

Πίνακας 2.2

**Χώρες όπου βρίσκονται τα κεντρικά γραφεία οίκων αξιολόγησης (εκτός ΗΠΑ) και αριθμός γραφείων αξιολόγησης (Οκτώβριος, 2000)
(εκτός των παραρτημάτων των Moody's, Standard & Poor's, Fitch IBCA)**

Χώρες	Αριθμός γραφείων αξιολόγησης
Αργεντινή	1
Μπαγκλαντές	1
Βραζιλία	1
Καναδάς	1
Χιλή	2
Κίνα	2
Κολομβία	1
Κύπρος	1
Αίγυπτος	1
Γαλλία	1
Γερμανία	2
Ινδία	3
Ινδονησία	1
Ιταλία	1
Ισραήλ	1
Ιαπωνία	3
Κορέα	3
Μαλαισία	1
Πακιστάν	2
Περού	1
Ρωσσία	1
Νότια Αφρική	1
Σουηδία	2
Ταϊβάν	1
Τυνησία	1
Βενεζουέλα	1

Πηγές: BIS (2000), websites γραφείων αξιολόγησης.

Επεξεργασία: Lawrence J. White "The credit rating industry: An industrial Organization Analysis" (2001)

Ορισμένα από τα γραφεία αυτά περιορίζουν την δραστηριότητά τους σε εθνικό επίπεδο, ενώ άλλες έχουν ευρύτερη παρουσία στις διεθνείς αγορές.

2.2 Διαδικασία αξιολόγησης

Η διαδικασία αξιολόγησης για έναν εκδότη και τα χρεόγραφα του αποτελείται ουσιαστικά από μια αρχική αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας (η χρονική στιγμή που γίνεται η αξιολόγηση αυτή εξαρτάται τυπικά από τον εκδότη) και τις μεταγενέστερες αναθεωρήσεις της και αλλαγές (οι οποίες πραγματοποιούνται αυτόκλητα από τους οίκους). Αν και υπάρχουν ορισμένες διαφορές ανάμεσα στους οίκους, η διαδικασία που ακολουθούν οι δύο μεγαλύτεροι από αυτούς – Moody's και Standard & Poor's- είναι η πλέον αντιπροσωπευτική. Η αρχική αξιολόγηση ξεκινά με τις συναντήσεις μεταξύ του προσωπικού του οίκου και των διευθυντικών στελεχών (αν πρόκειται για εταιρεία) ή κυβερνητικών αξιωματούχων (αν πρόκειται για κράτος ή κυβερνητική οντότητα). Σκοπός αυτών των συναντήσεων είναι η συλλογή πληροφοριών (δημοσιευμένων ή όχι) απαραίτητων για την εκτίμηση της αξιοπιστίας του αξιολογούμενου, όπως επίσης η κατανόηση της πολιτικής που σκοπεύει να ακολουθήσει η εταιρεία ή η κυβέρνηση. (IMF, 1999)

Η διαδικασία αξιολόγησης μπορεί να είναι εκτεταμένη, χρονοβόρα και να απαιτεί αρκετό όγκο εργασίας τόσο από την πλευρά του αξιολογούμενου όσο και από την πλευρά του αξιολογητή. Συνήθως οι αναλυτές που έχουν επεξεργασθεί τα απαραίτητα στοιχεία παρουσιάζουν την έκθεσή τους σε επιτροπή, η οποία ύστερα από συζήτηση ψηφίζει προκειμένου να κατατάξει τον αξιολογούμενο σε μια κατηγορία. Η αξιολόγηση συνοδεύεται από επεξηγηματική ανάλυση και κοινοποιείται πρώτα στον αξιολογούμενο, ο οποίος έχει ένα μικρό χρονικό διάστημα (τυπικά μία εβδομάδα) όπου μπορεί να συζητήσει διάφορα εκκρεμή γεγονότα που ενδεχομένως επηρεάζουν την αξιολόγηση και ύστερα δίνεται στην δημοσιότητα. Ο αξιολογούμενος συχνά έχει την δυνατότητα να εφεσιβάλει την αξιολόγηση αν δεν παραμείνει ικανοποιημένος. Γενικά όμως η δομή της διαδικασίας αξιολόγησης δίνει την δυνατότητα στον αξιολογούμενο να παρουσιάσει τα καλύτερα δυνατά στοιχεία. (Cantor & Packer, 1994)

Ακολουθώντας την αρχική αξιολόγηση, οι οίκοι συνεχίζουν να παρακολουθούν την οικονομική κατάσταση του αξιολογούμενου, καταγράφοντας κάθε πραγματοποιούμενη αλλαγή. Οι αναλυτές συνεκτιμώντας τις αλλαγές αυτές μπορεί να καταλήξουν στην

αναθεώρηση της αρχικής αξιολόγησης. Συνήθως οι οίκοι ανακοινώνουν την επικείμενη αναθεώρηση. Η Moody's για παράδειγμα συνοδεύει την «υπό αναθεώρηση» αξιολόγηση με την ένδειξη “under review”, ενώ η Standard & Poor's θέτει τον αξιολογούμενο υπό ‘creditwatch’. Επισημαίνεται ότι οι οίκοι αξιολόγησης καθορίζουν τόσο τον χρονικό ορίζοντα αναθεώρησης, ο οποίος κυμαίνεται μεταξύ 6 και 24 μηνών, όσο και την κατεύθυνση της αλλαγής της αξιολόγησης, που μπορεί να είναι θετική (αύξηση βαθμού πιστοληπτικής ικανότητας), σταθερή (ίδιος βαθμός) ή αρνητική (μείωση του βαθμού πιστοληπτικής ικανότητας).

Η πολιτική των οίκων ως προς τις αυτόκλητες αξιολογήσεις διαφέρει. Ορισμένοι εκδίδουν αξιολογήσεις μόνο κατόπιν εντολής, ορισμένοι άλλοι μπορεί να εκδώσουν αυτόκλητες αξιολογήσεις. Η Standard and Poor's αξιολογεί όλα τα φορολογήσιμα αξιόγραφα της αγοράς των ΗΠΑ που είναι αναγνωρισμένα από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (SEC), ανεξάρτητα αν η αξιολόγηση ζητείται ή όχι από τον εκδότη. Ωστόσο η Standard and Poor's δεν εκδίδει συνήθως αυτόκλητες αξιολογήσεις για δομημένα αξιόγραφα (structured securities) και ομόλογα που εκδίδονται από ξένες χώρες, καθώς η αξιολόγηση αυτών των χρεογράφων απαιτεί την πρόσβαση σε μη δημοσιευμένες πληροφορίες οι οποίες παρέχονται από τον εκδότη. (Cantor & Packer, 1994)

Η Moody's ακολουθεί την πολιτική της Standard and Poor's σε ότι αφορά στην αξιολόγηση των αναγνωρισμένων από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (SEC) αμερικανικών εταιρικών αξιόγραφων, αλλά συχνά εκδίδει και αυτόκλητες αξιολογήσεις για structured securities και ομόλογα ξένων χωρών. Αντίθετα, η Fitch αποφεύγει τις αυτόκλητες αξιολογήσεις για κάθε αξιόγραφο.

Συνήθως οι αυτόκλητες αξιολογήσεις είναι περισσότερο αμφισβητήσιμες και αμφιλεγόμενες. Είναι επίσης αρκετά πιο αυστηρές από τις μη αυτόκλητες και επηρεάζουν την απόδοση που πληρώνεται κατά την έκδοση. Ορισμένοι ισχυρίζονται ότι οι αυτόκλητες αξιολογήσεις είναι αξιόπιστες, καθώς οι αξιολογήσεις κατόπιν παραγγελίας μπορεί να υποκρύπτουν ένα είδος «ανταλλαγής» μεταξύ πελάτη και οίκου. Αντίθετα, οι επικριτές των αυτόκλητων αξιολογήσεων υποστηρίζουν ότι αυτές βασίζονται σε ελλιπή πληροφόρηση, καθώς η επικοινωνία με τον εκδότη είναι περιορισμένη.

2.3 Αμοιβές οίκων αξιολόγησης

Αρχικά οι οίκοι παρείχαν αξιολογήσεις για έναν εκδότη χρεογράφων, χωρίς να ζητούν κάποια αμοιβή για αυτή τους την υπηρεσία. Παράλληλα τα λειτουργικά τους έξοδα καλύπτονταν αποκλειστικά από τα έσοδα δημοσιεύσεων. Ωστόσο, οι δημοσιεύσεις αυτές δεν παρείχαν αποδόσεις ικανές να καλύψουν την εκτεταμένη λειτουργία των εταιρειών αξιολόγησης. Καθώς η ζήτηση για τις υπηρεσίες τους συνεχώς αυξανόταν και η αγορά γινόταν όλο και πιο ανταγωνιστική, οι οίκοι καθιέρωσαν την καταβολή αμοιβής από τους εκδότες χρεογράφων που αξιολογούσαν.

Καταλύτης για αυτή την αλλαγή αποτέλεσε η πτώχευση το 1970 της Penn Central, δίνοντας το έναυσμα στους επενδυτές να αναρωτηθούν για την οικονομική κατάσταση πολλών εταιρειών και να ρευστοποιήσουν τις επενδύσεις τους. Προκειμένου λοιπόν να αντιστραφεί το κλίμα αυτό, οι αγορές κατέστησαν πάγια τακτική τους, για τα εκδοθέντα χρεόγραφα που εισέρχονται για πρώτη φορά στην αγορά να συνοδεύονται από μια τουλάχιστον αξιολόγηση. Η αύξηση λοιπόν της ζήτησης αξιολογήσεων οδήγησε τους οίκους στην επιβολή αμοιβής. (Cantor & Packer, 1994)

Η Fitch και η Moody's καθιέρωσαν αμοιβή για τις αξιολογήσεις τους το 1970, ενώ η Standard and Poor's χρέωνε τους αξιολογούμενους εκδότες δημοτικών χρεογράφων από το 1968.

Οι αμοιβές διαφέρουν ανάλογα με το μέγεθος και τον τύπο των χρεογράφων. Μια αντιπροσωπευτική αμοιβή για την αξιολόγηση ενός μακροπρόθεσμου εταιρικού ομόλογου κυμαίνεται από 0,02%-0,03% του κεφαλαίου για κάθε χρόνο αξιολόγησης. Βεβαίως υπάρχουν ανώτατο και κατώτατο όριο αμοιβών, ενώ για τους εκδότες που αξιολογούνται αρκετά συχνά, οι αμοιβές που καταβάλλουν είναι αρκετά χαμηλές. Η Moody's και η Standard and Poor's έχουν την ακόλουθη "λίστα τιμών" για ζητούμενες αξιολογήσεις: 0,0325 % για εκδόσεις πάνω από \$ 500.000.000, με μια ελάχιστη αμοιβή \$25.000 και μέγιστη \$125.000 (S& P) ή \$130.000 (Moody's). Και οι δύο οίκοι για εκδόσεις άνω των \$500.000.000 χρεώνουν επιπρόσθετα 0,02% (η S& P χρεώνει ποσό μέχρι \$200.000, ενώ για τους εκδότες που αξιολογούνται για πρώτη φορά χρεώνει μια εφάπαξ αμοιβή της τάξης των \$25.000). Η δομή των αμοιβών της Fitch είναι παρόμοια με αυτή των Moody's και Standard and Poor's και κυμαίνεται σε 0,025% του κεφαλαίου. (White, 2001)

Θα μπορούσε κανείς να ισχυρισθεί ότι η ύπαρξη αμοιβής μπορεί να ωθήσει τους οίκους αξιολόγησης στην παροχή υψηλότερης (καλύτερης) αξιολόγησης προκειμένου να

ικανοποιήσουν τους πελάτες τους. Από την άλλη πλευρά όμως, η παροχή αξιολογήσεων υψηλής ποιότητας και αξιοπιστίας αποτελεί ένα καλό κίνητρο προκειμένου να διατηρήσουν την φήμη τους. Η απώλεια εμπιστοσύνης από πλευράς των επενδυτών θα οδηγούσε σε απαξίωση των αξιολογήσεων, αφού οι εκδότες χρεογράφων δεν θα είχαν καμία ωφέλεια από την αξιολόγησή τους (όπως για παράδειγμα μείωση του κόστους κεφαλαιοποίησης).

Όπως χαρακτηριστικά αναφέρει ένας παρατηρητής "κάθε φορά που ένας οίκος δίνει στη δημοσιότητα μία αξιολόγηση, το όνομα του οίκου, η ακεραιότητά του και η αξιοπιστία του τίθενται υπό αμφισβήτηση από όλη την επενδυτική κοινότητα" (Wilson, 1994).

2.4 Προσδιορισμός των εθνικά αναγνωρισμένων οργανισμών αξιολόγησης και στατιστικής (NRSROs)

Στις ΗΠΑ, οι αξιολογήσεις έχουν ιδιαίτερη βαρύτητα μόνο αν εκδίδονται από ένα εθνικά αναγνωρισμένο οργανισμό αξιολόγησης. Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (SEC) χρησιμοποίησε για πρώτη φορά τον όρο NRSRO το 1975 και αναφερόταν στους οίκους που οι αξιολογήσεις τους χρησιμοποιούνταν από τους μεσίτες/πωλητές για τον καθορισμό των απαιτήσεών τους σε καθαρά κεφάλαια.

Η πρώτη λοιπόν αναφορά στον όρο NRSRO αφορούσε τους τρεις οίκους αξιολόγησης που είχαν εθνική παρουσία εκείνη τη στιγμή δηλαδή η Moody's, η Standard and Poor's και η Fitch. Καθώς όμως τόσο η αγορά ομολόγων όσο και η βιομηχανία αξιολογήσεων αυξανόταν, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς αναγνώρισε και άλλους οίκους ως NRSRO. Το 1982 αναγνωρίστηκε η Duff and Phelps, ενώ το 1991 ακολούθησαν οι IBCA και το 1992 η Thomson Bank Watch. Η αναγνώριση των δύο τελευταίων περιορίστηκε κυρίως στις αξιολογήσεις που αφορούσαν μόνο τράπεζες και οικονομικούς οργανισμούς. Το 1983 η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς παρείχε αναγνώριση στην McCathy, Crisanti and Maffei, ωστόσο το franchise της εταιρείας για αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας παραχωρήθηκε το 1991 στην Duff and Phelps. Το 1994 τουλάχιστον έξι ξένοι (μη αμερικανικοί οίκοι αξιολόγησης) είχαν υποβάλει αίτηση στην SEC για αναγνώριση ως NRSRO. (Cantor and Packer, 1994)

Στην παρούσα φάση οι διαδικασίες αναγνώρισης ενός οίκου αξιολόγησης ως NRSRO δεν είναι ρητές και ξεκάθαρες. Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς συνήθως αναλύει τα δεδομένα

που αφορούν στην ιστορία, το ιδιοκτησιακό καθεστώς, τους υπαλλήλους, τις πηγές χρηματοδότησης, την εν γένει πολιτική και τις εσωτερικές διαδικασίες που ακολουθεί ο αιτών οίκος αξιολόγησης. Ωστόσο η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς θεωρεί ως κύριο κριτήριο την αναγνώριση που λαμβάνει ο συγκεκριμένος οίκος από την αγορά. Με άλλα λόγια, είναι εθνικά αναγνωρισμένος ένας οίκος αν οι κυριότεροι χρήστες αξιολογήσεων στις ΗΠΑ τον θεωρούν ως ένα οίκο έκδοσης αξιόπιστων αξιολογήσεων. Με άλλα λόγια, ιδιαίτερη βαρύτητα στην αναγνώριση παίζει η αποδοχή της αγοράς, η οποία εκφράζεται σε ανεπίσημη βάση. Έτσι γίνεται ένας αρχικός διαχωρισμός μεταξύ των οίκων, αποκλείοντας εκείνους που δεν έχουν αποκτήσει ακόμα "όνομα" στην αγορά. (Cantor and Packer, 1994)

Ωστόσο, η μη ξεκάθαρη διάκριση των κριτηρίων με τα οποία γίνεται η αξιολόγηση δημιουργεί αρκετά προβλήματα. Καταρχήν η απαίτηση ότι ένας οίκος πρέπει να είναι ήδη αναγνωρισμένος από την αγορά για να λάβει αναγνώριση ως NRSRO ευνοεί και εξαρτήσεις και υποχρεώσεις. Με δεδομένη την μεγάλη σπουδαιότητα του τίτλου NRSRO, οι νεοεισερχόμενοι στην αγορά των αξιολογήσεων που στερούνται αυτό τον τίτλο συναντούν μεγάλες δυσκολίες στην προσέλκυση πελατών από την επενδυτική κοινότητα. Το πρόβλημα βέβαια γίνεται ακόμα πιο οξύ για τους μη αμερικανικούς οίκους αξιολόγησης. (Cantor and Packer, 1994)

Θα πρέπει να ληφθεί υπόψη ότι η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς δεν απαιτεί οι NRSRO οίκοι αξιολόγησης να διαθέτουν ομοίμορφα standards αξιολόγησης. Πιο συγκεκριμένα, δεν υπάρχει ρητός κανόνας ότι ισοδύναμες κλίμακες αξιολόγησης ανταποκρίνονται σε παρόμοια επίπεδα πιστωτικού κινδύνου. Έτσι οι κανονισμοί αναφέρονται γενικά στους αναγνωρισμένους οίκους και στα επίπεδα (κλίμακες) αξιολόγησής τους, χωρίς να λαμβάνουν υπόψη τους τις διαφορές μεταξύ τους.

Κεφάλαιο 3

Κατηγορίες αξιολόγησης

Όπως αναφέρθηκε και προηγούμενα, το πεδίο που καλύπτουν οι αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας που διενεργούν οι οίκοι αυτοί είναι ιδιαίτερα ευρύ. Μπορεί να αφορά τόσο τους εκδότες, όσο και τις υποχρεώσεις τους (χρεόγραφα και εκδόσεις) καθώς και πλήθος χρηματοοικονομικών προϊόντων.

Οι περισσότεροι οίκοι χρησιμοποιούν ως σύμβολα γράμματα ή αριθμούς ως κλίμακα αξιολόγησης. Προκειμένου να παράσχουν ικανοποιητικότερη διαβάθμιση, η Fitch το 1973, η Standard and Poor's το 1974 εισήγαγαν τα σύμβολα (+) και (-) στις αξιολογήσεις τους και η Moody's το 1982 τους αριθμούς 1,2,3 .

Πρόσφατα, οι Moody's και η Standard and Poor's εισήγαγαν στις αξιολογήσεις τους τους όρους watch και outlook, υποδηλώνοντας ότι υπάρχει ενδεχόμενο αναθεώρησης μιας αξιολόγησης στους επόμενους 6 με 24 μήνες, εξαιτίας μεταβολής κάποιων παραγόντων. Πιο αναλυτικά, η ένδειξη rating watch σημαίνει ότι οι αξιολογήσεις συνήθως τίθενται υπό παρακολούθηση για να ειδοποιούν τους επενδυτές ότι υπάρχει πιθανότητα αλλαγής της αξιολόγησης και δίνουν την πιθανή κατεύθυνση της αλλαγής αυτής. Ορίζονται ως "positive" υποδηλώνοντας μια εν δυνάμει άνοδο, "negative" για μια εν δυνάμει μείωση ή "evolving" αν οι αξιολογήσεις έχουν αυξανόμενη ή μειωμένη τάση ή διατηρηθούν στην ίδια κλίμακα. Επίσης η ένδειξη rating outlook σημαίνει ότι υπάρχει μια πρόβλεψη που υποδηλώνει την κατεύθυνση μιας αξιολόγησης μέσα σε χρονικό διάστημα 1-2 ετών. Οι προβλέψεις μπορεί να είναι θετικές, αρνητικές ή σταθερές. Όταν η πρόβλεψη αξιολόγησης είναι θετική ή αρνητική δεν συνεπάγεται ότι η αλλαγή αυτή είναι αναπόφευκτη. Όμοια, αξιολογήσεις που προβλέπεται ότι θα παραμείνουν σταθερές, ενδέχεται να αλλάξουν κλίμακα αξιολόγησης, είτε προς τα πάνω, είτε προς τα κάτω. Σε ορισμένες περιπτώσεις, οι οίκοι ενδέχεται να μην μπορούν να προσδιορίσουν την τάση. Έτσι η πρόβλεψη μπορεί να περιγραφεί ως "evolving". Τέλος η ένδειξη withwatch σημαίνει ότι μια αξιολόγηση ανακαλείται όταν οι οίκοι θεωρούν ότι οι διαθέσιμες πληροφορίες είναι ανεπαρκείς για αξιολόγηση ή όταν μια υποχρέωση λήγει.

Επισημαίνεται ότι στην ανάλυση αυτή λαμβάνεται υπόψη και το νόμισμα. Η ικανότητα δηλαδή ενός οφειλέτη να αποπληρώσει τις οφειλές του σε ξένο νόμισμα ίσως είναι σε ορισμένες περιπτώσεις μικρότερη από ότι η ικανότητά του σε εγχώριο νόμισμα, γεγονός

που οφείλεται στην χαμηλή ικανότητα της χώρας να πληρώσει το εξωτερικό χρέος της έναντι του εγχώριου χρέους της.

Στους πίνακες που ακολουθούν παρατίθενται οι κυριότερες κατηγορίες αξιολόγησης που παρέχουν οι τρεις οίκοι αξιολόγησης.

3.1 Αξιολογήσεις κατά Moody's

Ο διεθνής οίκος Moody's δημοσιεύει αξιολογήσεις και αναλύσεις για χρεόγραφα σταθερού εισοδήματος, εκδότες χρεογράφων και πλήθος πιστωτικών υποχρεώσεων. Σε αυτές περιλαμβάνονται εταιρικές και κυβερνητικές υποχρεώσεις, τόσο στις εγχώριες όσο και στις διεθνείς αγορές κεφαλαίων, structured finance, χρεόγραφα και προγράμματα βραχυπρόθεσμων αξιόγραφων εμπορικών συναλλαγών. Πρόσφατα η Moody's επεκτάθηκε στην αξιολόγηση εκδοτών αξιόγραφων, υποχρεώσεων ασφαλιστικών οργανισμών, τραπεζικών δανείων, παραγώγων προϊόντων, τραπεζικών καταθέσεων και αμοιβαίων κεφαλαίων.

Οι αξιολογήσεις που πραγματοποιεί η Moody's (και αφορούν μακροπρόθεσμο κίνδυνο) λαμβάνουν υπόψη στοιχεία ενός πλήρους οικονομικού κύκλου χρονικού ορίζοντα 5 με 10 χρόνια, με κύριο στόχο οι κλίμακες αξιολόγησης να αναφέρονται στο ίδιο επίπεδο φεραγγυότητας, ανεξάρτητα από το είδος του αξιόγραφου της αγοράς που εκδίδεται ή του νομίσματος.

Αναλυτικά η Moody's αξιολογεί: (Moody's)

- **Long term Ratings: Bonds and Referred Stock**

Αξιολόγηση επενδυτικού κινδύνου ομολόγων και προνομιούχων μετοχών. Εξετάζεται κυρίως η ικανότητα πληρωμής κεφαλαίου και τόκων. Η κλίμακα αξιολόγησης ξεκινά από Aaa (ελάχιστου κινδύνου), Aa, A, Baa, Ba, B, Caa, Ca, C (στις κατηγορίες Aa έως Caa μπορούν να υποδιαιρεθούν με τα νούμερα 1, 2, 3).

- **Issuer Ratings**

 - **Senior Unsecured Issuer Ratings**

Αξιολόγηση της ικανότητας εκπλήρωσης των πρωτευουσών, χωρίς εγγυήσεις, οικονομικών υποχρεώσεων και συμβολαίων, εκφρασμένα σε ξένο ή/και σε εγχώριο νόμισμα (senior unsecured financial obligations and contracts).

 - **Counterparty Ratings**

Αξιολογήσεις εταιριών παραγωγών προϊόντων και clearing houses σε σχέση με τις κύριες υποχρεώσεις τους, όπως αυτές προκύπτουν από τα οικονομικά συμβόλαια που έχουν συνάψει.

Bank Issuer Ratings

Αξιολογήσεις της οικονομικής δυνατότητας μιας τράπεζας να εκπληρώσει τα πρωτεύοντα, χωρίς εγγυήσεις οικονομικά συμβόλαιά της (senior unsecured financial contracts).

Municipal Issuer Ratings

Αξιολογήσεις της δυνατότητας ενός κυβερνητικού ή δημοτικού οργανισμού για εξόφληση δανείου. Εξετάζεται κυρίως η πιστωτική ικανότητα του οργανισμού.

Senior Implied Ratings

Εφαρμόζονται για επίπεδο χαμηλής αξιοπιστίας. Είναι αξιολόγηση της ικανότητας του εκδότη να εκπληρώσει τις οικονομικές του υποχρεώσεις (και δίνεται σε έναν εκδότη σαν να είχε μια μοναδική κατηγορία οφειλών και μια ενιαία διάρθρωση) χωρίς να λαμβάνει υπόψη του την πραγματική κεφαλαιακή διάρθρωση και την οργανωτική του δομή.

- **Bank Deposit Ratings**

Αξιολόγηση της φερεγγυότητας μιας τράπεζας για τη δυνατότητα εξόφλησης των υποχρεώσεών της σε καταθέσεις τόσο σε εγχώριο όσο και σε ξένο νόμισμα καθώς και αξιολόγηση για την δυνατότητα εξωτερικής οικονομικής βοήθειας. Διακρίνεται σε βραχυπρόθεσμες και μακροπρόθεσμες. Πολλές φορές η αξιολόγηση για καταθέσεις ξένου νομίσματος είναι χαμηλότερη από την αντίστοιχη για εγχώριο νόμισμα. Για τον προσδιορισμό τέτοιου είδους αξιολόγησης λαμβάνονται υπόψη η οικονομική ευρωστία της τράπεζας καθώς και ο κίνδυνος και οι περιορισμοί που αντιμετωπίζει κατά την μεταφορά συναλλάγματος.

- **Bank Financial Strength Ratings**

Αξιολογήσεις της εσωτερικής κατάστασης και ασφάλειας μιας τράπεζας. Αποκλείονται λοιπόν συγκεκριμένοι εξωτερικοί πιστωτικοί κίνδυνοι αλλά και στοιχεία που ενδυναμώνουν πιστοληπτική ικανότητα. Εκτός από τις εμπορικές τράπεζες είναι δυνατόν να αξιολογούνται και άλλες κατηγορίες οικονομικών οργανισμών όπως αναπτυξιακές τράπεζες, κρατικά επιχορηγούμενοι οικονομικοί οργανισμοί κλπ. Δεν εκφράζουν την πιθανότητα έγκαιρης εξόφλησης αλλά αποτελούν μέτρο της πιθανότητας να ζητήσει η τράπεζα βοήθεια από τρίτους.

Τα κύρια κριτήρια αξιολόγησης είναι βασικά οικονομικά και δημοσιονομικά μεγέθη, franchise value, διαφοροποίηση δραστηριοτήτων και περυσιακών στοιχείων. Επίσης λαμβάνονται υπόψη παράγοντες κινδύνου όπως λειτουργικό περιβάλλον τράπεζας, συμπεριλαμβανομένης της δύναμης και της αναμενόμενης απόδοσής της οικονομικής της δομής και της σχετικής ευθραυστότητας του οικονομικού συστήματος, καθώς και η ποιότητα εποπτείας και νομικού καθεστώτος του τραπεζικού συστήματος.

- **Insurance Financial Strength Ratings**

Αξιολογήσεις της ικανότητας των ασφαλιστικών εταιριών να εκπληρώνουν/ εξοφλούν εγκαίρως τις πρωτεύουσες υποχρεώσεις τους και τις απαιτήσεις των ασφαλισμένων. Διακρίνεται σε βραχυπρόθεσμες και μακροπρόθεσμες.

Βραχυπρόθεσμες Insurance Financial Strength Ratings: Αφορούν τις βραχυπρόθεσμες πρωτεύουσες υποχρεώσεις και απαιτήσεις των ασφαλισμένων - υποχρεώσεις που λήγουν ή πρέπει να εξοφληθούν σε ένα χρόνο ή λιγότερο. Οι ασφαλιστικές εταιρίες που αξιολογούνται ως Not Prime δεν εμπίπτουν σε καμία από τις παραπάνω κατηγορίες Prime της κλίμακας. Όταν το νόμισμα στο οποίο εκδίδεται η υποχρέωση είναι διαφορετικό από αυτό του τίτλου πληρωμής, η αξιολόγηση δεν λαμβάνει υπόψη πράξεις της κυβέρνησης που αφορούν έλεγχο του νομίσματος έκδοσης ή άλλου είδους κίνδυνο.

- **National Scale Ratings**

Είναι αξιολογήσεις της σχετικής φερεγγυότητας των εκδοτών χρεογράφων και των χρεογράφων σε μια συγκεκριμένη χώρα. Δεν προσδιορίζουν τις αναμενόμενες ζημιές που σχετίζονται με γεγονότα, που θα μπορούσαν να επηρεάσουν όλους τους εκδότες, ακόμα και αυτούς που επιτυγχάνουν τις καλύτερες αξιολογήσεις σε εθνικό επίπεδο. Κατατάσσουν τους εκδότες και τις εκδόσεις με βάση τη σχετική φερεγγυότητα: αυτοί με τις καλύτερες αξιολογήσεις αναμένεται να έχουν την μικρότερη πιθανότητα να χρεοκοπήσουν ακόμα και υπό το πιο δυσμενές σενάριο.

Οι συγκεκριμένες αξιολογήσεις εκφράζουν το σχετικό πιστωτικό κίνδυνο (λαμβάνοντας υπόψη και εξωτερική οικονομική ενίσχυση) σε μια συγκεκριμένη χώρα και δεν είναι δυνατόν να γίνει σύγκριση μεταξύ των χωρών.

Οι αξιολογήσεις εθνικής κλίμακας γενικά περιγράφουν τον κίνδυνο του εγχώριου συναλλάγματος. Λαμβάνουν υπόψη το σχετικό βαθμό ευαισθησίας των αξιολογούμενων οικονομικών οργανισμών στις πολιτικές εξελίξεις και στην εθνική νομισματική και δημοσιονομική πολιτική.

National Scale Short- Term Ratings

Πρόκειται για αξιολογήσεις της ικανότητας των εκδοτών χρεογραφών μιας χώρας σε σχέση με άλλους εγχώριους εκδότες να εξοφλήσουν πρωτεύουσες, χωρίς εγγυήσεις οφειλές για τις οποίες ο χρόνος αποπληρωμής δεν ξεπερνά τον ένα χρόνο. Δεν αποτελούν δείκτη του απόλυτου επιπέδου της ρευστότητας ενός εκδότη. Έτσι οι υψηλές αξιολογήσεις δεν αποτελούν εγγύηση ότι δεν θα υπάρξει χρεωκοπία αλλά υποδηλώνουν ότι ο κίνδυνος χρεωκοπίας είναι μικρότερος για οικονομικούς οργανισμούς με μικρότερη βραχυπρόθεσμη αξιολόγηση. Με άλλα λόγια ακόμα και οργανισμοί με την υψηλότερη αξιολόγηση βραχυπρόθεσμα μπορεί προσωρινά να αντιμετωπίσουν προβλήματα ρευστότητας, γεγονός που θα καθυστερήσει την εκπλήρωση υποχρεώσεων.

- **Mutual Fund Credit Quality Ratings**

Αξιολογήσεις της επενδυτικής ποιότητας των μεριδίων ενός αμοιβαίου κεφαλαίου διαθεσίμων (money market fund, bond fund, της φερεγγυότητας των περιουσιακών στοιχείων που το αποτελούν) καθώς και τα χαρακτηριστικά διαχείρισης των κεφαλαίων αυτών. Στην κατηγορία αυτή εντάσσονται και :

Market risk ratings

Προσδιορίζουν το σχετικό βαθμό μεταβλητότητας της αξίας των παγίων στοιχείων ενός αξιολογούμενου αμοιβαίου κεφαλαίου. Οι παράγοντες που λαμβάνονται υπόψη είναι κυρίως οι μεταβολές στα επιτόκια, καθώς και άλλοι παράγοντες της αγοράς. Η κλίμακα ξεκινά από το MR1 (χαμηλής ευαισθησίας) έως MR5 (υψηλής ευαισθησίας).

Management quality ratings

Περιλαμβάνουν την ολική ποιότητα οργάνωσης συμπεριλαμβάνοντας τα χαρακτηριστικά διαχείρισης και λειτουργικές μεθόδους των τραπεζών θεματοφυλακίων, εταιρειών διαχείρισης περιουσιακών στοιχείων και άλλων εταιρειών παροχής διοικητικών υπηρεσιών. Η κλίμακα ξεκινά από το MQ1 (άριστη διαχείριση) MQ5 (μη ικανοποιητική διαχείριση).

- **Real Estate Fund Ratings**

Αξιολογήσεις τόσο της ολικής ποιότητας οργάνωσης, διαχείρισης και λειτουργικών μεθόδων ενός διαχειριστή επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία (management quality component **MQ**) και της ποιότητας χαρτοφυλακίου ακίνητης περιουσίας (portfolio investment quality component **IQ**). Λαμβάνονται υπόψη η εμπειρία διαχείρισης, η

οργανωτική δομή, οι διαδικασίες λήψης αποφάσεων, οι μέθοδοι εσωτερικού ελέγχου και η εξυπηρέτηση πελατών.

- **Management Quality Ratings for US Affordable housing providers**

Αξιολογεί την ποιότητα διαχείρισης των κρατικών αρχών στέγασης και άλλων οργανισμών παροχής στέγης (δηλαδή τη διαχείριση, χαρτοφυλάκιο στέγασης housing portfolio, λειτουργίες και οικονομικά)

Η κλίμακα αξιολόγησης ξεκινά από MQ1 και καταλήγει στο MQ6.

Στον Πίνακα 3.1 που ακολουθεί δίνονται συνοπτικά οι κατηγορίες αξιολόγησης της Moody's και οι κλίμακες που χρησιμοποιούνται.

Πίνακας 3.1

Α/α	Κατηγορία αξιολόγησης	Κλίμακα αξιολόγησης
1	<p>Long term Ratings: Bonds and Referred Stock Αξιολόγηση επενδυτικού κινδύνου ομολόγων και προνομιούχων μετοχών</p>	<p>Investment grade: Aaa, Aa1,Aa2,Aa3, A1,A2,A2,Baa1,Baa2,Baa3 Sub Investment grade: Ba1,Ba2,Ba3,B1,B2,B3,Caa1,Caa2,Caa3,Ca,C</p>
2	<p>Issuer credit ratings § Senior Unsecured Issuer Ratings Αξιολόγηση ικανότητας εκπλήρωσης κύριων οικονομικών υποχρεώσεων (χωρίς εγγυήσεις)</p> <p>§ Counterparty Ratings Αξιολόγηση εταιρειών παραγωγών προϊόντων</p> <p>§ Bank Issuer Ratings Αξιολόγηση οικονομικής δυνατότητας τράπεζας να εκπληρώσει τα κύρια (χωρίς εγγυήσεις) οικονομικά συμβόλαια.</p> <p>§ Municipal Issuer Ratings Αξιολόγηση δυνατότητας ενός κυβερνητικού ή δημοτικού οργανισμού για εξόφληση δανείου.</p> <p>§ Senior Implied Ratings Αξιολόγηση ικανότητας εκδότη να εκπληρώσει τις οικονομικές του υποχρεώσεις, χωρίς να λαμβάνεται υπόψη η κεφαλαιακή διάρθρωσή του και η οργανωτική δομή του.</p>	<p>Investment grade: Aaa, Aa1,Aa2,Aa3, A1,A2,A2,Baa1,Baa2,Baa3 Sub Investment grade: Ba1,Ba2,Ba3,B1,B2,B3,Caa1,Caa2,Caa3,Ca,C</p>
3	<p>Bank Deposit Ratings Αξιολόγηση της φερεγγυότητας μιας τράπεζας για τη δυνατότητα εξόφλησης των υποχρεώσεων της σε καταθέσεις τόσο σε εγχώριο όσο και σε ξένο νόμισμα.</p>	<p>Μακροπρόθεσμες Investment grade: Aaa, Aa1,Aa2,Aa3, A1,A2,A2,Baa1,Baa2,Baa3 Sub Investment grade: Ba1,Ba2,Ba3,B1,B2,B3,Caa1,Caa2,Caa3,Ca,C</p> <p>Βραχυπρόθεσμες Prime-1, Prime-2, Prime-3, Not Prime</p>
4	<p>Bank Financial Strength Ratings Αξιολόγηση της εσωτερικής κατάστασης και ασφάλειας μιας τράπεζας.</p>	<p>A, B+, B, B-, C+, C, C-, D+,D, D-, E</p>
5	<p>Insurance Financial Strength rating Αξιολόγηση της ικανότητας ασφαλιστικών εταιρειών να εκπληρώνουν εγκαίρως τις κύριες υποχρεώσεις τους και τις απαιτήσεις ασφαλισμένων</p>	<p>Μακροπρόθεσμες Investment grade: Aaa, Aa1,Aa2,Aa3, A1,A2,A2,Baa1,Baa2,Baa3 Sub Investment grade: Ba1,Ba2,Ba3,B1,B2,B3,Caa1,Caa2,Caa3,Ca,C</p> <p>Βραχυπρόθεσμες Prime-1, Prime-2, Prime-3, Not Prime</p>
6	<p>National scale rating Αξιολόγηση της σχετικής φερεγγυότητας των εκδοτών και των χρεογράφων τους σε μια συγκεκριμένη χώρα.</p>	<p>Μακροπρόθεσμες Investment grade: Aaa.n, Aa1.n, Aa2.n, Aa3.n, A1.n, A2.n, A2.n, Baa1.n, Baa2.n, Baa3.n Sub Investment grade: Ba1.n, Ba2.n, Ba3.n, B1.n, B2.n, B3.n, Caa1.n, Caa2.n, Caa3.n, Ca.n, C.n</p> <p>Βραχυπρόθεσμες N-1, N-2, N-3, N-4 Όπου N ο δείκτης κάθε χώρας.</p>

Πίνακας 3.1 (συνέχεια)

A/α	Κατηγορία αξιολόγησης	Κλίμακα αξιολόγησης
7	Mutual Fund Credit Quality Ratings Αξιολόγηση περιουσιακών στοιχείων που αποτελούν το αμοιβαίο κεφάλαιο.	Investment grade: Aaa, Aa1,Aa2,Aa3, A1,A2,A2,Baa1,Baa2,Baa3 Sub Investment grade: Ba1,Ba2,Ba3,B1,B2,B3
	§ Market Risk ratings Προσδιορισμός του σχετικού βαθμού μεταβλητότητας της αξίας των παγίων στοιχείων του αξιολογούμενου αμοιβαίου κεφαλαίου.	MR1+, MR1, MR2, MR3, MR4,MR5
	§ Management Quality ratings Προσδιορισμός της ολικής ποιότητας οργάνωσης	MQ1, MQ2, MQ3, MQ4,MQ5
8	Real Estate Fund Ratings	
	§ Management quality component Αξιολόγηση της ολικής ποιότητας οργάνωσης, διαχείρισης και μεθόδων διαχειριστή επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία	Investment grade: Aaa (MQ), Aa1(MQ),Aa2(MQ),Aa3(MQ), A1(MQ),A2(MQ),A2(MQ),Baa1(MQ),Baa2(MQ),Baa3(MQ) Sub Investment grade: Ba1(MQ),Ba2(MQ),Ba3(MQ),B1(MQ),B2(MQ),B3(MQ)
	§ Portfolio investment quality component Αξιολόγηση ποιότητας χαρτοφυλακίου ακίνητης περιουσίας	Investment grade: Aaa (IQ), Aa1(IQ),Aa2(IQ),Aa3(IQ), A1(IQ),A2(IQ),A2(IQ),Baa1(IQ),Baa2(IQ),Baa3(IQ) Sub Investment grade: Ba1(IQ),Ba2(IQ),Ba3(IQ),B1(IQ),B2(IQ),B3(IQ)
9	Management Quality Ratings for US Affordable housing providers Αξιολόγηση ποιότητας διαχείρισης των κρατικών αρχών στέγασης και άλλων οργανισμών παροχής στέγης.	MQ1, MQ2,MQ3, MQ4,MQ5,MQ6

Πηγή: www.Moody's.com

Επεξεργασία: Π.Κουτσολουκά

3.2 Αξιολογήσεις κατά Standard & Poor's

Η Standard & Poor's δραστηριοποιείται σε πολλούς τομείς της οικονομίας. Καταρτίζει δείκτες χρηματιστηρίου για περίπου 1,5 τρις δολάρια επενδυμένα κεφάλαια, με κυριότερο τον δείκτη S & P 500. Διαθέτει βάση δεδομένων που αφορά πληροφορίες για εμπορεύσιμες εταιρείες (publicly-traded companies) δίνοντας την δυνατότητα σύγκρισης μεταξύ διαφόρων κατηγοριών. Παρέχει πληροφορίες, προβλέψεις και αναλύσεις σε πελάτες για μετοχές, ξένο συνάλλαγμα και αγορές αμοιβαίων κεφαλαίων. Αξιολογεί κράτη, εταιρείες και οικονομικούς οργανισμούς και κυρίως αξιολογεί την ικανότητά τους να αποπληρώσουν τις μακροπρόθεσμες/βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις τους εγκαίρως και πλήρως. Επίσης αξιολογεί χρηματοδοτήσεις με έκδοση μετοχών (securitized financings), μεταβιβάσεις ασφαλισμένων

ομολόγων (bond insured transactions), πιστωτικές επιστολές (letters of credit), οικονομική ευρωστία μη αμερικανικών ασφαλιστικών εταιρειών, εταιρειών συμμετοχών που έχουν την κυριότητα ή τον έλεγχο χαρτοφυλακίου δύο ή περισσότερων τραπεζών (bank holding companies). Τέλος παρέχει μια σειρά web-based υπηρεσιών σε επαγγελματίες που ασχολούνται με επενδύσεις και planning.

Αναλυτικά η Standard & Poor's αξιολογεί:

§ **Issue credit ratings**

Πρόκειται για αξιολόγηση της φερεγγυότητας ενός οφειλέτη για μια συγκεκριμένη οικονομική υποχρέωση-οφειλή. Διακρίνονται σε βραχυπρόθεσμες και μακροπρόθεσμες οφειλές. Η αξιολόγηση βασίζεται στην δυνατότητα και επιθυμία του οφειλέτη να εκπληρώσει την συγκεκριμένη υποχρέωση, λαμβάνοντας υπόψη τη φύση και τις προοπτικές αυτής της υποχρέωσης.

§ **Issuer credit ratings**

Αναφέρεται στην ολική οικονομική φερεγγυότητα ενός οφειλέτη να εκπληρώσει τις οικονομικές του υποχρεώσεις. Δεν αναφέρεται σε συγκεκριμένη οικονομική υποχρέωση. Διακρίνονται επίσης σε βραχυπρόθεσμες και μακροπρόθεσμες.

• **Insurer financial Enhancement rating**

Αναφέρεται στην ικανότητα μιας ασφαλιστικής εταιρείας να εκπληρώσει τις οφειλές της, οι οποίες χρησιμοποιούνται για την οικονομική ενδυνάμωσή της (credit enhancement). Κατά την αξιολόγηση λαμβάνεται υπόψη το κεφάλαιο, η ρευστότητα και η δυνατότητα της συγκεκριμένης εταιρείας να στηρίξει αυτή την οφειλή.

• **Insurer financial strength rating**

Αξιολογεί ένα ασφαλιστικό οργανισμό λαμβάνοντας υπόψη την δυνατότητα εκπλήρωσης των οικονομικών του υποχρεώσεων. Διακρίνονται σε μακροπρόθεσμες και βραχυπρόθεσμες.

• **Money market fund rating**

Προσδιορίζει την ασφάλεια του επενδύομένου κεφαλαίου και την πιθανότητα απωλειών.

• **National scale rating**

Αφορά αξιολόγηση της φερεγγυότητας μιας χώρας. Διακρίνεται σε Debt credit και Enterprise Credit.

Debt credit: Αφορά την φερεγγυότητα ενός οφειλέτη να εκπληρώσει συγκεκριμένη οφειλή (ομόλογο, commercial paper) σε σχέση με την δυνατότητα εκπλήρωσης υποχρεώσεων άλλων οφειλετών της ίδιας χώρας.

Enterprise Credit: Αφορά την ολική ενός οφειλέτη να εκπληρώσει τις οικονομικές του υποχρεώσεις σε σχέση με άλλους οφειλέτες της ίδιας χώρας. Στους άλλους συμπεριλαμβάνονται και οι ξένοι επενδυτές που δραστηριοποιούνται στην συγκεκριμένη χώρα.

• **Bank survivability assessment**

Αναφέρεται στην πιθανότητα, μεσοπρόθεσμα, μια τράπεζα να παραμείνει σε λειτουργία, ανεξάρτητα

από την φερεγγυότητά της, λαμβάνοντας υπόψη παράγοντες όπως η σχετική θέση της συγκεκριμένης τράπεζας στο τραπεζικό σύστημα της χώρας, η δυνατότητα οικονομικής ενίσχυσης από το κράτος.

- **Bond fund credit quality rating**

Πρόκειται για εκτίμηση της ολικής πιστωτικής ποιότητας του χαρτοφυλακίου ενός αμοιβαίου κεφαλαίου. Αντανακλά την πιθανότητα απωλειών σε περίπτωση πτώχευσης ή την πιθανότητα αθέτησης αντισυμβαλλόμενου.

- **Bond fund volatility rating**

Εκτιμά την ευαισθησία μιας επένδυσης σε σταθερού εισοδήματος αμοιβαία κεφάλαια στις αλλαγές συνθηκών μιας αγοράς σε σχέση με τον κίνδυνο ενός χαρτοφυλακίου που αποτελείται από κυβερνητικά χρεόγραφα. Λαμβάνει υπόψη τις κινήσεις επιτοκίων, διαφοροποίηση χαρτοφυλακίου, ρευστότητα, μόγλευση.

Στον Πίνακα 3.2 που ακολουθεί δίνονται συνοπτικά οι κατηγορίες αξιολόγησης της Standard & Poor's και οι κλίμακες που χρησιμοποιούνται.

Πίνακας 3.2

A/a	Κατηγορία αξιολόγησης	Κλίμακα αξιολόγησης
1	Issue credit ratings Αξιολόγηση συγκεκριμένης οικονομικής υποχρέωσης.	Μακροπρόθεσμες Investment grade: AAA, AA+,AA,AA-, A+,A, A-, BBB+, BBB, BBB- Sub investment grade: BB+, BB, BB-, B+, B, B-, CCC+,CCC, CCC-,CC,C,D NR : μη αξιολογημένο c: πρόσθετη πληροφορία στους επενδυτές ότι υπάρχει το ενδεχόμενο η τράπεζα να σταματήσει να καταβάλει την εγγύηση συμμετοχής αν η αξιολόγηση πιστοληπτικού κινδύνου για μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις του εκδότη είναι μικρότερη του επιπέδου investment grade. p: προσωρινή αξιολόγηση r: μεταβλητότητα στις αναμενόμενες αποδόσεις Βραχυπρόθεσμες Investment grade: A1, A2, A3 Sub investment grade: B, C, D
2	Issuer credit ratings Αξιολόγηση ενός οφειλέτη. Αναφέρεται στην ικανότητά του να εκπληρώσει τις οικονομικές του υποχρεώσεις.	Μακροπρόθεσμες Investment grade: AAA, AA+,AA,AA-, A+,A, A-, BBB+, BBB, BBB- Sub investsment grade: BB+, BB, BB-, B+, B, B-, CCC+,CCC, CCC-,CC,C, SD ,D SD: αποτυχία εκπλήρωσης μιας ή περισσότερων οικονομικών υποχρεώσεων. R: υπό επιτήρηση εποπτικής αρχής NR : μη αξιολογημένο Βραχυπρόθεσμες Investment grade: A1, A2, A3 Sub investment grade: B, C, SD, D R: υπό επιτήρηση εποπτικής αρχής NR : μη αξιολογημένο
3	Insurer Financial Enhancement rating Αξιολόγηση μιας ασφαλιστικής εταιρείας σε σχέση με οικονομικές υποχρεώσεις της που χρησιμοποιούνται ως εγγύηση.	Investment grade: AAA, AA+,AA,AA-, A+,A, A-, BBB+, BBB, BBB- Sub investment grade: BB+, BB, BB-, B+, B, B-, CCC+,CCC, CCC-,CC R: υπό επιτήρηση εποπτικής αρχής NR : μη αξιολογημένο
4	Insurer Financial Strength rating Αξιολόγηση μιας ασφαλιστικής εταιρείας και της δυνατότητας εκπλήρωσης των οικονομικών υποχρεώσεών της.	Μακροπρόθεσμες Investment grade: AAA, AA+,AA,AA-, A+,A, A-, BBB+, BBB, BBB- Sub investment grade: BB+, BB, BB-, B+, B, B-, CCC+,CCC, CCC-,CC,C, SD ,D SD: αποτυχία εκπλήρωσης μιας ή περισσότερων οικονομικών υποχρεώσεων R: υπό επιτήρηση εποπτικής αρχής NR : μη αξιολογημένο ri: βασίζεται σε δημοσιευμένες πληροφορίες από τον ασφαλιστή και από πρόσθετες πληροφορίες από τον δημόσιο τομέα (public domain) Βραχυπρόθεσμες Investment grade: A1, A2, A3 Sub investment grade: B, C, R
5	Money market fund rating Προσδιορισμός της ασφάλειας του επενδεδυμένου κεφαλαίου αμοιβαίου	Investment grade: AAAm, AAm+,AAm,AAm-, Am+,Am, Am-, BBBm+, BBBm, BBBm- Sub investment grade: BBm+, BBm, BBm-, Bm+, Bm, Bm-, CCCm+,CCCm, CCCm-, CCm, Dm G: το αμοιβαίο περιλαμβάνει κυρίως direct US government securities

Πίνακας 3.2 (συνέχεια)

A/a	Κατηγορία αξιολόγησης	Κλίμακα αξιολόγησης
6	<p>National scale rating</p> <p>§ Debt rating Αξιολόγηση αξιοπιστίας οφειλέτη να εκπληρώσει συγκεκριμένη οικονομική υποχρέωση που εξυπηρετεί συγκεκριμένο χρέος.</p> <p>§ Enterprise credit rating Αξιολόγηση ολικής αξιοπιστίας ενός οφειλέτη να εκπληρώσει τις οικονομικές του υποχρεώσεις σε σχέση με άλλους οφειλέτες του ίδιου κράτους.</p>	<p>Μακροπρόθεσμες Συνοδεύεται συνήθως από γράμματα μιας χώρας Π.χ Αργεντινή Investment grade: raAAA, raAA+,raAA,raAA-, raA+,raA, raA-, raBBB+, raBBB, raBBB- Sub investment grade: raBB+, raBB, raBB-, raB+, raB, raB-, raCCC,raCC, raC, raD</p> <p>Brazil : Investment grade: brAAA, brAA+,brAA, brAA-, brA+, brA, brA-, brBBB+, brBBB, brBBB- Sub investment grade: brBB+, brBB, brBB-, brB+, brB, brB-, brCCC, brCC,brC, brD</p> <p>Enterprise : Investment grade: brAAA, brAA+,brAA, brAA-, brA+, brA, brA-, brBBB+, brBBB, brBBB- Sub investment grade: brBB+, brBB, brBB-, brB+, brB, brB-, brCCC, brCC,brSD, brC, brD</p> <p>BrR : υπό επιτήρηση εποπτικής αρχής Βραχυπρόθεσμες Brazil :brA1,brA2, brA3,brB, brC, brD Enterprise : brA1, brA2, brA3,brB, brC, brSD, brD brR : υπό επιτήρηση εποπτικής αρχής</p>
7	<p>Bank survivability assessment Αναφέρεται στην πιθανότητα μεσοπρόθεσμα, μια τράπεζα ναπραμείνει σε λειτουργία.</p>	<p>Investment grade: AAA, AA+,AA,AA-, A+,A, A-, BBB+, BBB, BBB- Sub investment grade: BB+, BB, BB-, B+, B, B-, CCC+,CCC, CCC-,CC,C</p> <p>R: υπό επιτήρηση εποπτικής αρχής</p>
8	<p>Bond fund credit quality rating Εκτίμηση της ολικής πιστωτικής ποιότητας του χαρτοφυλακίου αμοιβαίου.</p>	<p>Investment grade: AAAf, AAf+,AAf,AAf-, Af+,Af, Af-, BBBf+, BBBf, BBBf- Sub investment grade: BBf+, BBf, BBf-, Bf+, Bf, Bf-, CCCf+,CCCf, CCCf-</p>
9	<p>Bond fund volatility rating Εκτίμηση της ευαισθησίας μιας επένδυσης σε αμοιβαία κεφάλαια σταθερού εισοδήματος στις αλλαγές συνθηκών της αγοράς.</p>	S1, S2, S3, S4, S5, S6

Πηγή: www.Standardpoor.com

Επεξεργασία: Π.Κουτσολουκά

3.3 Αξιολογήσεις κατά Fitch IBCA

Η Fitch καλύπτει ένα ευρύ φάσμα εκτιμήσεων πιστοληπτικής ικανότητας. Αξιολογεί εταιρείες, κράτη, δημοτικές αρχές, τράπεζες, ασφαλιστικές εταιρείες καθώς επίσης και άλλους χρηματοοικονομικούς οργανισμούς όπως επίσης και τα χρεόγραφα που εκδίδουν. Η Fitch καλύπτει επίσης αξιολογήσεις στον τομέα των structured finance που παραδοσιακά εξειδικεύεται.

Διακρίνουμε τις εξής κατηγορίες αξιολόγησης:

- **International credit ratings (διεθνής αξιολόγηση πιστοληπτικού κινδύνου)**

Προσδιορίζεται η ικανότητα εξόφλησης μιας υποχρέωσης ανεξάρτητα αν αυτή είναι σε ξένο ή εγχώριο νόμισμα. Αναφέρεται σε χώρες, εταιρείες, οργανισμούς καθώς και στα χρεόγραφα που εκδίδουν. Διακρίνονται σε μακροπρόθεσμες και βραχυπρόθεσμες. Στα βραχυπρόθεσμα credit ratings ο χρονικός ορίζοντας είναι μικρότερος από 12 μήνες για τις περισσότερες αξιολογήσεις ή μέχρι και 3 χρόνια για την αξιολόγηση αμερικάνικων δημόσιων χρεογράφων (US public finance securities), δίνοντας μεγαλύτερη έμφαση στην απαιτούμενη ρευστότητα που πρέπει να έχει κάποιος για να ανταποκριθεί στις υποχρεώσεις του.

§ Bank individual and support ratings

Individual ratings

Αξιολογείται μια τράπεζα και η πιθανότητα να απραμείνει ανεξάρτητη χωρίς να χρειασθεί οικονομική ενίσχυση (external support). Οι κυριότεροι παράγοντες αξιολόγησης είναι η κερδοφορία της, η αρτιότητα του ισολογισμού της συμπεριλαμβανομένης της κεφαλαιοποίησής της, franchise, η διοίκηση και οι προοπτικές της.

Support ratings

Απευθύνεται σε τράπεζες (επενδύσεων, ιδιωτικές), εταιρείες leasing, credit card, συμμετοχών και προσδιορίζει αν μια τράπεζα πρέπει να λάβει οικονομική ενίσχυση προκειμένου να ανταποκριθεί σε ορισμένες υποχρεώσεις της όπως χρέη, καταθέσεις και άλλα. Η κλίμακα αξιολόγησης είναι από 1-5.

- **Collateralized Debt Obligation Asset Manager Ratings**

Διακρίνεται σε:

Company and Management Experience Ratings: Αξιολογεί την εμπειρία της ομάδας management, την οργάνωση της εταιρείας, την ιστορία της, κα.

Financial Condition Ratings: Αξιολογεί την κεφαλαιακή διάρθρωση, την κερδοφορία της εταιρείας και την απόδοση αυτών των επενδύσεων.

Staffing Ratings: Αξιολόγηση προσωπικού.

Procedures and control ratings: Αξιολόγηση των διαδικασιών και ελέγχου που σχετίζονται με την διαχείριση επενδύσεων.

Credit underwriting/ asset selection: Αξιολογείται η πολιτική που ακολουθεί η εταιρεία προκειμένου να ολοκληρωθεί μια επένδυση.

Portfolio Management Ratings: Αξιολογεί την διαχείριση χαρτοφυλακίου.

CDO Administration Ratings: Αξιολογεί την διαχειριστική ικανότητα των CDO.

Technology Ratings: Αξιολογεί την τεχνολογική επάρκεια της εταιρείας.

Portfolio Performance Ratings: Αξιολογεί την απόδοση ενός χαρτοφυλακίου χρησιμοποιώντας ιστορικά στοιχεία.

- **Managed Fund Credit Ratings**

Αξιολογεί την ολική πιστωτική ποιότητα ενός αμοιβαίου κεφαλαίου. Χρησιμοποιείται η κλίμακα των International long term credit ratings. Για την αξιολογήση λαμβάνονται υπόψη παράγοντες όπως η πιστωτική ποιότητα του χαρτοφυλακίου, η διαφοροποίηση των περιουσιακών στοιχείων που αποτελείται, η ικανότητα διαχείρισής του κα.

- **National Managed Fund Credit Ratings and volatility Ratings**

Αξιολογεί αμοιβαία κεφάλαια μιας χώρας σε σχέση με το καλύτερο (AAA) της χώρας αυτής. Επίσης αξιολογεί την ευαισθησία της ολικής απόδοσης των μεριδίων των αμοιβαίων κεφαλαίων σε σχέση με την μεταβολή των επιτοκίων, τη ρευστότητα χαρτοφυλακίων και άλλων παραγόντων της αγοράς.

- **Insurer Financial Strength Ratings**

Αξιολογεί την οικονομική ευρωστία ενός ασφαλιστικού οργανισμού και την ικανότητά του να ανταποκριθεί στις κυριότερες υποχρεώσεις του. Δεν αξιολογούνται οι υποχρεώσεις αλλά ο ίδιος ο ασφαλιστικός οργανισμός. Η κλίμακα αξιολόγησης είναι η ίδια με την κλίμακα που χρησιμοποιείται στα International long term credit ratings. Η αξιολόγηση βασίζεται σε παράγοντες όπως η ρευστότητα, η λειτουργική απόδοση, η φερεγγυότητα και βιωσιμότητα της εταιρείας.

- **Asset Management Ratings**

Αξιολογεί την επιχειρησιακή ικανότητα μιας εταιρείας για την διαχείριση περιουσιακών στοιχείων.

Διακρίνεται σε:

Intrinsic Ratings: Παρέχει το μέτρο της ικανότητας μιας εταιρείας να διαχειρισθεί τον κίνδυνο που εμπεριέχεται στην διαχείριση περιουσιακών στοιχείων. Είναι περισσότερο ποιοτική αξιολογήση και βασίζεται σε πληροφορίες που παρέχει ο ίδιος ο αξιολογούμενος.

Performance ratings: Αξιολογεί την ικανότητα μιας εταιρείας να παράγει προστιθέμενη αξία στην διαχείριση ενός δεδομένου περιουσιακού στοιχείου, λαμβάνοντας υπόψη τόσο ποιοτικούς παράγοντες όσο και ποσοτικούς.

- **NATIONAL RATINGS**

- **National credit ratings:** Παρέχεται ένα μέτρο κινδύνου σε σχέση με το πλέον φερέγγυο οργανισμό μιας χώρας που θεωρείται συνήθως το κράτος. Διακρίνεται σε μακροπρόθεσμη και βραχυπρόθεσμη.

- **National Insurance Financial Strength :** Παρέχεται μέτρο φερεγγυότητας ασφαλιστικών οργανισμών σε σχέση με άλλους ασφαλιστικούς οργανισμούς της ίδιας χώρας.

Στον Πίνακα 3.3 που ακολουθεί δίνονται συνοπτικά οι κατηγορίες αξιολόγησης της Fitch IBCA και οι κλίμακες που χρησιμοποιούνται.

Πίνακας 3.3

A/a	Κατηγορία αξιολόγησης	Κλίμακα αξιολόγησης
1	International credit ratings Προσδιορίζεται η ικανότητα εξόφλησης μιας υποχρέωσης ανεξάρτητα αν αυτή είναι σε ξένο ή εγχώριο νόμισμα. Αναφέρεται σε χώρες, εταιρείες, οργανισμούς καθώς και στα χρεόγραφα που εκδίδουν.	Μακροπρόθεσμες Investment grade: AAA, AA+,AA,AA-, A+,A, A-, BBB+, BBB, BBB- Sub investment grade: BB+, BB, BB-, B+, B, B-, CCC+,CCC, CCC-,CC,C,D NR : μη αξιολογημένο Βραχυπρόθεσμες Investment grade: F1+, F1, F2, F3, Sub investment grade: B, C, D NR : μη αξιολογημένο
2	Bank Individual and Support credit ratings	
	§ Individual credit ratings Αξιολόγηση τράπεζας και προσδιορισμός της πιθανότητας εξωτερικής οικονομικής ενίσχυσής της.	A, A/B, B, B/C, C, C/D, D, D/E, E NR : μη αξιολογημένο s : Η αξιολόγηση βασίζεται σε δημοσιευμένες πληροφορίες, οι οποίες συμπληρώνονται από δεδομένα από την αξιολογούμενη εταιρεία
	§ Support credit ratings Προσδιορισμός αν μια τράπεζα πρέπει να λάβει οικονομική ενίσχυση για συγκεκριμένη υποχρέωσή της	1, 2, 3, 4, 5 1: ανώτατη κλίμακα 5: κατώτατη κλίμακα NR : μη αξιολογημένο 2T, 3T, 4T, 5T: Ο δείκτης T δηλώνει κίνδυνο μεταβίβασης
3	Collateralized Debt Obligation Asset Manager Ratings Προσδιορισμός των ικανοτήτων ενός CDO Asset manager.	
	§ Company and Management Experience Ratings Αξιολόγηση της εμπειρίας ομάδας management.	1, 2, 3, 4 1: ανώτατη κλίμακα 4: κατώτατη κλίμακα
	§ Financial Condition Ratings Αξιολόγηση κεφαλαιακής διάρθρωσης, κερδοφορίας και απόδοσης επενδύσεων.	1, 2, 3, 4 1: ανώτατη κλίμακα 4: κατώτατη κλίμακα
	§ Staffing Ratings Αξιολόγηση προσωπικού	1, 2, 3, 4 1: ανώτατη κλίμακα 4: κατώτατη κλίμακα
	§ Procedures and control ratings Αξιολόγηση διαδικασιών και ελέγχου διαχείρισης επενδύσεων	1, 2, 3, 4 1: ανώτατη κλίμακα 4: κατώτατη κλίμακα
	§ Credit underwriting / asset selection Αξιολόγηση πολιτικής που ακολουθείται προκειμένου να ολοκληρωθεί μια επένδυση.	1, 2, 3, 4 1: ανώτατη κλίμακα 4: κατώτατη κλίμακα
	§ Portfolio Management Ratings Αξιολόγηση διαχείρισης χαρτοφυλακίου	1, 2, 3, 4 1: ανώτατη κλίμακα 4: κατώτατη κλίμακα
	§ CDO Administration Ratings Αξιολόγηση διαχειριστικής ικανότητας	1, 2, 3, 4 1: ανώτατη κλίμακα 4: κατώτατη κλίμακα
	§ Technology Ratings Αξιολόγηση τεχνολογικής επάρκειας	1, 2, 3, 4 1: ανώτατη κλίμακα 4: κατώτατη κλίμακα

Πίνακας 3.3 (συνέχεια)

A/a	Κατηγορία αξιολόγησης	Κλίμακα αξιολόγησης
	§ Portfolio Performance Ratings Αξιολόγηση χαρτοφυλακίου απόδοσης	1, 2, 3, 4 1: ανώτατη κλίμακα 4: κατώτατη κλίμακα
4	Managed Fund Credit Ratings Προσδιορισμός της ολικής πιστωτικής ικανότητας ενός αμοιβαίου κεφαλαίου	Investment grade: AAA, AA+,AA,AA-, A+,A, A-, BBB+, BBB, BBB- Sub investment grade: BB+, BB, BB-, B+, B, B-, CCC+,CCC, CCC-,CC,C,D NR : μη αξιολογημένο
5	National Managed Fund Credit Ratings and volatility Ratings Αξιολόγηση της ευαισθησίας της απόδοσης ενός αμοιβαίου κεφαλαίου	V-1 +, V-1, V-2, V-3, V-4, V-5, V-6, V-7, V-8, V-9, V-10
6	Insurer Financial Strength Ratings Αξιολόγηση ασφαλιστικού οργανισμού και της δυνατότητας εκπλήρωσης των οικονομικών υποχρεώσεών του.	Μακροπρόθεσμες Investment grade: AAA, AA+,AA,AA-, A+,A, A-, BBB+, BBB, BBB- Sub investment grade: BB+, BB, BB-, B+, B, B-, CCC+,CCC, CCC-,CC,C,D NR : μη αξιολογημένο Βραχυπρόθεσμες Investment grade: F1+, F1, F2, F3, Sub investment grade: B, C, D NR : μη αξιολογημένο
7	Asset Management Ratings Intrinsic ratings Παρέχει το μέτρο της ικανότητας μιας εταιρείας να ελέγξει τον κίνδυνο που εμπεριέχεται στην διαχείριση περιουσιακών στοιχείων	aaa, aa, bbb, bb, insufficient
	§ Performance ratings Αξιολογεί την ικανότητα μιας εταιρείας να παράγει προστιθέμενη αξία στην διαχείριση ενός δεδομένου περιουσιακού στοιχείου	7, 6, 5, 4, 3, 2, 1 7: Ανώτατη κλίμακα 1: κατώτατη κλίμακα
8	NATIONAL RATINGS § National credit ratings Μέτρο του βαθμού του κινδύνου ενός εκδότη σε σχέση με τον πιο αξιόπιστο εκδότη της χώρας.	Μακροπρόθεσμες Investment grade: AAAxxx, AAxxx+,AAxx,AAxxx-, Axxx+,Axxx, Axxx-, BBBxxx+, BBBxxx, BBBxxx- Sub investment grade: BBxxx+, BBxxx, BBxxx-, Bxxx+, Bxxx, Bxxx-, CCCxxx+,CCCxxx, CCCxxx-,CCxxx,Cxxx,Dxxx NR : μη αξιολογημένο Βραχυπρόθεσμες Investment grade: F1xxx+, F1xxx, F2xxx, F3xx, Sub investment grade: Bxxx, Cxxx, Dxxx NR : μη αξιολογημένο Σε ορισμένες χώρες, οι εποπτικές αρχές ορίζουν κλίμακες αξιολόγησης για τις εγχώριες αγορές χρησιμοποιώντας ειδική ονοματολογία. Σε αυτές τις χώρες οι κλίμακες είναι A1+, A1,A2,A3.
	§ National Insurance Financial Strength Μέτρο κινδύνου ασφαλιστικών οργανισμών σε σχέση με άλλους της ίδιας χώρας.	Investment grade: AAAxxx, AAxxx+,AAxx,AAxxx-, Axxx+,Axxx, Axxx-, BBBxxx+, BBBxxx, BBBxxx- Sub investment grade: BBxxx+, BBxxx, BBxxx-, Bxxx+, Bxxx, Bxxx-, CCCxxx+,CCCxxx, CCCxxx-,CCxxx,Cxxx,Dxxx

Πηγή: www.Fitch.com

Επεξεργασία: Π.Κουτσολουκά

Πίνακας 3.4
ΣΥΓΚΡΙΤΙΚΟΣ ΠΙΝΑΚΑΣ ΜΕΤΑΞΥ ΟΙΚΩΝ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ

STANDARD AND POOR'S	FITCH IBCA	MOODY'S
Issue credit ratings Μακροπρόθεσμες AAA, AA+ έως D Βραχυπρόθεσμες A1, A2, A3, B, C, D	International credit ratings Μακροπρόθεσμες AAA, AA+ έως D Βραχυπρόθεσμες F1+, F1, F2, F3, B, C, D	Long term Ratings: Bonds and Referred Stock Aaa, Aa1, έως C
Issuer credit ratings Μακροπρόθεσμες AAA, AA+ έως SD, D Βραχυπρόθεσμες A1, A2, A3, B, C, SD, D		Issuer credit ratings § Senior Unsecured Issuer Ratings § Counterparty Ratings § Bank Issuer Ratings § Municipal Issuer Ratings § Senior Implied Ratings Aaa, Aa1, έως C
Insurer Financial Enhancement rating AAA, AA+ έως CC		
Insurer Financial Strength rating Μακροπρόθεσμες AAA, AA+ έως SD, D Βραχυπρόθεσμες A1, A2, A3, B, C, R	Insurer Financial Strength Ratings Μακροπρόθεσμες AAA, AA+ έως D Βραχυπρόθεσμες F1+, F1, F2, F3, B, C, D	Insurance Financial Strength rating Μακροπρόθεσμες Aaa, Aa1, έως C Βραχυπρόθεσμες Prime-1, Prime-2, Prime-3, Not Prime
Money market fund rating AAAm –Dm Ενδιάμεσες κλίμακες (+) και (-) από την AA έως και την CCC.		
Bond fund credit quality rating AAAf, AA+ έως CCCf	Managed Fund Credit Ratings AAA, AA+ έως D	Mutual Fund Credit Quality Ratings Aaa, Aa1, έως B § Market risk ratings MR1+, MR1, MR2, MR3, MR4, MR5 § Management quality ratings MQ1, MQ2, MQ3, MQ4, MQ5
	National Managed Fund Credit Ratings and volatility Ratings V-1+, V-1...V10	
Bond fund volatility rating S1,S2,S3,S4,S5,S6		
National scale rating <ul style="list-style-type: none"> • Debt rating • Enterprise credit rating Μακροπρόθεσμες Συνοδεύεται συνήθως από γράμματα μιας χώρας Π.χ Αργεντινή raAAA –raD Ενδιάμεσες κλίμακες (+) και (-) από την raAA έως και την raB Βραχυπρόθεσμες Brazil :brA1- brD Enterprise : brA1- brC, brSD, brD	NATIONAL RATINGS § National credit ratings Μακροπρόθεσμες AAA xxx, AA+ έως Dxxx Βραχυπρόθεσμες F1+, F1, F2, F3, B, C, D § National Insurance Financial Strength AAA xxx, AA+ έως Cxxx	National scale rating Μακροπρόθεσμες Aaa.n , Aa1.n, έως C.n Οπου n γράμματα για κάθε χώρα. Βραχυπρόθεσμες N-1, N-2, N-3, N-4 Οπου N ο δείκτης κάθε χώρας.
Bank survivability assessment AAA, AA+ έως C	Bank Individual and support credit ratings § Individual credit ratings A, A/B, B, B/C, C, C/D, D, D/E, E § Support credit ratings 1, 2, 3, 4, 5	Bank Financial Strength Ratings A, B+, B, B-, C+, C, C-, D+,D, D-, E

STANDARD AND POOR'S	FITCH IBCA	MOODY'S
		Bank Deposit Ratings Μακροπρόθεσμες Aaa, Aa1, έως C Βραχυπρόθεσμες Prime-1, Prime-2, Prime-3, Not Prime
	Collateralized Debt Obligation Asset Manager Ratings § Company and Management Experience Ratings § Financial Condition Ratings § Staffing Ratings § Procedures and control ratings § Credit underwriting/ asset selection § Portfolio Management Ratings § CDO Administration Ratings § Technology Ratings § Portfolio Performance Ratings Για όλες τις υποκατηγορίες:1,2,3,4	
	Asset Management Ratings § Intrinsic ratings aaa, aa, bbb, bb, insufficient § Performance ratings 7,6,5,4,3,2,1	
		Real Estate Fund Ratings § Management quality component Aaa(MQ) έως B (MQ) Ενδιάμεσες κλίμακες με αριθμητικούς συντελεστές 1 για το ανώτερο,2 και 3, από την Aa (MQ) έως και την B(MQ). § Portfolio investment quality component Aaa(IQ) έως B (IQ) Ενδιάμεσες κλίμακες με αριθμητικούς συντελεστές 1 για το ανώτερο,2 και 3, από την Aa (IQ) έως και την B(IQ).
		Management Quality Ratings for US Affordable housing providers MQ1, MQ2,MQ3, MQ4,MQ5,MQ6

Πηγή:Moody's, Standard & Poor's, Fitch IBCA.
 Επεξεργασία: Π.Κουτσολουκά

ΜΕΡΟΣ ΔΕΥΤΕΡΟ

ΕΙΔΙΚΑ ΘΕΜΑΤΑ

Κεφάλαιο 4

Καθοριστικοί παράγοντες για την αξιολόγηση πιστοληπτικής ικανότητας κρατών

4.1 Σχέση μεταξύ αξιολογήσεων και παραγόντων

Οι οίκοι Moody's και Standard and Poor's για την αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας κρατών (sovereign credit ratings) χρησιμοποιούν ένα πλήθος οικονομικών, κοινωνικών και πολιτικών παραγόντων. Η πλήρης συσχέτιση μεταξύ των παραγόντων αυτών και των αξιολογήσεων δεν είναι δυνατή τις περισσότερες φορές για δύο κυρίως λόγους: πρώτον, πολλοί από τους παράγοντες δεν μπορούν να ποσοτικοποιηθούν και δεύτερον οι οίκοι αξιολόγησης δεν καθορίζουν τη σχετική βαρύτητα κάθε παραμέτρου στον προσδιορισμό της τελικής αξιολόγησης.

Η αξιολόγηση των κρατών για τις υποχρεώσεις τους σε εγχώριο νόμισμα επηρεάζεται από παράγοντες όπως η πολιτική σταθερότητα, η διάρθρωση της οικονομίας, η δημοσιονομική πολιτική, η νομισματική πολιτική και οι πληθωριστικές πιέσεις καθώς και τα χρέη του δημοσίου και ιδιωτικού τομέα. Για παράδειγμα ένα κράτος αξιολογείται με μεγαλύτερο βαθμό όταν η κυβέρνηση είναι σταθερή και ανταποκρίνεται άμεσα στα προβλήματα της οικονομίας, το βιοτικό επίπεδο βελτιώνεται, ο πληθωρισμός κυμαίνεται σε χαμηλά επίπεδα, τα χρέη του δημοσίου και ιδιωτικού τομέα είναι χαμηλά και τυχόν δημοσιονομικά προβλήματα είναι μικρής κλίμακας.

Οι ίδιοι παράγοντες επηρεάζουν και τις αξιολογήσεις των κρατών για την αποπληρωμή των υποχρεώσεών τους σε ξένο νόμισμα, αλλά επιπρόσθετα λαμβάνονται υπόψη πολιτικοί και οικονομικοί παράγοντες που επηρεάζουν το εξωτερικό δημόσιο χρέος αλλά και το εξωτερικό χρέος του ιδιωτικού τομέα, (εξετάζονται και τα χρέη του ιδιωτικού τομέα, καθώς σε αρκετές χώρες σε περιόδους κρίσης τα έχει αναλάβει ο δημόσιος τομέας). Άλλοι παράγοντες που λαμβάνονται υπόψη είναι τα αποθέματα της χώρας σε ξένο νόμισμα και η δυνατότητα χρηματοδότησης αυτής από το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο και άλλους διεθνείς οικονομικούς οργανισμούς καθώς και από τις διεθνείς χρηματαγορές (διεθνή ομόλογα, κοινοπρακτικά δάνεια).

Μια εξέταση των αναλυτικών μεθοδολογιών που εφαρμόζουν οι μεγαλύτεροι οίκοι αξιολόγησης δείχνει ότι δεν χρησιμοποιούν ειδικά μοντέλα για να αξιολογήσουν ένα κράτος. Αντί αυτού έχουν ως στόχο να εκτιμήσουν μια σειρά ποιοτικών παραμέτρων και ποσοτικών δεικτών που επηρεάζουν τον κίνδυνο μη εκπλήρωσης των υποχρεώσεων μιας χώρας. Γενικά οι οίκοι δεν προχωρούν σε εκτεταμένες αναλύσεις σεναρίων και υπολογισμούς κινδύνων σε ακραίες συνθήκες και σπάνια δίνουν πιθανότητες σε συγκεκριμένους παράγοντες κινδύνου και σενάρια κατά την αξιολόγηση.

Ωστόσο, αν και οι οίκοι αξιολόγησης τονίζουν ότι δεν χρησιμοποιούν συγκεκριμένο τύπο για να συνδυάσουν τις εκτιμήσεις τους για τους οικονομικούς και πολιτικούς παράγοντες που επηρεάζουν τις αξιολογήσεις, έχουν πραγματοποιηθεί μια σειρά εμπειρικών μελετών που αφορούσαν τους παράγοντες στους οποίους δίνεται μεγαλύτερη βαρύτητα κατά την αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας κρατών, με πιο σημαντική αυτή των Cantor και Packer (1996).

Οι Cantor και Packer (1996) χρησιμοποιώντας τις αξιολογήσεις 49 χωρών στις οποίες προέβησαν οι οίκοι Moody's και Standard and Poor's στις 29 Σεπτεμβρίου 1995 και με τη βοήθεια γραμμικής παλινδρόμησης, προσπάθησαν να υπολογίσουν την σχετική βαρύτητα οκτώ μεταβλητών που επανειλημμένα εμφανίζονται στις αξιολογήσεις των κρατών από την Moody's και Standard and Poor's. Αναλυτικότερα οι χρησιμοποιηθείσες μεταβλητές και η λογική τους συνοψίζονται κατωτέρω (Cantor & Packer, 1996):

§ Κατά κεφαλήν εισόδημα (per capita income)

Όσο μεγαλύτερη είναι η φορολογική βάση της δανειζόμενης χώρας, τόσο μεγαλύτερη είναι η ικανότητά της να αποπληρώσει το χρέος της. Αυτή η μεταβλητή μπορεί να χρησιμοποιηθεί και ως δείκτης του επιπέδου πολιτικής σταθερότητας και άλλων θεμελιωδών οικονομικών μεγεθών. Αυξημένο κατά κεφαλήν εισόδημα συνεπάγεται και μεγαλύτερο βαθμό αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας.

§ Αύξηση Ακαθάριστου Εγχώριου Προϊόντος (GDP growth)

Ένας σχετικά υψηλός ρυθμός οικονομικής ανάπτυξης συνεπάγεται ότι το υπάρχον κρατικό χρέος θα μπορέσει εύκολα στο μέλλον να αποπληρωθεί. Αύξηση Ακαθάριστου Εγχώριου Προϊόντος συνεπάγεται και μεγαλύτερο βαθμό αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας.

§ Πληθωρισμός (inflation)

Ο υψηλός πληθωρισμός αποτελεί ένδειξη ύπαρξης προβλημάτων στην διάρθρωση της οικονομίας της χώρας και στην οικονομική πολιτική. Όταν η κυβέρνηση εμφανίζεται

είτε απρόθυμη είτε ανίκανη να πληρώσει τα τρέχοντα έξοδα που εμφανίζονται στον προϋπολογισμό μέσω φορολογίας ή έκδοσης ομολόγου, αναγκαστικά προσφεύγει στην αύξηση της κυκλοφορίας νομίσματος (inflationary money finance). Αύξηση του πληθωρισμού μπορεί να προκαλέσει μείωση του βαθμού της πιστοληπτικής ικανότητας.

§ Δημοσιονομικό ισοζύγιο (fiscal balance)

Μεγάλο δημόσιο έλλειμμα απορροφά τις αποταμιεύσεις ιδιωτών και πόρους από επενδύσεις και συνεπάγεται ότι η κυβέρνηση δεν θέλει ή δεν μπορεί να φορολογήσει τους πολίτες προκειμένου να καλύψει τα τρέχοντα έξοδα ή να εξυπηρετήσει το χρέος της. Αύξηση του δημοσίου ελλείμματος μπορεί να προκαλέσει μείωση του βαθμού αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας.

§ Εξωτερικό ισοζύγιο (external balance)

Υψηλό έλλειμμα τρεχουσών συναλλαγών υποδηλώνει ότι τόσο ο δημόσιος όσο και ο ιδιωτικός τομέας βασίζονται σε μεγάλο βαθμό σε χρηματοδότηση από το εξωτερικό. Όταν το έλλειμμα τρεχουσών συναλλαγών δεν μειώνεται, αυτό έχει σαν αποτέλεσμα το ανεξόφλητο εξωτερικό χρέος να αυξάνεται και κάποια στιγμή να γίνεται δυσβάστακτο, με αποτέλεσμα την μείωση του βαθμού της πιστοληπτικής ικανότητας της χώρας.

§ Εξωτερικό χρέος (external debt)

Υψηλότερο εξωτερικό χρέος συνεπάγεται υψηλότερο κίνδυνο μη εκπλήρωσης μιας υποχρέωσης, κατά συνέπεια μικρότερο βαθμό πιστοληπτικής ικανότητας. Η σπουδαιότητα του παράγοντα αυτού γίνεται μεγαλύτερη όταν το χρέος της χώρας σε ξένο νόμισμα αυξάνεται σε σχέση με τις εξαγωγές της.

§ Δείκτης οικονομικής ανάπτυξης (economic development)

Αν και το επίπεδο ανάπτυξης μετράται όπως προαναφέρθηκε με την μεταβλητή του κατά κεφαλήν εισοδήματος, εν τούτοις οι οίκοι αξιολόγησης πολλές φορές χρησιμοποιούν την τιμή του δείκτη αυτού ως όριο πάνω από το οποίο ο πιστωτικός κίνδυνος μειώνεται. Έτσι όταν μια χώρα φτάσει σε συγκεκριμένο επίπεδο ανάπτυξης /εισοδήματος έχει μεγαλύτερη πιθανότητα να εκπληρώσει μια οικονομική υποχρέωσή της. Οι Cantor & Packer (1996) χρησιμοποιούν αυτό το ελάχιστο εισόδημα ή το ελάχιστο επίπεδο ανάπτυξης με έναν απλό δείκτη κατάταξης μιας χώρας σε βιομηχανοποιημένη ή όχι (σύμφωνα με την κατάταξη του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου).

§ Ιστορικό πτώχευσης (default history)

Όταν μια χώρα έχει πρόσφατα αποτύχει στην εκπλήρωση των χρεών της έχει μεγάλο πιστωτικό κίνδυνο, κατά συνέπεια μικρότερο βαθμό αξιολόγησης. Τόσο οι θεωρητικές όσο και οι εμπειρικές μελέτες αποδεικνύουν πως οι χώρες που δεν εκπληρώνουν τα χρέη τους είναι αναξιόπιστες στους πιστωτές της. Κατά συνέπεια κατά την αξιολόγηση μιας χώρας λαμβάνεται υπόψη η πιστωτική της φήμη χρησιμοποιώντας έναν δείκτη που δηλώνει αν η συγκεκριμένη χώρα έχει πτωχεύσει ή όχι μέχρι το 1970.

Η μελέτη των Cantor & Packer (1996) έδειξε ότι πέντε από τις οκτώ μεταβλητές σχετίζονται άμεσα με τις αξιολογήσεις των Moody's και Standard and Poor's για τις 49 χώρες. Πιο συγκεκριμένα, το υψηλό κατά κεφαλήν εισόδημα εμφανίζεται να σχετίζεται με υψηλό βαθμού αξιολόγησης. Είναι χαρακτηριστικό ότι για τις χώρες που αξιολογούνται με τον υψηλότερο βαθμό (9 από την Moody's και 11 από την Standard and Poor's), το μέσο κατά κεφαλήν εισόδημα είναι λίγο μικρότερο των \$ 24.000. Χαμηλός πληθωρισμός και χαμηλό εξωτερικό χρέος σχετίζονται με υψηλότερου βαθμού αξιολογήσεις. Επίσης υψηλό επίπεδο οικονομικής ανάπτυξης, με βάση το δείκτη εκβιομηχάνισης αυξάνει την πιθανότητα αξιολόγησης μιας χώρας με Aa/AA. Αντίθετα το ιστορικό πτώχευσης μιας εταιρείας επιδρά αρνητικά στην αξιολόγηση μιας χώρας περιορίζοντάς την σε βαθμό μικρότερο του Baa/BBB.

Για τις υπόλοιπες 3 μεταβλητές- αύξηση ΑΕγχΠ, δημοσιονομικό και εξωτερικό ισοζύγιο- δεν προκύπτει σχέση τους με τις αξιολογήσεις. Αναλυτικότερα, η απουσία συσχέτισης της αύξησης του ΑΕγχΠ με τις αξιολογήσεις μπορεί να ερμηνευθεί από το γεγονός ότι πολλές αναπτυσσόμενες χώρες έχουν την τάση να αναπτύσσονται ταχύτερα σε σχέση με τις ώριμες οικονομίες. Επίσης σε ότι αφορά το δημοσιονομικό και εξωτερικό ισοζύγιο, πολλές χώρες προκειμένου να βελτιώσουν την πιστωτική τους εικόνα επιλέγουν αυστηρή δημοσιονομική πολιτική και θέτουν περιορισμούς στην εισροή ξένων κεφαλαίων.

Με την βοήθεια πολλαπλής παλινδρόμησης οι Cantor & Packer προσδιόρισαν ποσοτικά την συνολική επίδραση των μεταβλητών αλλά και την συνεισφορά κάθε μιας από αυτές στον προσδιορισμό της αξιολόγησης. Δόθηκαν αριθμητικές τιμές για τις αξιολογήσεις ως εξής: για αξιολόγηση B3/B- =1, B2/B=2, B1/B+=3, Ba3/BB-= 4, έως Aaa/AAA=16. Στην περίπτωση μέτρησης μέσης τιμής αξιολόγησης μιας χώρας, λαμβάνεται ο μέσος όρος των δύο αριθμητικών τιμών που αντιπροσωπεύουν τις αξιολογήσεις της Moody's και Standard and Poor's για την συγκεκριμένη χώρα. Η παλινδρόμηση (μέθοδος ελαχίστων

τετραγώνων) σχετίζει τα αριθμητικά ισοδύναμα των Moody's και Standard and Poor's με τις οκτώ μεταβλητές.

Τα αποτελέσματα φαίνονται στον πίνακα 4.1. Η πρώτη στήλη δείχνει ότι η παλινδρόμηση του μέσου όρου των αξιολογήσεων της Moody's και Standard and Poor's σε σχέση με τις οκτώ μεταβλητές έχει ως R^2 μεγαλύτερο του 90% και το υπολειπόμενο τυπικό σφάλμα γύρω στην 1,2 μονάδα κλίμακας αξιολόγησης. Σημειώνεται ότι ενώ το μοντέλο δίνει ικανοποιητικά αποτελέσματα, η παλινδρόμηση επιτυγχάνει υψηλή τιμή του R^2 για εκτιμήσεις μεγάλων διαφορών μεταξύ των αξιολογήσεων. Για παράδειγμα το μοντέλο μπορεί να προβλέψει ότι η αξιολόγηση της Γερμανίας (Aaa/AAA) θα είναι πολύ μεγαλύτερη από αυτή της Ουγγαρίας (Ba1/BB+). Όμως δεν μπορεί να δώσει ικανοποιητικά αποτελέσματα σε ότι αφορά μικρές διαφορές μεταξύ των αξιολογήσεων όπως για παράδειγμα γιατί το Μεξικό αξιολογείται με Ba2/BB και η Νότια Αφρική με Baa3/BBB. Αυτές οι διαφορές, αν και αρκετά μικρές, προκαλούν μεγάλη αμφισβήτηση στις οικονομικές αγορές. Η παλινδρόμηση δεν έχει σφάλμα πρόβλεψης που να υπερβαίνει τις 3 μονάδες κλίμακας αξιολόγησης, ενώ το σφάλμα που υπερβαίνει τις 2 μονάδες εμφανίζεται στην περίπτωση μόλις 4 χωρών.

Τα στατιστικά αποτελέσματα δείχνουν ότι τόσο η Moody's όσο και Standard and Poor's χρησιμοποιούν τα ίδια κριτήρια αξιολόγησης τα οποία ωστόσο δεν έχουν την ίδια βαρύτητα (στήλη 2 και 3, πίνακας 4.1). Αυτή η συμφωνία ως προς τα κριτήρια που χρησιμοποιούν οι δύο οίκοι πρέπει να θεωρείται δεδομένη, καθώς παραπάνω από το 50% των αξιολογήσεών τους είναι σχεδόν ταυτόσημες, ενώ οι διαφορές που μερικές φορές παρουσιάζουν είναι πολύ μικρές. Η 4^η στήλη του πίνακα 4.1 δείχνει την παλινδρόμηση των διαφορών αξιολόγησης (αξιολόγηση Moody's - αξιολόγηση Standard and Poor's) ως προς αυτές τις μεταβλητές. Εστιάζοντας μόνο στους στατιστικά σημαντικούς συντελεστές, προκύπτει ότι η Moody's δίνει μεγαλύτερη σημασία στον παράγοντα του εξωτερικού χρέους και την μικρότερη στο ιστορικό πτώχευσης (αρνητικοί παράγοντες) σε σχέση με την Standard and Poor's. Ωστόσο η Moody's δίνει λιγότερη βαρύτητα στο κατά κεφαλήν εισόδημα (θετικός παράγοντας).

Πίνακας 4.1
Καθοριστικοί παράγοντες των αξιολογήσεων κρατών

Μεταβλητή	Εξαρτημένη μεταβλητή			
	Μέσος όρος αξιολόγησης	Αξιολόγηση Moody's	Αξιολόγηση Standard & Poor's	Moody's/ Standard & Poor's διαφορές αξιολόγησης ¹
Intercept	1,442 (0,633)	3,408 (1,379)	-0,524 (0,223)	3,932 ^{**} (2,521)
Κατά κεφαλήν εισόδημα	1,242 ^{***} (5,302)	1,027 ^{***} (4,041)	1,458 ^{***} (6,048)	-0,431 ^{***} (2,688)
Αύξηση ΑΕγχΠ	0,151 [*] (1,935)	0,130 (1,545)	0,171 ^{**} (2,132)	-0,040 (0,756)
Πληθωρισμός	-0,611 ^{***} (2,839)	-0,630 ^{***} (2,701)	-0,591 ^{***} (2,671)	-0,039 (0,265)
Δημοσιονομικό ισοζύγιο	0,073 (1,324)	0,049 (0,818)	0,097 [*] (1,71)	-0,048 (1,274)
Εξωτερικό ισοζύγιο	0,003 (0,314)	0,006 (0,535)	0,001 (0,046)	0,006 (0,779)
Εξωτερικό χρέος	-0,013 ^{***} (5,088)	-0,015 ^{***} (5,365)	-0,011 ^{***} (4,236)	-0,004 ^{**} (2,133)
Δείκτης οικονομικής ανάπτυξης	2,776 ^{***} (4,25)	2,957 ^{***} (4,175)	2,595 ^{***} (3,861)	0,362 (0,81)
Δείκτης ιστορικού πτώχευσης	-2,042 ^{***} (3,175)	-1,463 ^{**} (2,097)	-2,622 ^{***} (3,962)	1,159 ^{***} (2,632)
Προσαρμοσμένο R²	0,924	0,905	0,926	0,251
Τυπικό σφάλμα	1,222	1,325	1,257	0,836

Πηγή: Moody's, Standard & Poor's, World Bank, International Monetary Fund, Bloomberg L.P, Salomon Brothers, J.P Morgan, εκτιμήσεις Federal Reserve Bank of New York

Επεξεργασία: Cantor & Packer (1996)

Σημειώσεις: Το μέγεθος δείγματος 49 χώρες. Στις παρενθέσεις αναγράφονται οι απόλυτες τιμές των t-statistics.

¹Η διαφορά του βαθμού αξιολόγησης μεταξύ Moody's και Standard & Poor's

Επίπεδο σημαντικότητας:

(*): 10%

(**): 5%

(***): 1%

Αξίζει να σημειωθεί ότι σε μεταγενέστερη μελέτη που διενεργήθηκε από τους Juttner & McCarthy (1998) επανεξετάσθηκε το μοντέλο που αναπτύχθηκε από τους Cantor & Packer (1996). Τα συμπεράσματα ήταν παρόμοια. Ειδικότερα και οι Juttner & McCarthy (1998) κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι πέντε μεταβλητές επηρεάζουν τις αξιολογήσεις: το επίπεδο του κατά κεφαλήν εισοδήματος και το αν μια χώρα είναι βιομηχανοποιημένη ή όχι (μεταβλητές με θετική επίδραση), το υψηλό επίπεδο πληθωρισμού, υψηλή αναλογία

εξωτερικού χρέους προς εξαγωγές, καθώς και προηγούμενη μη εκπλήρωση των υποχρεώσεών τους (μεταβλητές με αρνητική επίδραση). Επιπλέον επανεκτίμησαν το μοντέλο λαμβάνοντας υπόψη δεδομένα των ετών 1996, 1997 και 1998 δίνοντας ιδιαίτερη βαρύτητα στο αν αυτό το μοντέλο μπορεί να εξηγήσει rating crises. Τα αποτελέσματα για τα έτη 1996 και 1997 είναι παρόμοια με αυτά του 1995 των Cantor & Packer. Όμως για το 1998 τα αποτελέσματα διαφοροποιούνται ως προς τον αριθμό των μεταβλητών και την βαρύτητα που έχει η κάθε μια καθώς εμφανίζονται νέες μεταβλητές οι οποίες ερμηνεύουν τις αξιολογήσεις, όπως το αμφίβολο ενεργητικό τραπεζών (problematic bank assets) ως ποσοστό του A Εγχ Π και η διαφορά επιτοκίων (ως υποκατάστατο της αναμενόμενης μεταβολής των συναλλαγματικών ισοτιμιών).

4.2 Σχέση μεταξύ αξιολογήσεων και αποδόσεων

Το φθινόπωρο του 1995, οι Moody's και Standard and Poor's αξιολόγησαν 35 χώρες οι οποίες είχαν εκδώσει ευρωομόλογα σε δολάρια ΗΠΑ. (eurodollar bonds). Για κάθε χώρα και για το πιο ρευστοποιήσιμο ομόλογο υπολογίστηκε η διαφορά απόδοσής του από αυτής των αμερικανικών κρατικών ομολόγων (όπως προκύπτουν από την Bloomberg LP, 29 – 09-1995). Η μελέτη των Cantor & Packer (1996) περιελάμβανε παλινδρόμηση των λογαρίθμων των spreads όπως αυτές αναφέρθηκαν παραπάνω σε σχέση με τις αξιολογήσεις τους. Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι οι αξιολογήσεις των χωρών εξηγούν ικανοποιητικά τις αποδόσεις (πίνακας 4.2 στήλη 1). Έτσι η μεταβλητή του μέσου όρου αξιολογήσεων εξηγεί κατά 92% την μεταβολή της απόδοσης του ομολόγου με τυπικό σφάλμα στο 0,294.

Η παλινδρόμηση των spreads σε σχέση με τις οκτώ μεταβλητές, που κατά κύριο λόγο χρησιμοποιούνται για τον προσδιορισμό της πιστοληπτικής ικανότητας μιας χώρας, εξηγεί κατά 86% την μεταβολή του δείγματος (στήλη 2, πίνακας 4.2). Λαμβάνοντας υπόψη τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης (στήλη 1, πίνακας 4.2) όπου οι αξιολογήσεις εξηγούν κατά 92% την μεταβολή των αποδόσεων, προκύπτει ότι οι αξιολογήσεις παρέχουν επιπρόσθετες πληροφορίες.

Η τρίτη στήλη του Πίνακα 4.2 παρουσιάζει την παλινδρόμηση των spreads σε σχέση τόσο με τις αξιολογήσεις όσο και με τις οκτώ μεταβλητές. Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι ο συντελεστής των αξιολογήσεων παραμένει σταθερός (σε σχέση με την στήλη 1) ενώ οι άλλες μεταβλητές είναι στατιστικά μη σημαντικές (τόσο στο σύνολό τους όσο και

μεμονωμένες). Η τιμή του R^2 (0,914) είναι μικρότερη σε σχέση με την τιμή που παρουσιάζεται στην πρώτη στήλη, γεγονός που ενισχύει τα ανωτέρω συμπεράσματα.

Συμπερασματικά, η έρευνα των Cantor & Packer (1996) έδειξε ότι οι αξιολογήσεις μπορεί να περιλαμβάνουν πληροφορίες που δεν είναι διαθέσιμες από άλλες δημόσιες πηγές, ενώ από την άλλη μεριά οι παράγοντες καθορισμού μιας αξιολόγησης δεν παρέχουν καμία πρόσθετη πληροφορία που να σχετίζεται με την απόδοση των ομολόγων μιας χώρας.

Πίνακας 4.2
Αξιολογήσεις και δημόσιες πληροφορίες

Μεταβλητή	Εξαρτημένη μεταβλητή: Log (spreads)		
	(1)	(2)	(3)
Intercept	2,105*** (16,148)	0,466 (0,345)	0,074 (0,071)
Μέσος όρος αξιολογήσεων	-0,221*** (19,715)		-0,218*** (4,276)
Κατά κεφαλήν εισόδημα		-0,144 (0,927)	0,226 (1,523)
Αύξηση ΑΕγχ Π		-0,004 (0,142)	0,029 (1,227)
Πληθωρισμός		0,108 (1,393)	-0,004 (0,068)
Δημοσιονομικό ισοζύγιο		-0,037 (1,557)	-0,02 (1,045)
Εξωτερικό ισοζύγιο		-0,038 (1,29)	-0,023 (1,008)
Εξωτερικό χρέος		0,003*** (2,651)	0,000 (0,095)
Δείκτης οικονομικής ανάπτυξης		-0,723** (2,059)	-0,38 (1,341)
Δείκτης ιστορικού πτώχευσης		0,612*** (2,577)	0,085 (0,385)
Προσαρμοσμένο R^2	0,919	0,857	0,914
Τυπικό σφάλμα	0,294	0,392	0,304

Πηγή: Moody's, Standard & Poor's, World Bank, International Monetary Fund, Bloomberg L.P, Salomon Brothers, J.P Morgan, εκτιμήσεις Federal Reserve Bank of New York

Επεξεργασία: Cantor & Packer (1996)

Σημειώσεις: Το μέγεθος δείγματος 49 χώρες. Στις παρενθέσεις αναγράφονται τιμές absolute t-statistics.

¹Η διαφορά του βαθμού αξιολόγησης μεταξύ Moody's και Standard & Poor's

Επίπεδο σημαντικότητας:

(*): 10%

(**): 5%

(***): 1%

Κεφάλαιο 5

Διαφορές στις αξιολογήσεις μεταξύ των οίκων

5.1 Εισαγωγή

Πολύ συχνά, όταν οι Εποπτικές αρχές και οι επενδυτές χρησιμοποιούν τις αξιολογήσεις των διαφόρων οίκων, θεωρούν ως δεδομένο ότι αυτές είναι ισοδύναμες. Ωστόσο, οι δύο κορυφαίοι οίκοι Moody's και Standard & Poor's δίνουν κατά μέσο όρο χαμηλότερες αξιολογήσεις εταιρικών ομολόγων από τους κύριους ανταγωνιστές τους Fitch και Duff and Phelps. Δεν είναι σαφές αν αυτές οι διαφορές αντανακλούν διαφορές στις κλίμακες αξιολόγησης ή την ύπαρξη μεροληψίας στην επιλογή του δείγματος εταιρειών. Η ύπαρξη μεροληψίας προκύπτει από το γεγονός ότι η Moody's και η Standard & Poor's αξιολογούν όλα τα εταιρικά ομόλογα που εκδίδονται στις αμερικανικές αγορές, ενώ οι ανταγωνιστές τους προχωρούν στην αξιολόγηση μόνο κατόπιν αίτησης των εκδοτών. Επομένως είναι πιθανόν εταιρείες που προσδοκούν σε υψηλότερη αξιολόγηση της πιστοληπτικής τους ικανότητας από αυτή που τους δίνουν οι Moody's και Standard & Poor's να απευθυνθούν σε αυτούς τους οίκους.

Οι Cantor & Packer (1997) ήταν οι πρώτοι που εκτίμησαν την σημασία της επιλογής του δείγματος στη ερμηνεία των παρατηρούμενων διαφορών στις αξιολογήσεις και προσπάθησαν να ερμηνεύσουν τις διαφορές που παρατηρούνται ανάμεσα στους κυριότερους αμερικανικούς οίκους, εξετάζοντας παράλληλα και τους λόγους που οδηγούν τις εταιρείες στην απόφαση να ζητήσουν μια τρίτη αξιολόγηση.

5.2 Διαφορές στις αξιολογήσεις

Οι αξιολογήσεις ομολόγων από τους τέσσερις κύριους αμερικανικούς οίκους αξιολόγησης Moody's, Standard & Poor's, Fitch και Duff and Phelps είναι συγκρίσιμες με την έννοια ότι μετρούν την πιθανότητα αδυναμίας ή καθυστέρησης πληρωμής μιας οικονομικής υποχρέωσης. Από την στιγμή που οι εποπτικές αρχές υιοθέτησαν στους κανονισμούς την παρουσία αξιολογήσεων, θεώρησαν ως δεδομένη την ομοιομορφία των βασικών κλιμάκων αξιολόγησης. Ωστόσο η αντιστοιχία μεταξύ των κλιμάκων αξιολόγησης δεν έχει καταστεί απόλυτα σαφής.

Το γεγονός αυτό έρχονται να ενισχύσουν οι διαφορές στις αξιολογήσεις των τεσσάρων προαναφερόμενων οίκων. Ο πίνακας 5.1 συνοψίζει τους μέσους όρους των διαφορών αξιολογήσεων που παρατηρήθηκαν σε ένα μεγάλο δείγμα εταιρειών κατά το έτος 1993 από τις Moody's, Standard & Poor's, Fitch και Duff and Phelps.

Πίνακας 5.1
Διαφορές αξιολογήσεων μεταξύ οίκων

	Κατανομή των αξιολογήσεων Duff and Phelps σε σχέση με		Κατανομή των αξιολογήσεων Fitch σε σχέση με	
	Moody's	Standard & Poor's	Moody's	Standard & Poor's
Ποσοστό εταιριών με υψηλότερη αξιολόγηση	49,7	43,2	58,7	49,7
Ποσοστό εταιριών με τον ίδιο βαθμό αξιολόγησης	39,6	44,0	35,5	43,2
Ποσοστό εταιριών με χαμηλότερη αξιολόγηση	10,7	12,8	5,8	7,1
Διαφορά κατά μέσο όρο των αξιολογήσεων	0,60	0,46	0,74	0,56

Σημείωση: Σύγκριση 363 εταιρειών που αξιολογήθηκαν από κοινού από Moody's, Standard & Poor's και Duff and Phelps και 157 εταιρειών που αξιολογήθηκαν από κοινού από Moody's, Standard & Poor's και Fitch για το έτος 1993.

Πηγή: Cantor & Packer (1997)

Το δείγμα δείχνει ότι η Fitch και η Duff and Phelps δίνουν συστηματικά υψηλότερες αξιολογήσεις από ότι η Moody's και η Standard & Poor's σε ομόλογα που αξιολογήθηκαν από τους οίκους αυτούς. Για παράδειγμα, ενώ η Duff and Phelps αξιολόγησε με υψηλότερο βαθμό το 49,7% των περιπτώσεων σε σχέση με την Moody's, αξιολόγησε με μικρότερο βαθμό μόλις το 10,7% των περιπτώσεων. Παρόμοιες διαφορές παρατηρούνται κατά την σύγκριση των αξιολογήσεων και άλλων οίκων μεταξύ τους.

Οι Cantor & Packer (1997) προσπάθησαν να δώσουν μια απάντηση στις παρατηρούμενες διαφορές με την βοήθεια εμπειρικού μοντέλου. Στις παραγράφους που ακολουθούν παρατίθεται το μοντέλο που αναπτύχθηκε και δίνονται τα αποτελέσματα στα οποία κατέληξε η συγκεκριμένη έρευνα.

5.3 Εξήγηση

Στην περίπτωση που όλοι οι οίκοι αξιολογούν όλες τις εταιρείες, τότε οι διαφορές που παρατηρούνται κατά μέσο όρο στις αξιολογήσεις τους μπορούν να αποδοθούν στις διαφορές που υπάρχουν στις κλίμακες αξιολόγησης. Ωστόσο, αρκετές είναι οι εταιρείες όπου δεν απευθύνονται στην Duff and Phelps Credit Rating όπως και στην Fitch. Συνεπεία αυτού είναι οι παρατηρούμενες διαφορές μεταξύ αυτών των οίκων και των Moody's και Standard & Poor's να οφείλονται στην μεροληψία επιλογής του δείγματος εταιρειών.

Οι Cantor and Packer (1997) προσπάθησαν να εκτιμήσουν εμπειρικά με την βοήθεια παλινδρόμησης την σημασία αυτής της μεροληψίας δείγματος στις διαφορές μεταξύ των αξιολογήσεων που δίνουν οι οίκοι αξιολόγησης. Για την παλινδρόμηση χρησιμοποίησαν τις αξιολογήσεις μακροπρόθεσμων πιστώσεων για το έτος 1993. Η πηγή από όπου άντλησαν το δείγμα τους ήταν το Credit Ratings International (CRI). Το δείγμα αποτελείται από 1137 εταιρείες. Για ευκολία, υπήρξε αντιστοιχία κάθε κλίμακας αξιολόγησης με ένα ακέραιο αριθμό. Έτσι η ανώτατη κλίμακα AAA (Aaa) τέθηκε ίση με 1, η AA+ (Aa1)=2 και ούτω κάθε εξής έως B- (B3)=16. Για τις υπόλοιπες κλίμακες ο αντίστοιχος αριθμός ήταν το 17. Τονίζεται ότι στο δείγμα δεν περιλαμβάνονται εταιρείες που έχουν πτωχεύσει.

Στον πίνακα 5.2 που ακολουθεί δίνονται τα στατιστικά στοιχεία του δείγματος. Παρατηρείται ότι η Duff and Phelps και η Fitch αξιολογούν ως επί το πλείστον εταιρείες κοινής ωφέλειας και χρηματοοικονομικές επιχειρήσεις. Επιπλέον παρατηρείται ότι οι διαφορές των αξιολογήσεων των Duff and Phelps και Fitch με αυτών των Moody's και Standard & Poor's σχετίζονται με τον βιομηχανικό κλάδο στον οποίο ανήκει η αξιολογούμενη εταιρεία.

Πίνακας 5.2
Δεδομένα μοντέλου
Αφορούν 1137 εταιρείες για αξιολογήσεις έτους 1993

Κατηγορίες εταιρειών	Αριθμός εταιρειών	Ποσοστό που αξιολογείται από την Duff and Phelps	Παρατηρούμενες διαφορές μεταξύ Duff and Phelps και		Ποσοστό που αξιολογείται από την Fitch	Παρατηρούμενες διαφορές μεταξύ Fitch και	
			Moody's	S & P		Moody's	S & P
Όλες οι εταιρείες	1137	29,6	0,60	0,46	13,6	0,74	0,56
Κοινής ωφέλειας	173	57,8	0,49	0,51	42,2	0,40	0,47
Τράπεζες και ταμειυτήρια	92	46,7	0,47	0,49	26,1	1,13	0,92
Ασφαλιστικές εταιρείες	53	22,6	1,17	0,42	7,5	2,00	1,00
Άλλες χρηματοοικονομικές	63	47,6	0,90	0,43	39,7	1,08	0,64
Άλλες βιομηχανικές	756	20,0	0,60	0,44	3,8	0,79	0,38
Investment grade	695	40,3	0,52	0,40	20,4	0,68	0,56
Split	677	26,0	0,78	0,53	10,5	0,99	0,61
10 ή περισσότερα χρόνια δημόσιου χρέους	646	44,7	0,59	0,44	21,4	0,66	0,54
Πάγια >\$ 2,2 δις (μέσος όρος)	569	45,7	0,50	0,44	22,1	0,71	0,58
Μακροχρόνιο χρέος >\$0,5 δις	569	46,4	0,47	0,37	22,0	0,66	0,54

Σημείωση: Οι παρατηρούμενες διαφορές αφορούν εταιρείες που αξιολογούνται από κοινού από τους οίκους αξιολόγησης. Η διαφορά μεταξύ A και A+ αντιστοιχεί σε 1 βαθμό. Θετικό πρόσημο συνεπάγεται ότι η Duff and Phelps ή Fitch αξιολογούν κατά μέσο όρο με υψηλότερο βαθμό από τις Moody's και Standard & Poor's.

Πηγή: Cantor & Packer (1997)

Το μοντέλο που χρησιμοποίησαν οι Cantor and Packer εξετάζει από εμπειρική άποψη την μεροληψία επιλογής δείγματος, θεωρώντας ότι οι αξιολογήσεις που δίνουν οι οίκοι δίνονται από τον τύπο:

$$r_{\alpha,f} = \alpha_{\alpha} + x_f \beta_{\alpha} + \varepsilon_{\alpha,f} \quad (1)$$

όπου: $r_{\alpha,f}$ είναι η αξιολόγηση που δίνει ο οίκος α για την εταιρεία f , α_{α} είναι σταθερά όπου εξαρτάται από τον οίκο αξιολόγησης, x_f άνυσμα παρατηρούμενων πληροφοριών που αφορούν στην εταιρεία f , β_{α} άνυσμα που αφορά στην μέθοδο που ακολουθεί ο οίκος α και $\varepsilon_{\alpha,f}$ που είναι μια τυχαία μεταβλητή.

Η μεταβλητή $\varepsilon_{\alpha,f}$ περιλαμβάνει παράγοντες που σχετίζονται με την διαδικασία αξιολόγησης -πληροφορίες για την εταιρεία f που δεν περιλαμβάνονται στην μεταβλητή x_f καθώς και την μέθοδο που ακολουθεί κάθε οίκος προκειμένου οι σχετικές πληροφορίες να μεταφραστούν σε σφάλμα.

Η εξίσωση (1) μπορεί να γραφεί ως διαφορά μεταξύ της αξιολόγησης που δίνει ένας υποχρεωτικός οίκος αξιολόγησης (mandatory) και ως τέτοιος μπορεί να θεωρηθεί η Moody's και η Standard & Poor's και ένας εναλλακτικός οίκος (optional) και ως τέτοιος μπορεί να θεωρηθεί η Fitch και η Duff and Phelps:

$$r_{m,f} - r_{o,f} = \alpha_m - \alpha_o + x_f (\beta_{m,f} - \beta_{o,f}) + (\varepsilon_{m,f} - \varepsilon_{o,f}) \quad (2)$$

όπου ο δείκτης m αναφέρεται στους οίκους που εκδίδουν αξιολογήσεις για όλους τους εκδότες, και ο δείκτης o σε αυτούς που εκδίδουν αξιολόγηση μόνο μετά από απαίτηση του αξιολογούμενου. Η εξίσωση (2) μπορεί να γραφεί απλούστερα ως:

$$r_f = \alpha + x_f \beta + \varepsilon_f \quad (3)$$

όπου η κάθε μεταβλητή αντιπροσωπεύει διαφορές μεταξύ των οίκων m και o . Αν όλοι οι οίκοι αξιολογούσαν όλες τις εταιρείες, τότε ο μέσος των διαφορών των αξιολογήσεων θα ήταν ένας αμερόληπτος εκτιμητής της διαφοράς της κλίμακας αξιολόγησης μεταξύ των

οίκων. Ωστόσο, ο υποχρεωτικός οίκος αξιολόγησης (m) αξιολογεί όλες τις εταιρείες, ενώ ο εναλλακτικός μόνο ένα υποσύνολο.

Η παρουσία αυτού του είδους μεροληψίας επιλογής δείγματος είναι αρκετά πιθανή. Μια εταιρεία ενδεχομένως να γνωρίζει ότι ένας εναλλακτικός οίκος αξιολόγησης παρέχει ευνοϊκότερες αξιολογήσεις σε ορισμένους βιομηχανικούς κλάδους. Επίσης μια εταιρεία μπορεί να γνωρίζει εκ των προτέρων την αξιολόγησή της από ένα υποχρεωτικό οίκο πριν αποφασίσει αν θα απευθυνθεί και σε τρίτο οίκο αξιολόγησης.

Με βάση το ανωτέρω μοντέλο οι Cantor & Packer εξέτασαν 2 υποθέσεις:

H1: Η επιλογή του δείγματος δεν αποτελεί αιτία έτσι ώστε οι αξιολογήσεις των εναλλακτικών οίκων να διαφέρει σε σχέση με τις αξιολογήσεις των υποχρεωτικών οίκων ή αλλιώς η επιλογή του δείγματος δεν επιδρά στις διαφορές που παρατηρούνται στις αξιολογήσεις μεταξύ των οίκων.

H2: Μετά τον υπολογισμό της μεροληψίας επιλογής δείγματος, δεν υπάρχουν διαφορές μεταξύ των κλιμάκων αξιολόγησης των οίκων.

Η μελέτη τους ακολούθησε τα εξής στάδια:

- § Προσδιορισμός των παραγόντων που οδηγούν μια εταιρεία στην απόφαση για λήψη τρίτης αξιολόγησης.
- § Ακολούθως με την βοήθεια παλινδρόμησης με την μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων εξετάστηκαν οι διαφορές αξιολογήσεων των Fitch και Duff and Phelps με αυτές των Moody's και Standard & Poor's σε σχέση με συγκεκριμένες μεταβλητές.
- § Εξέταση των διαφορών αξιολογήσεων σε σχέση με τις ίδιες μεταβλητές με την βοήθεια ενός ποιοτικού τριωνυμικού μοντέλου.
- § Με βάση τα αποτελέσματα των δύο προηγούμενων σταδίων εξετάστηκαν οι βασικές υποθέσεις H1 και H2 του μοντέλου.

5.4 Λόγοι για τρίτη αξιολόγηση

Οι πιθανές επεξηγηματικές μεταβλητές που οδηγούν μια εταιρεία στην απόφαση να ζητήσει και μια τρίτη αξιολόγηση συνοψίζονται στις ακόλουθες (Cantor & Packer, 1997):

§ Γεωγραφικές μεταβλητές (Midwest headquarters)

Η Duff and Phelps είναι ο μόνος από τους εξεταζόμενους οίκους αξιολόγησης που έχει τα κεντρικά του γραφεία στο Σικάγο και όχι στην Νέα Υόρκη. Το γεγονός αυτό ενδεχομένως να επηρεάζει την σχετική ανάλυση. Για το λόγο αυτό, η μεταβλητή αυτή λαμβάνει την τιμή 1 για όσες εταιρείες έχουν τα κεντρικά τους γραφεία σε μια από τις δώδεκα μεσοκεντρικές πολιτείες.

§ Δέκα χρόνια δημόσιου χρέους (ten years of public debt)

Όσο περισσότερο χρόνο μια εταιρεία βρίσκεται στην αγορά των ομολόγων τόσο μεγαλύτερη είναι η πιθανότητα να λάβει και τρίτη αξιολόγηση. Η μεταβλητή λαμβάνει την τιμή 1 αν μια εταιρεία έχει περισσότερο από 10 χρόνια στην αγορά ομολόγων, σε αντίθετη περίπτωση λαμβάνει την τιμή 0.

§ Μακροχρόνιο χρέος (long-term debt)

Εταιρείες που πρόκειται να προβούν σε νέα μεγάλη έκδοση έχουν μεγαλύτερη πιθανότητα να αναζητήσουν μια ακόμα αξιολόγηση που θα τους επιτρέψει να πετύχουν στην αγορά χαμηλότερο επιτόκιο.

§ Δανειακή επιβάρυνση, ασφαλιστική κάλυψη και κερδοφορία ROA (leverage, coverage, profitability)

Πρόσθετη αξιολόγηση μιας εταιρείας όπου οι επενδυτές έχουν διαφορετικές απόψεις για τον κίνδυνο πτώχευσής της, μπορεί να έχει σοβαρό αντίκτυπο σε νέα έκδοση. Σχετικά υψηλές τιμές δανειακής επιβάρυνσης και κερδοφορίας και χαμηλές τιμές ασφαλιστικής κάλυψης σχετίζονται με μεγάλη πιθανότητα λήψης και τρίτης αξιολόγησης.

§ Σταθμικός μέσος όρος αξιολόγησης (weighted average ratings)

Όσο χαμηλότερος είναι ο μέσος όρος αξιολόγησης μιας εταιρείας, τόσο μεγαλύτερη είναι η αβεβαιότητα για την πιστοληπτική ικανότητά της, καθώς υπάρχουν σημαντικές αποκλίσεις μεταξύ των οίκων κυρίως για ομόλογα με χαμηλή αξιολόγηση. Γι αυτό το λόγο στην παρούσα μελέτη οι Cantor & Packer συμπεριέλαβαν και μια μεταβλητή που μετρά τον σταθμικό μέσο όρο των αξιολογήσεων μιας εταιρείας από την Moody's και την Standard & Poor's.

§ **Απόλυτη διαφορά αξιολογήσεων (absolute rating difference)**

Στην παρούσα μελέτη συμπεριλαμβάνεται και μια μεταβλητή που μετρά την απόλυτη διαφορά σε βαθμούς κλίμακας μεταξύ των αξιολογήσεων που δίνουν για την ίδια εταιρεία η Moody's και η Standard & Poor's. Αυτό το μέτρο αβεβαιότητας σχετίζεται θετικά με την πιθανότητα τρίτης αξιολόγησης.

§ **Αλληλεπίδραση μεταξύ κινδύνου και μακροχρόνιου χρέους**

Μεγάλη αβεβαιότητα είναι ιδιαίτερα σημαντική για τους εκδότες μεγάλου χρέους.

§ **Μεταβλητές σχετικές με τις εποπτικές αρχές (regulatory variables)**

Οι εταιρείες που έχουν βαθμό αξιολόγησης από την Moody's και την Standard & Poor's λίγο μικρότερο από το όριο που θέτουν οι εποπτικές αρχές έχει ένα μεγαλύτερο κίνητρο να αναζητήσει μια τρίτη αξιολόγηση που θα την βοηθήσει να ξεπεράσει το όριο και να αυξήσει την βάση των επενδύτων της. Ειδικότερα εξετάζονται:

1. Βραχυπρόθεσμα ομόλογα (commercial paper): Η μεταβλητή αυτή παίρνει την τιμή 1 όταν η εταιρεία διαθέτει βραχυπρόθεσμα ομόλογα. Σχετίζεται θετικά με την πιθανότητα μιας τρίτης αξιολόγησης, δεδομένου ότι οι κανονισμοί της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς (SEC) που αφορούν τα αμοιβαία κεφάλαια είναι αρκετά αυστηροί.

2. Αξιολόγηση οριακά κάτω από την κλίμακα investment grade: Αυτή η μεταβλητή παίρνει την τιμή 1 όταν η αξιολόγηση που έχει λάβει η εταιρεία από τις Moody's και Standard & Poor's είναι Ba1 και BB+ αντίστοιχα. Αυτές οι εταιρείες έχουν μεγαλύτερη πιθανότητα να ζητήσουν μια τρίτη αξιολόγηση προκειμένου να βελτιώσουν την θέση τους και να ξεπεράσουν το όριο Baa3, BBB- .

3. NAIC split: Η μεταβλητή αυτή παίρνει την τιμή 1 όταν οι αξιολογήσεις που δίνουν οι Moody's και Standard & Poor's κατατάσσονται σε διαφορετικές κατηγορίες κινδύνου όπως αυτές προσδιορίζονται από την **National Association of Insurance Commissioners**. Για κάθε ομόλογο που κατέχει μια ασφαλιστική εταιρεία, η **NAIC** προσδιορίζει 6 κατηγορίες που αντιστοιχούν σε κλίμακες αξιολόγησης. Η πρώτη κατηγορία αφορά αξιολογήσεις από A-A3 και πάνω, η δεύτερη BBB-(Baa3) κοκ. Έτσι μια τρίτη αξιολόγηση μπορεί να αμβλύνει αυτή την διαφορά που παρατηρείται στις κατηγορίες **NAIC**.

Από τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης προκύπτει ότι στην περίπτωση της Duff and Phelps, ο συντελεστής της γεωγραφικής κατανομής των κεντρικών γραφείων μιας εταιρείας έχει το αναμενόμενο θετικό πρόσημο και είναι στατιστικά σημαντικός. Τόσο

στην Duff and Phelps όσο και στην Fitch, οι συντελεστές των δέκα χρόνων δημόσιου χρέους σχετίζονται θετικά με την απόφαση για τρίτη αξιολόγηση. Ωστόσο, ο συντελεστής μακροχρόνιου χρέους παρόλο που έχει θετικό πρόσημο, όπως αναμενόταν, εντούτοις στην περίπτωση της Fitch δεν είναι στατιστικά σημαντικός. (Cantor & Packer, 1997)

Σε ότι αφορά στους οικονομικούς συντελεστές (δανειακή επιβάρυνση, ασφαλιστική κάλυψη και κερδοφορία) τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης είναι ανάλογα και για τους δύο οίκους. Από τα αποτελέσματα προκύπτει ότι η πιθανότητα λήψης και τρίτης αξιολόγησης αυξάνεται με την ασφαλιστική κάλυψη ενώ μειώνεται στην περίπτωση της δανειακής επιβάρυνσης και της κερδοφορίας, γεγονός που έρχεται σε αντίθεση με ότι θα ανέμενε κανείς. Αξίζει να τονισθεί, ότι καθώς η Fitch δίνει στις αξιολογήσεις της μεγαλύτερη βαρύτητα στον συντελεστή ασφαλιστικής κάλυψης από τους υπόλοιπους οίκους, είναι αναμενόμενο να υπάρχει θετική συσχέτιση μεταξύ ασφαλιστικής κάλυψης και πιθανότητας αξιολόγησης μιας εταιρείας από την Fitch. (Cantor & Packer, 1997)

Σε ότι αφορά στο σταθμικό μέσο όρο των αξιολογήσεων οι εκτιμώμενοι συντελεστές είναι αρνητικοί. Επίσης οι συντελεστές αλληλεπίδρασης μακροχρόνιου χρέους και αξιολογήσεων είναι θετικοί, δηλαδή οι εκδότες μεγάλου χρέους με χαμηλή αξιολόγηση έχουν μεγαλύτερη πιθανότητα λήψης και τρίτης αξιολόγησης, καθώς μια επιπλέον αξιολόγηση θα τους βοηθήσει να διευρύνουν τον κύκλο επενδυτών τους. (Cantor & Packer, 1997)

Από την άλλη πλευρά, η απόλυτη διαφορά μεταξύ των αξιολογήσεων σχετίζεται θετικά με την λήψη τρίτης αξιολόγησης αν και η σχέση αυτή είναι στατιστικά σημαντική μόνο για την περίπτωση της Duff and Phelps. Αντίθετα με τα αναμενόμενα αποτελέσματα, οι τιμές των συντελεστών αλληλεπίδρασης δείχνουν ότι όταν μια εταιρεία έχει μεγάλο χρέος τότε η διαφορά μεταξύ δύο αξιολογήσεων δεν επιδρά στην απόφαση της εταιρείας για τρίτη γνώμη. Αντίθετα κανένας από τους συντελεστές σχετικούς με τις εποπτικές αρχές δεν είναι στατιστικά σημαντικός. (Cantor & Packer, 1997)

Συμπερασματικά, προκύπτει ότι οι εταιρείες που έχουν την μεγαλύτερη πιθανότητα να ζητήσουν τρίτη αξιολόγηση είναι μεγάλες και έμπειρες στις αγορές ομολόγων. Ωστόσο από τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης δεν προκύπτει ότι οι εταιρείες επιδιώκουν τρίτη αξιολόγηση προκειμένου να ξεπεράσουν τα όρια που θέτουν οι εποπτικές αρχές. (Cantor & Packer, 1997)

5.5 Μεροληψία επιλογής δείγματος και διαφορές αξιολογήσεων

Όσον αφορά την μελέτη για την επίδραση της μεροληψίας επιλογής δείγματος, οι Cantor & Packer χρησιμοποίησαν τρία μοντέλα. Στο πρώτο μοντέλο εξετάστηκαν οι διαφορές αξιολόγησης σε σχέση με μια σταθερά και τον αντίστροφο λόγο Mills. Στο δεύτερο μοντέλο στις εξεταζόμενες μεταβλητές προστίθεται και αυτές που σχετίζονται με το είδος του βιομηχανικού κλάδου στον οποίο ανήκει η εταιρεία. Το είδος του βιομηχανικού κλάδου που δραστηριοποιείται η εταιρεία είναι ιδιαίτερα σημαντικός παράγοντας σε ορισμένες περιπτώσεις καθώς πολλοί οίκοι αξιολογούν επιχειρήσεις συγκεκριμένου κλάδου με διαφορετικά κριτήρια σε σχέση με εταιρείες άλλου κλάδου ή παρέχουν αξιολογήσεις σε ορισμένους μόνο βιομηχανικούς κλάδους. Επίσης η ενσωμάτωση στην παλινδρόμηση οικονομικών μεταβλητών είναι σημαντική εάν τα γραφεία που παρέχουν την τρίτη αξιολόγηση χρησιμοποιούν διαφορετικούς συντελεστές βαρύτητας για κάποιες από αυτές τις οικονομικές μεταβλητές. Το τρίτο και τελευταίο μοντέλο περιλαμβάνει τέσσερις από τις οικονομικές μεταβλητές - δανειακή επιβάρυνση, ασφαλιστική κάλυψη, κερδοφορία και λογάριθμο των παγίων στοιχείων.

Από τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης με τη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων (και για τα τρία μοντέλα) που αφορούν τις παρατηρούμενες διαφορές μεταξύ των αξιολογήσεων των Moody's - Standard & Poor's και Duff and Phelps προκύπτει ότι σε πέντε από τις έξι παλινδρομήσεις, ο συντελεστής για τον αντίστροφο λόγο Mills είναι θετικός και σε τέσσερις περιπτώσεις είναι στατιστικά σημαντικός σε επίπεδο σημαντικότητας 1%. Επισημαίνεται ότι ο αντίστροφος λόγος Mills μετρά το βαθμό εμφάνισης της εταιρείας στο δείγμα των αξιολογούμενων εταιρειών του συγκεκριμένου οίκου. Όσον αφορά στις μεταβλητές που σχετίζονται με το είδος του βιομηχανικού κλάδου που ανήκει η εταιρεία και στις οικονομικές μεταβλητές τα στατιστικά αποτελέσματα (F-statistics) δείχνουν ότι και οι δύο εξηγούν σε σημαντικό βαθμό τις διαφορές στις αξιολογήσεις μεταξύ της Moody's και της Duff and Phelps, αλλά όχι τις διαφορές μεταξύ Standard & Poor's και Duff and Phelps.

Επίσης από τα αποτελέσματα παλινδρομήσεων για την περίπτωση των διαφορών μεταξύ των αξιολογήσεων της Fitch και αυτών της Moody's και Standard & Poor's προκύπτει ότι εξετάζοντας αρχικά τον συντελεστή για τον αντίστροφο λόγο Mills υπάρχουν στοιχεία ύπαρξης μεροληψίας στην επιλογή του δείγματος στην παλινδρόμηση Fitch/Moody's αλλά όχι στην περίπτωση της Fitch/Standard & Poor's. Για την περίπτωση Fitch/Moody's ο συντελεστής είναι θετικός και στατιστικά σημαντικός σε επίπεδο σημαντικότητας 1%, ενώ

για τις Fitch/Standard & Poor's ο συντελεστής αλλάζει πρόσημο. Οι μεταβλητές που σχετίζονται με το είδος του βιομηχανικού κλάδου εξηγούν σε σημαντικό βαθμό τις διαφορές Fitch/ Moody's αλλά όχι τις διαφορές των Fitch/ Standard & Poor's. η προσθήκη των οικονομικών μεταβλητών δεν επιδρά σε καμία περίπτωση.

Το επόμενο στάδιο της μελέτης τους αποτελείτο από ένα τριωνυμικό μοντέλο, όπου η εξαρτημένη μεταβλητή αντιπροσωπεύει ένα από τα ακόλουθα ενδεχόμενα: ο εναλλακτικός οίκος δίνει αξιολόγηση μεγαλύτερο βαθμό αξιολόγησης, ίδιο ή μικρότερο. Τα αποτελέσματα αυτού του μοντέλου είναι ποιοτικά τα ίδια με αυτά των παλινδρομήσεων με τη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων.

Συμπερασματικά, από την εξέταση των εμπειρικών μελετών προκύπτει ότι η επιλογή του δείγματος δεν επιδρά στις διαφορές που παρατηρούνται στις αξιολογήσεις μεταξύ των οίκων, ενώ αντίθετα υπάρχουν διαφορές μεταξύ των κλιμάκων αξιολόγησης των οίκων μετά τον υπολογισμό της μεροληψίας επιλογής δείγματος, υποδηλώνοντας ότι οι εναλλακτικοί οίκοι έχουν υψηλότερες κλίμακες αξιολόγησης από αυτές των Moody's και Standard & Poor's.

5.6 Συμπεράσματα

Οι παρατηρούμενες υψηλότερες αξιολογήσεις των εναλλακτικών οίκων μπορούν να αποδοθούν είτε στο γεγονός ότι οι κλίμακες είναι υψηλότερες σε σχέση με αυτές των Moody's και Standard & Poor's, είτε γιατί η πολιτική των συγκεκριμένων γραφείων να αξιολογούν κατόπιν αιτήματος των εταιριών εισάγει μεροληψία στην επιλογή του δείγματος. Η μελέτη των Cantor & Packer ήταν η πρώτη που εκτίμησε την εμπειρική σπουδαιότητα αυτής της μεροληψίας. Τα αποτελέσματα της έρευνας έδειξαν ότι οι παρατηρούμενες διαφορές στις αξιολογήσεις αντανακλούν διαφορές στις κλίμακες αξιολόγησης, αμφισβητώντας τους Κανονισμούς των χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων που θεωρούν ισοδύναμες τις κλίμακες αξιολόγησης.

Η έρευνα εξέτασε επίσης τους λόγους που οδηγούν τις εταιρίες να ζητήσουν μια τρίτη αξιολόγηση. Κατέληξε στο συμπέρασμα ότι οι μεγάλοι και έμπειροι εκδότες στις αγορές κεφαλαίων καταφεύγουν σε τρίτη αξιολόγηση. Λαμβάνοντας υπόψη το γεγονός ότι οι κλίμακες των εναλλακτικών οίκων μπορεί να είναι υψηλότερες, δεν υπάρχουν στοιχεία που να δείχνουν ότι οι αποφάσεις των εκδοτών να καταφύγουν σε αυτούς επηρεάζονται από αυτόν τον παράγοντα.

Κεφάλαιο 6

Αξιολογήσεις και Οικονομικοί Κύκλοι

6.1 Εισαγωγή

Οι αξιολογήσεις της πιστοληπτικής ικανότητας είναι από τη φύση τους ποιοτικοί δείκτες φερεγγυότητας. Σύμφωνα με τους οίκους (Moody's, 2000) οι αξιολογήσεις δεν αντανακλούν απόλυτη μέτρηση κινδύνου, αλλά μια αξιολογική ταξινόμηση μιας σειράς εκδόσεων ή εκδοτών κατά τη διάρκεια ενός οικονομικού κύκλου. Όπως χαρακτηριστικά αναφέρεται δεν έχει ιδιαίτερη σημασία να δοθεί μια υψηλή αξιολόγηση σε μια εταιρεία που βρίσκεται στο ζενίθ όταν είναι βέβαιο ότι αυτό το επίπεδο απόδοσης είναι προσωρινό. (Standard & Poor's).

Είναι λοιπόν οι αξιολογήσεις ανεξάρτητες από τους οικονομικούς κύκλους, όπως ισχυρίζονται οι οίκοι; Οι J. D. Amato και C. H. Furfine (2003) εξέτασαν με τη βοήθεια μοντέλου παλινδρόμησης (ordered probit model) κατά πόσο η κατάσταση της αμερικανικής οικονομίας αποτελεί σημαντικό παράγοντα στον προσδιορισμό μιας αξιολόγησης, λαμβάνοντας βέβαια υπόψη χρηματοοικονομικά και επιχειρηματικά χαρακτηριστικά του αξιολογούμενου.

6.2 Δεδομένα

Στην έρευνά τους οι Amato και Furfine (BIS, 2003) χρησιμοποίησαν τρία είδη δεδομένων: το πρώτο είδος αφορούσε στις ίδιες τις αξιολογήσεις, το δεύτερο δεδομένα που έχουν σχέση με την εταιρεία, όπως μετρήσεις του επιχειρηματικού και χρηματοοικονομικού κινδύνου, ενώ το τρίτο είδος αφορούσε στους οικονομικούς κύκλους. Αναλυτικότερα:

Αξιολογήσεις

Οι αξιολογήσεις που χρησιμοποιήθηκαν στο μοντέλο ήταν αξιολογήσεις του ολικού πιστωτικού κινδύνου μιας εταιρείας. Τα στοιχεία αντλήθηκαν από τη βάση δεδομένων της S&P (Standard & Poor's CreditPro database). Το δείγμα ξεκινούσε από την 01/01/1981 και κατέληγε την 27/12/2001 και περιελάμβανε εταιρείες όλων των κατηγοριών αξιολόγησης (investment and non-investment grade). Καθώς σε ορισμένες κατηγορίες δεν υπήρχε σημαντικός αριθμός παρατηρήσεων υπήρξε συγχώνευση των ενδιάμεσων κατηγοριών με

αποτέλεσμα η ανάλυση να εστιάζεται σε 10 κατηγορίες: AAA, AA, A, BBB, BB, B, CCC, CC, C και D. (BIS, 2003)

Παράλληλα και προκειμένου να χρησιμοποιηθούν οι αξιολογήσεις στο μοντέλο έγινε αριθμητική αντιστοίχιση με κάθε κατηγορία. Έτσι η κατηγορία AAA αντιστοιχεί στο 1, η AA στο 2 κ.ο.κ και η D στο 10.

Επιχειρηματικός και Χρηματοοικονομικός Κίνδυνος

Για τον προσδιορισμό του επιχειρηματικού κινδύνου χρησιμοποιήθηκαν οι ακόλουθες παράμετροι:

§ Μέγεθος της επιχείρησης (firm size)

Μεγάλες επιχειρήσεις με αναγνωρισμένα προϊόντα και καλή διαφοροποίηση έχουν χαμηλό επιχειρηματικό κίνδυνο. Το μέγεθος μιας επιχείρησης μετράται με:

- Την τρέχουσα αξία της μετοχής
- Το ενεργητικό της εταιρείας

Επίσης, όσο μεγαλύτερο είναι το μέγεθος της εταιρείας, τόσο μεγαλύτερου βαθμού είναι η αξιολόγησή της. (BIS, 2003)

§ Συστηματικός κίνδυνος (beta)

Υψηλές τιμές συστηματικού κινδύνου συνδέονται με μεγάλη ευασθησία της εταιρείας στις συνθήκες της αγοράς. Με άλλα λόγια το beta μετρά την κυκλικότητα των δραστηριοτήτων της εταιρείας. (BIS, 2003)

§ Μη συστηματικός κίνδυνος (non-beta)

Προκύπτει από το μοντέλο της αγοράς και σχετίζεται με παράγοντες που οφείλονται αποκλειστικά στην εταιρεία. (BIS, 2003)

Για τον προσδιορισμό του χρηματοοικονομικού κινδύνου χρησιμοποιήθηκαν 4 δείκτες:

§ Δείκτης κάλυψης τόκων (interest coverage ratio)

Ορίζεται ως το ποσό των καθαρών κερδών μετά φόρων και τόκων διαιρούμενο με τα έξοδα για τόκους κλπ από δάνεια. Δείχνει πόσες φορές τα κέρδη καλύπτουν τα χρηματοοικονομικά έξοδα. Αύξηση των κερδών χρήσης έχει θετική επίδραση στις αξιολογήσεις. Όμοια μείωση των εξόδων για τόκους έχει θετική επίδραση στην τιμή του δείκτη. Αρνητικές τιμές του δείκτη δεν περιλαμβάνονται στο δείγμα. (BIS, 2003)

§ Λειτουργικά έσοδα / Πωλήσεις (operating income / sales ratio)

Ορίζεται ως ο λόγος λειτουργικών εσόδων προ αποσβέσεων προς τις καθαρές πωλήσεις. Τα λειτουργικά έσοδα και ταμειακά διαθέσιμα μπορεί να θεωρηθούν ότι σχετίζονται με το δείκτη καθώς τα ταμειακά διαθέσιμα απαιτούνται για την εξυπηρέτηση υποχρεώσεων, ενώ υψηλά όρια λειτουργικών εσόδων αποτελούν ένδειξη της ικανότητας μιας επιχείρησης για εξοικονόμηση ρευστών. Γενικότερα υψηλά λειτουργικά έσοδα αντανακλούν την αξία των παγίων μιας εταιρείας. Αύξηση αυτού του δείκτη οδηγεί σε μεγαλύτερο βαθμό αξιολόγησης. (BIS, 2003)

§ Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις / Ενεργητικό (long-term debt/assets) και Σύνολο υποχρεώσεων / Ενεργητικό (total debt/assets)

Οι δύο αυτοί δείκτες σχετίζονται με την κεφαλαιακή διάρθρωση της εταιρείας. Η μόχλευση (δανειακή επιβάρυνση) είναι ένα μέτρο του μεγέθους του χρέους. Καθώς η αξιολόγηση εκδότη αναφέρεται στην ικανότητά του να εκπληρώσει όλες τις υποχρεώσεις του, το σύνολο των υποχρεώσεων αποκτά ιδιαίτερη βαρύτητα. Αύξηση των δυο αυτών δεικτών σχετίζεται με χαμηλότερου βαθμού αξιολογήσεις (θετικό πρόσημο του συντελεστή στην παλινδρόμηση). (BIS, 2003)

Στην μελέτη των Amato και Furfine χρησιμοποιήσαν τιμές των δεικτών αυτών που αφορούν το μέσο όρο των τιμών τριών ετών, προκειμένου να αναφέρονται σε έναν πλήρη οικονομικό κύκλο (Standard & Poor's, 2002, p.41)

Τάση και κύκλος

Σε αντίστοιχη μελέτη των Blume, Lim και MacKinlay τα εμπειρικά αποτελέσματα έδειξαν ότι με την πάροδο του χρόνου ο βαθμός αξιολόγησης μειώνεται συνεχώς. Μια ερμηνεία είναι ότι τα δεδομένα της Standard & Poor's για το εξεταζόμενο χρονικό διάστημα έχουν γίνει πιο αυστηρά. Κατά συνέπεια η τάση έχει θετικό συντελεστή στην παλινδρόμηση.

Στην παρούσα μελέτη χρησιμοποιήθηκαν οι εξής δείκτες για τον προσδιορισμό του οικονομικού κύκλου:

§ Δείκτης ύφεσης NBER (NBER recession indicator)

Οι δυο φάσεις του οικονομικού κύκλου (ύφεση και ανάκαμψη) έχουν διαφορετικό αντίκτυπο στη διαμόρφωση μιας αξιολόγησης από τους οίκους, ιδιαίτερα οι υφέσεις λόγω της μεγάλης έντασής τους και της μικρής τους χρονικής διάρκειας. Συνήθως ο NBER υπολογίζει τη χρονική διάρκεια υφέσεων και ανακάμψεων. Ο δείκτης ύφεσης NBER λαμβάνει την τιμή -1 αν η χρονική στιγμή της παρατήρησης συμπίπτει με την

περίοδο ύφεσης κατά NBER, ενώ λαμβάνει την τιμή 0 σε οποιαδήποτε άλλη περίπτωση. (BIS, 2003)

§ Παραγωγικό κενό (output growth gap)

Ορίζεται ως η διαφορά μεταξύ πραγματικού Α.Εγχ.Π. και του Α.Εγχ.Π. που μπορεί να παράγει η οικονομία. Αποτελεί μέτρο της υπερβάλλουσας ζήτησης και αντανακλά τις οικονομικές συνθήκες και την σχέση τους με το ποσοστό ανάπτυξης. Συνήθως το παραγωγικό κενό έχει αρνητική τιμή στην αρχή μιας περιόδου ύφεσης κατά NBER και παραμένει αρνητικό λίγο μετά το τέλος της ύφεσης. (BIS, 2003)

§ Διακριτός δείκτης ανάπτυξης (discrete growth indicator)

Ο δείκτης λαμβάνει τις τιμές -1, 0 και 1 ανάλογα με το επίπεδο ανάπτυξης του Α.Εγχ.Π. στην εξεταζόμενη περίοδο. Σχετίζεται θετικά με τον δείκτη παραγωγικού κενού. (BIS, 2003)

6.3 Μεθοδολογία

Οι Amato και Furfine (BIS, 2003) χρησιμοποίησαν ordered probit model προκειμένου να μελετήσουν τη συσχέτιση των παραγόντων που αναλύθηκαν προηγουμένα με τις αξιολογήσεις. Παράλληλα θεώρησαν σκόπιμο στην έρευνά τους να συμπεριλάβουν όχι μόνο τις εταιρείες που έχουν υψηλό βαθμό πιστοληπτικής ικανότητας (από BBB και άνω) αλλά και εκείνες που έχουν αξιολογηθεί με χαμηλό βαθμό (BB και κάτω). Οι εταιρείες αυτές είναι πιθανό να είναι περισσότερο ευαίσθητες στις υψηλές διακυμάνσεις της οικονομίας, ιδιαίτερα στις υφέσεις.

Τα δεδομένα που αναλύθηκαν στην προηγούμενη παράγραφο διαμορφώθηκαν σε δυο ομάδες. Η πρώτη ομάδα περιλαμβάνει παρατηρήσεις σε ετήσια βάση, με ημερομηνία αναφοράς την τελευταία εργάσιμη ημέρα της διαχειριστικής περιόδου μιας εταιρείας. Με βάση αυτή την ημέρα υπολογίζεται σε ποια φάση βρίσκεται ο οικονομικός κύκλος, η τρέχουσα τιμή της μετοχής, ο συστηματικός και ο μη συστηματικός κίνδυνος. Έτσι κάθε εταιρεία εμφανίζεται στα δεδομένα το πολύ μια φορά το χρόνο για όσο χρονικό διάστημα λαμβάνει αξιολόγηση την περίοδο ανακοίνωσης του ισολογισμού της. Η πρώτη αυτή ομάδα περιγράφεται στον Πίνακα 6.1.

Η δεύτερη ομάδα δεδομένων περιλαμβάνει παρατηρήσεις με ημερομηνία που συμπίπτει με εκείνη της αξιολόγησης που δόθηκε για πρώτη φορά σε εταιρεία, ή με την ημερομηνία ανακοίνωσης αλλαγής του βαθμού αξιολόγησης. Συνήθως οι ημερομηνίες αυτές δεν

ταυτίζονται με αυτές της ανακοίνωσης των ισολογισμών. Έτσι κάθε εταιρεία είναι πιθανόν να εμφανίζεται περισσότερες από μια φορές το χρόνο, ιδιαίτερα όταν οι αλλαγές στην αξιολόγησή της είναι συχνές. Και αυτή η ομάδα δίνεται στον Πίνακα 6.1.

Πίνακας 6.1

Αριθμός αξιολογήσεων ανά κατηγορία και έτος Πρώτη Ομάδα Δεδομένων											
Έτος	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC	CC	C	D	Σύνολο
1984	12	52	102	45	29	16	1	0	0	1	258
1985	12	66	124	70	41	26	2	0	0	3	344
1986	12	66	122	86	48	36	3	0	0	1	374
1987	13	65	134	94	58	46	4	0	0	2	416
1988	14	67	150	105	69	58	1	0	0	1	465
1989	14	68	160	116	71	53	4	0	0	4	490
1990	13	71	156	126	73	42	6	1	0	5	493
1991	13	69	160	123	73	34	4	0	0	11	487
1992	14	62	167	136	83	36	6	0	0	12	516
1993	12	58	178	1453	109	52	4	0	0	12	568
1994	13	56	181	161	124	62	4	0	0	14	615
1995	13	57	189	176	147	92	5	0	0	13	692
1996	15	61	195	211	162	111	6	0	0	16	777
1997	14	54	201	235	186	128	4	0	0	13	835
1998	12	57	213	250	206	143	2	0	0	9	892
1999	14	49	202	260	215	149	3	0	0	10	902
2000	14	43	185	258	223	135	10	0	0	11	879
2001	1	3	20	411	54	17	1	0	0	4	141
Σύνολο	225	1.024	2.839	2.636	1.971	1.236	70	1	0	142	10.144

Αριθμός αξιολογήσεων ανά κατηγορία και έτος Δεύτερη Ομάδα Δεδομένων											
Έτος	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC	CC	C	D	Σύνολο
1984	0	0	2	0	1	1	0	0	0	0	4
1985	0	4	20	15	9	8	0	0	0	1	57
1986	0	6	22	25	9	7	7	0	0	2	78
1987	1	7	20	25	10	5	1	0	0	1	70
1988	0	5	20	22	22	17	0	0	0	0	86
1989	1	8	23	31	21	7	3	0	0	0	94
1990	0	7	30	31	14	9	9	1	0	3	104
1991	0	3	23	27	28	13	7	1	0	7	109
1992	1	3	33	31	22	8	5	0	0	3	106
1993	0	2	29	31	34	15	3	0	0	1	115
1994	1	4	16	38	22	14	4	0	0	2	101
1995	0	3	24	41	34	13	3	0	1	3	122
1996	0	4	33	43	45	23	2	0	0	1	151
1997	0	9	29	55	43	23	4	0	0	2	165
1998	2	7	37	66	58	41	9	0	0	5	225
1999	0	1	32	68	53	45	14	5	0	13	231
2000	0	7	37	66	58	47	21	4	0	12	252
2001	1	6	34	66	58	62	26	2	1	27	283
Σύνολο	7	86	464	681	541	358	118	13	2	83	2.353

Πηγή: J .D. Amato και C. H. Furfine (BIS, 2003)

Συγκρίνοντας τις δυο αυτές ομάδες προκύπτει ότι η δεύτερη ομάδα αποτελείται μόλις από 2.353 παρατηρήσεις σε σχέση με τις 10.144 παρατηρήσεις της πρώτης ομάδας. Επίσης προκύπτει ότι ο αριθμός των παρατηρήσεων αυξάνεται με την πάροδο του χρόνου και στις δυο ομάδες, με μόνη εξαίρεση το έτος 2001 στην πρώτη ομάδα όπου τα διαθέσιμα δεδομένα ήταν μέχρι την 28/9 και όχι την 31/12. Και στις δυο ομάδες, το μεγαλύτερο μέρος των παρατηρήσεων εστιάζεται στις κατηγορίες αξιολόγησης A έως B. Τέλος στην πρώτη ομάδα το μεγαλύτερο ποσοστό των αξιολογήσεων εστιάζεται στην περιοχή των υψηλών βαθμών αξιολόγησης (BBB και άνω) σε αντίθεση με τη δεύτερη ομάδα όπου το ποσοστό αυτό μειώνεται αισθητά.

6.4 Αποτελέσματα

Πρώτη ομάδα δεδομένων

Η εμπειρική ανάλυση για την πρώτη ομάδα δεδομένων, εξέτασε δυο περιπτώσεις: εκείνη που περιλαμβάνει τις μεταβλητές χρόνου και εκείνη που περιλαμβάνει τις μεταβλητές οικονομικού κύκλου. Στην πρώτη περίπτωση προέκυψαν τα αναμενόμενα αποτελέσματα. Με άλλα λόγια οι συντελεστές των εξεταζόμενων παραγόντων είχαν τα σωστά πρόσημα και ήταν στατιστικά σημαντικοί με επίπεδο σημαντικότητας 1%. Εξαίρεση αποτέλεσαν οι συντελεστές του δείκτη κάλυψης τόκων (θετικό πρόσημο) και του συνόλου των υποχρεώσεων (αρνητικό πρόσημο). Παράλληλα, στη δεύτερη περίπτωση τα αποτελέσματα του μοντέλου σε σχέση με τις εξεταζόμενες μεταβλητές του οικονομικού κύκλου έδειξαν ότι οι αξιολογήσεις κινούνται αντικυκλικά σε σχέση με τον οικονομικό κύκλο αν και το μέγεθος και η ένταση αυτού του αποτελέσματος παρουσιάζει διακυμάνσεις. Το γεγονός αυτό αποδίδεται στο ότι οι παράγοντες μέτρησης κινδύνου είναι υπερβολικά προκυκλικοί με συνέπεια οι μεταβλητές του οικονομικού κύκλου να αντισταθμίζουν το φαινόμενο αυτό. (BIS, 2003)

Παράλληλα, σε μια προσπάθεια επαλήθευσης του μοντέλου παλινδρόμησης, έγινε σύγκριση μεταξύ των πραγματικών αξιολογήσεων και αυτών που προκύπτουν από το μοντέλο. Τα αποτελέσματα παρουσιάζονται στον Πίνακα 6.2.

Πίνακας 6.2

Σύγκριση των Προβλεπόμενων και των Πραγματικών Αξιολογήσεων (Πρώτη Ομάδα Δεδομένων)										
Πρώτη περίπτωση										
	Προβλεπόμενες Αξιολογήσεις									
Πραγματικές Αξιολογήσεις	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC	CC	D	Σύνολο
AAA	36	156	33	0	0	0	0	0	0	225
AA	9	249	678	87	1	0	0	0	0	1.204
A	0	95	2.030	691	22	1	0	0	0	2.839
BBB	0	4	893	1.390	342	6	0	0	1	2.636
BB	0	0	73	621	946	324	0	0	7	1.971
B	0	0	8	97	466	584	0	0	81	1.236
CCC	0	0	0	3	8	33	0	0	26	70
CC	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1
D	0	0	5	7	33	60	0	0	37	142
Σύνολο	45	504	3.720	2.896	1.818	1.008	0	0	153	10.144
Δεύτερη περίπτωση										
	Προβλεπόμενες Αξιολογήσεις									
Πραγματικές Αξιολογήσεις	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC	CC	D	Σύνολο
AAA	34	161	30	0	0	0	0	0	0	225
AA	8	252	678	85	1	0	0	0	0	1.024
A	0	98	2.007	712	21	1	0	0	0	2.839
BBB	0	4	899	1.392	333	7	0	0	1	2.636
BB	0	0	72	625	938	329	0	0	7	1.971
B	0	0	7	97	473	578	0	0	81	1.236
CCC	0	0	0	3	9	33	0	0	25	70
CC	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1
D	0	0	5	6	32	62	0	0	37	142
Σύνολο	42	515	3.698	2.920	1.807	1.010	0	0	152	10.144

Σημείωση: Η κατηγορία αξιολόγησης C δεν παρατηρείται στην πρώτη ομάδα δεδομένων και επομένως δεν περιλαμβάνεται στο εμπειρικό μοντέλο και συνεπώς δεν προκύπτει και στις προβλεπόμενες αξιολογήσεις.

Πηγή: J.D. Amato και C. H. Furfine (BIS, 2003).

Από τον πίνακα προκύπτει ότι το μοντέλο δεν ανταποκρίνεται ικανοποιητικά στις υψηλότερες κατηγορίες αξιολόγησης. Για παράδειγμα στην πρώτη κατηγορία από τις 225 παρατηρήσεις με πραγματική αξιολόγηση AAA, το μοντέλο προέβλεψε 36 αξιολογήσεις AAA, 156 AA και 33 A. Ωστόσο, τα σφάλματα εκτίμησης του μοντέλου περιορίστηκαν σε επίπεδο μίας κατηγορίας, με εξαίρεση τις εταιρείες σε πτώχευση όπου το μοντέλο προέβλεψε υψηλό βαθμό (άνω του BBB) αξιολόγησης (της τάξης 10%) για εταιρείες που η πραγματική τους αξιολόγηση περιορίστηκε στο D. Το γεγονός αυτό οφείλεται στο ότι το

επίπεδο υποχρεώσεων αυτών των εταιρειών που πτώχευσαν είναι σχετικά μικρό, σε σύγκριση με τις υπόλοιπες εταιρειών των κατηγοριών CCC έως C. (BIS, 2003)

Σε γενικές γραμμές, το μοντέλο φαίνεται να ανταποκρίνεται ικανοποιητικά και στις δυο περιπτώσεις (μεταβλητές χρόνου - μεταβλητές οικονομικού κύκλου), χωρίς να παρουσιάζει αξιολογες διαφορές

Δεύτερη ομάδα δεδομένων

Παρόμοια ήταν και η επεξεργασία της δεύτερης ομάδας δεδομένων. Τα αποτελέσματα σε σύγκριση με την πρώτη ομάδα διαφέρουν μόνο ως προς τους συντελεστές του οικονομικού κύκλου, όπου σε αυτή την περίπτωση έχουν αρνητικό πρόσημο και είναι στατιστικά σημαντικοί με επίπεδο σημαντικότητας 1%. Αυτό συμβαίνει καθώς αξιολογήσεις που δίνονται πρώτη φορά ή αλλαγές στον βαθμό πιστοληπτικής ικανότητας δείχνουν υπερβάλλουσα ευασθησία στους οικονομικούς κύκλους. Οι υπόλοιπες παράμετροι του μοντέλου είναι παρόμοιες σε πρόσημο και σημαντικότητα με αυτές της πρώτης ομάδας δεδομένων. (BIS,2003)

Για την επαλήθευση του μοντέλου έγινε σύγκριση μεταξύ των προβλεπόμενων και των πραγματικών αξιολογήσεων. Η σύγκριση εστιάστηκε στην δεύτερη περίπτωση ανάλυσης (με τις μεταβλητές του οικονομικού κύκλου). Τα αποτελέσματα παρουσιάζονται στον Πίνακα 6.3.

Πίνακας 6.3

Σύγκριση των Προβλεπόμενων και των Πραγματικών Αξιολογήσεων με τη χρήση του δείκτη ύφεσης NBER (Δεύτερη Ομάδα Δεδομένων)											
Πραγματικές Αξιολογήσεις	Προβλεπόμενες Αξιολογήσεις										Σύνολο
	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC	CC	C	D	
AAA	0	1	4	2	0	0	0	0	0	0	7
AA	0	10	54	19	3	0	0	0	0	0	86
A	0	2	233	210	18	0	0	0	0	1	464
BBB	0	1	132	423	115	8	1	0	0	1	681
BB	0	0	3	184	259	76	8	2	0	9	541
B	0	0	1	10	100	124	27	2	1	93	358
CCC	0	0	0	3	13	16	8	0	0	78	118
CC	0	0	0	0	0	1	1	0	0	11	13
C	0	0	0	0	1	0	0	0	0	1	2
D	0	0	0	1	4	7	0	0	0	71	83
Σύνολο	0	14	427	852	513	232	45	4	1	265	2.353

Πηγή: J .D. Amato και C. H. Furfine (BIS, 2003).

Συγκρίνοντας τα στοιχεία του Πίνακα 6.3 με αυτά της δεύτερης περίπτωσης του Πίνακα 6.2, παρατηρείται ότι το μοντέλο δεν ανταποκρίνεται το ίδιο ικανοποιητικά όπως στην πρώτη ομάδα δεδομένων, αν και οι διαφορές δεν είναι ιδιαίτερα μεγάλες. Για παράδειγμα, το μοντέλο δεν προβλέπει καμία αξιολόγηση AAA, ενώ στην πραγματικότητα υπάρχουν 7 παρατηρήσεις AAA. Επίσης παρατηρείται ότι οι προβλεπόμενες πτωχεύσεις ανέρχονται σε 265, αριθμός σχετικά μεγάλος συγκρινόμενος με τον αριθμό των πραγματικών πτωχεύσεων (83). Αυτό συμβαίνει γιατί οι δείκτες υποχρεώσεων βελτιώνονται στην κατηγορία D σε σχέση με τις υπόλοιπες κατηγορίες με αποτέλεσμα το μοντέλο να παρουσιάζει δυσκολία διάκρισης των κατηγοριών αυτών. (BIS,2003)

Προκειμένου ωστόσο να μελετηθεί η επίδραση των οικονομικών κύκλων στις αξιολογήσεις, έγινε σύγκριση μεταξύ των προβλεπόμενων και των πραγματικών αξιολογήσεων αλλάζοντας κάθε φορά μια μεταβλητή του οικονομικού κύκλου. Τα αποτελέσματα παρουσιάζονται στον Πίνακα 6.4 που περιλαμβάνει τρεις διαφορετικές περιπτώσεις (δείκτης ύφεσης NBER, παραγωγικό κενό και διακριτός δείκτης ανάπτυξης). Σε κάθε περίπτωση στις στήλες δίνονται οι προβλεπόμενες αξιολογήσεις σε περιόδους ύφεσης, ανεξάρτητα από την πραγματική κατάσταση του οικονομικού κύκλου. Όμοια οι γραμμές ανταποκρίνονται στις προβλεπόμενες αξιολογήσεις σε περιόδους ανάκαμψης.

Πίνακας 6.4

Επίδραση του Οικονομικού Κύκλου στις Προβλεπόμενες Αξιολογήσεις (Δεύτερη Ομάδα Δεδομένων) Πρώτη περίπτωση: Δείκτης ύφεσης NBER											
	Προβλεπόμενες Αξιολογήσεις σε περίοδο ύφεσης										
Προβλε- πόμενες Αξιολο- γήσεις σε ανά- καμψη	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC	CC	C	D	Σύνολο
AAA	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
AA	0	3	13	0	0	0	0	0	0	0	16
A	0	0	190	267	0	0	0	0	0	0	457
BBB	0	0	0	592	254	0	0	0	0	0	846
BB	0	0	0	0	371	135	0	0	0	0	506
B	0	0	0	0	0	134	45	4	1	42	226
CCC	0	0	0	0	0	0	0	0	0	46	46
CC	0	0	0	0	0	0	0	0	0	5	5
C	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
D	0	0	0	0	0	0	0	0	0	251	251
Σύνολο	0	3	203	859	625	269	45	4	1	344	2.353

Πίνακας 6.4 (συνέχεια)

Δεύτερη περίπτωση: Παραγωγικό κενό

Προβλεπόμενες Αξιολογήσεις σε περίοδο ανάκαμψης											
Προβλεπόμενες Αξιολογήσεις σε περίοδο Υφεσης	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC	CC	C	D	Σύνολο
AAA	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
AA	0	7	20	0	0	0	0	0	0	0	27
A	0	0	323	216	0	0	0	0	0	0	539
BBB	0	0	0	662	174	0	0	0	0	0	836
BB	0	0	0	0	355	97	0	0	0	0	452
B	0	0	0	0	0	145	48	5	0	11	209
CCC	0	0	0	0	0	0	0	0	0	46	46
CC	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2	2
C	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
D	0	0	0	0	0	0	0	0	0	242	242
Σύνολο	0	7	343	878	529	242	48	5	0	301	2.353

Τρίτη περίπτωση: Διακριτός δείκτης ανάπτυξης

Προβλεπόμενες Αξιολογήσεις σε περίοδο ύφεσης											
Προβλεπόμενες Αξιολογήσεις σε ανάκαμψη	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC	CC	C	D	Σύνολο
AAA	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
AA	0	12	4	0	0	0	0	0	0	0	16
A	0	0	376	91	0	0	0	0	0	0	467
BBB	0	0	0	784	68	0	0	0	0	0	852
BB	0	0	0	0	448	52	0	0	0	0	500
B	0	0	0	0	0	188	28	0	0	0	216
CCC	0	0	0	0	0	0	23	3	0	23	49
CC	0	0	0	0	0	0	0	0	0	6	6
C	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
D	0	0	0	0	0	0	0	0	0	247	247
Σύνολο	0	12	380	875	516	240	51	3	0	276	2.353

Πηγή: J. D. Amato και C. H. Furfine (BIS, 2003).

Το συμπέρασμα που προκύπτει είναι ότι μεταβολή της κατάστασης του οικονομικού κύκλου προκαλεί αλλαγή των αξιολογήσεων το πολύ κατά μια κατηγορία. Οι αλλαγές αφορούν κυρίως τις κατηγορίες υψηλού βαθμού. Για παράδειγμα, από τις 27 προβλεπόμενες αξιολογήσεις με βαθμό AA, όπου σύμφωνα με την τιμή του παραγωγικού κενού βρισκόμαστε σε περίοδο ανάκαμψης στον οικονομικό κύκλο, 20 από αυτές θα

αξιολογούνται με βαθμό πιστοληπτικής ικανότητας A αν ο οικονομικός κύκλος ήταν σε περίοδο ύφεσης. Επίσης 174 από τις 836 εταιρείες που λαμβάνουν αξιολόγηση BBB κατά την ανάκαμψη θα μετακινηθούν στην κατηγορία BB (non-investment) κατά την ύφεση. Τα παραπάνω στοιχεία αφορούν μόνο αλλαγές σε μακροοικονομικό επίπεδο, θεωρώντας όλους τους παράγοντες κινδύνου σταθερούς.

6.5 Συμπεράσματα

Η μελέτη των J. D. Amato και C. H. Furfine (2003) έδειξε ότι σε γενικές γραμμές οι οίκοι δεν μεταβάλλουν με μεγάλη ευκολία τις αξιολογήσεις τους όταν βραχυπρόθεσμα μεταβάλλεται η κατάσταση μιας επιχείρησης (πρώτη ομάδα δεδομένων).

Ωστόσο η απουσία μεταβολής των αξιολογήσεων σε σχέση με τους οικονομικούς κύκλους μπορεί να οφείλεται στην απουσία συνεχούς παρακολούθησης και καταγραφής των δεδομένων από τους οίκους αξιολόγησης. Έτσι δημιουργήθηκε η δεύτερη ομάδα δεδομένων με σκοπό τον προσδιορισμό της κυκλικής ευαισθησίας των αξιολογήσεων. Τα αποτελέσματα απέδειξαν την ύπαρξη τέτοιου είδους ευαισθησία η οποία δεν είναι τόσο μεγάλη ώστε να αναιρεί το αρχικό αποτέλεσμα.

Συνδυάζοντας τα αποτελέσματα τόσο της πρώτης όσο και της δεύτερης ομάδας δεδομένων εξάγεται το συμπέρασμα ότι οι οίκοι δεν πραγματοποιούν συχνά αλλαγές στις αξιολογήσεις και δεν αντιδρούν σε μικρές και παροδικές μεταβολές του πιστωτικού κινδύνου των εταιρειών. Ωστόσο, όταν ένας οίκος αποφασίσει μια αλλαγή, η αλλαγή αυτή θα σχετίζεται θετικά με την κατάσταση της οικονομίας. Αυτό θα έχει σαν συνέπεια υπερβάλλουσα αισιοδοξία κατά την ανάκαμψη και απαισιοδοξία κατά την περίοδο ύφεσης.

Τα αποτελέσματα της έρευνας των Amato και Furfine (BIS, 2003) επιδρούν και στον χρηματοπιστωτικό τομέα αφού οι τράπεζες στα πλαίσια της Συμφωνίας της Βασιλείας και προκειμένου να υπολογίσουν τις ελάχιστες κεφαλαιακές απαιτήσεις, λαμβάνουν υπόψη και τις αξιολογήσεις των εταιρειών που πρόκειται να δανείσουν. Στο βαθμό λοιπόν, που οι αξιολογήσεις επηρεάζονται από τους οικονομικούς κύκλους, οι κεφαλαιακές απαιτήσεις των τραπεζών θα είναι υψηλότερες κατά την περίοδο ύφεσης, μειώνοντας ακόμα περισσότερο την πιστωτική προσφορά.

Κεφάλαιο 7

Αξιολογήσεις κρατών και οικονομικές κρίσεις

7.1 Εισαγωγή

Η δεκαετία του 1990 είχε ως κύριο χαρακτηριστικό της την παρουσία έντονων οικονομικών κύκλων (άνοδος-ύφεση) στις αναδυόμενες αγορές, με αποκορύφωμα την οικονομική και νομισματική κρίση στην Ασία την περίοδο 1997-1998. Οι οίκοι αξιολόγησης δέχτηκαν δριμύτατη κριτική καθώς δεν προέβλεψαν αυτή την κρίση, καθώς και την κρίση του Μεξικό, 3 χρόνια πριν, αν και η Moody's είχε προβεί αρκετό χρονικό διάστημα πριν την κρίση σε υποβιβασμό του βαθμού της πιστοληπτικής ικανότητας τόσο της Κορέας όσο και της Ταϊλάνδης.

Αφού ξέσπασε η ασιατική κρίση, οι αξιολογήσεις των κρατών αυτών μετέπεσαν σε πολύ χαμηλά επίπεδα ("junk status"). Ο υποβιβασμός αυτός ενίσχυσε την κρίση καθώς οι εμπορικές τράπεζες δεν μπορούσαν πλέον να εκδώσουν πιστωτικές επιστολές για εγχώριους εισαγωγείς και εξαγωγείς, ενώ οι θεσμικοί επενδυτές υποχρεώθηκαν να "ξεφορτωθούν" από τα χαρτοφυλάκια τους μη αξιόπιστα χρεόγραφα.

Το κύριο ερώτημα που τέθηκε ήταν αν οι οίκοι αξιολόγησης μπορούσαν πραγματικά να προβλέψουν τέτοιου είδους νομισματικές κρίσεις και σε τελική ανάλυση ποια μπορεί να είναι η επίδρασή τους στις αγορές; Μπορούν να επέμβουν στους οικονομικούς κύκλους των αναδυόμενων αγορών;

Θεωρητικά οι αξιολογήσεις κρατών οι οποίες λειτουργούν ως ένα ανώτατο όριο για την αξιολόγηση του ιδιωτικού τομέα, μπορούν να μειώσουν τις έντονες ανόδους-υφέσεις των αναδυόμενων αγορών. Ο υποβιβασμός της πιστοληπτικής ικανότητας κρατών σε περιόδους ακμής μπορεί να επιδράσει θετικά, μετριάζοντας το κλίμα ευφορίας που επικρατεί στις αγορές, μειώνοντας ταυτόχρονα και την αθρόα εισροή ιδιωτικών κεφαλαίων στα κράτη αυτά. Αντίθετα, αναβάθμιση της πιστοληπτικής ικανότητας ενθαρρύνει το κλίμα ευφορίας και ενισχύει την εισροή κεφαλαίων σε περιόδους ανόδου, ενώ σε περιόδους ύφεσης, ο υποβιβασμός δημιουργεί πανικό στους επενδυτές, οδηγεί σε εκροές κεφαλαίων και άνοδο των διαφορών αποδόσεων.

Στην πραγματικότητα, οι αξιολογήσεις κρατών βασίζονται κατά κύριο λόγο σε δημοσιοποιημένες πληροφορίες (Larrain, Reisen and von Malzan, 1997), όπως το ύψος

του εξωτερικού χρέους και των συναλλαγματικών αποθεμάτων ή τους πολιτικούς και δημοσιονομικούς περιορισμούς. Όμως υπάρχουν και κάποιες άλλες πληροφορίες οι οποίες επηρεάζουν την αξιοπιστία ενός αξιολογούμενου και δεν είναι δυνατόν να συμπεριληφθούν σε μια αξιολόγηση.

Οι Reisen και Maltzan (1999) επιχείρησαν μέσω εμπειρικών δεδομένων να καθορίσουν το ρόλο των 3 μεγαλύτερων οίκων αξιολόγησης - Moody's, Standard & Poor's, Fitch IBCA - στις οικονομικές κρίσεις των αναδυόμενων αγορών, εξετάζοντας τη σχέση μεταξύ αξιολογήσεων κρατών και διαφορών αποδόσεων. Επίσης εξέτασαν αν η επίδραση των αξιολογήσεων στις αγορές είναι μόνιμη με την παροχή νέων πληροφοριών σε αυτές τις αγορές, όπως για παράδειγμα η βούληση του δανειζόμενου να αποπληρώσει. Η ερμηνεία τέτοιων πληροφοριών μπορεί να αποδειχθεί εξαιρετικά σημαντικός παράγοντας για την αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας. Όμως δεν είναι εύκολο τέτοιου είδους πληροφορίες να διοχετευθούν στην αγορά μέσω των αξιολογήσεων.

7.2 Επίδραση των αξιολογήσεων κρατών στην αγορά

Προκειμένου να εξετάσουν την επίδραση των αξιολογήσεων κρατών στην αγορά έλαβαν ένα δείγμα ανακοινώσεων αξιολογήσεων κρατικού χρέους σε αμερικανικά δολάρια που αφορούσε την χρονική περίοδο 1989 μέχρι 1997. Εξέτασαν λοιπόν τη σχέση μεταξύ των ανακοινώσεων, αξιολογήσεων και των κινήσεων των διαφορών αποδόσεων των κρατικών ομολόγων.

Το δείγμα των αξιολογήσεων αναφερόταν στους 3 μεγαλύτερους οίκους αξιολόγησης - Moody's, Standard & Poor's, Fitch- και περιελάμβανε 29 χώρες: Αργεντινή, Βραζιλία, Βουλγαρία, Καναδάς, Χιλή, Κίνα, Κολομβία, Τσεχία, Δανία, Εκουαδόρ, Φινλανδία, Ινδονησία, Ιρλανδία, Ιταλία, Κορέα, Μαλαισία, Μεξικό, Ν. Ζηλανδία, Παναμάς, Περού, Φιλιππίνες, Πολωνία, Ρωσία, Ν. Αφρική, Ισπανία, Σουηδία, Ταϊλάνδη, Τουρκία και Βενεζουέλα. Για την εξεταζόμενη περίοδο, χρησιμοποιήθηκαν 152 ανακοινώσεις αξιολογήσεων, εκ των οποίων 97 αναφέρονταν σε αναδυόμενες αγορές, 16 αξιολογήσεις ήταν υπό αναθεώρηση με πιθανή υποβάθμιση και 29 με πιθανή αναβάθμιση. Επίσης 26 αξιολογήσεις αφορούσαν χώρες που ο βαθμός πιστοληπτικής ικανότητας ήταν μικρότερος από την προηγούμενη αξιολόγηση, ενώ 32 αφορούσαν χώρες όπου ο βαθμός τους ήταν μεγαλύτερος από την προηγούμενη αξιολόγηση. Τονίζεται ότι στις ανακοινώσεις περιλαμβάνονται και οι άμεσες αλλαγές αξιολογήσεων καθώς οι οίκοι αξιολόγησης θέτουν

αρκετές φορές σε παρακολούθηση μια χώρα που θεωρούν ότι άμεσα θα μεταβληθεί η πιστοληπτική της ικανότητα είτε θετικά, είτε αρνητικά.

Επίσης, ο κάθε βαθμός αξιολόγησης μετατράπηκε σε έναν αριθμό. Η μετατροπή αυτή είναι γραμμική, ξεκινώντας από το 20 για AAA και καταλήγοντας στο 0 για το D. Επισημαίνεται ότι η λογαριθμική μετατροπή δεν έδωσε τα αναμενόμενα αποτελέσματα.

Οι μεταβολές των διαφορών αποδόσεων (yield spreads) των ομολόγων σε δολάρια, αποτέλεσαν το μέτρο της επίδρασης των αξιολογήσεων στις αγορές. Οι διαφορές των αποδόσεων υπολογίστηκαν λαμβάνοντας ως δείκτη αναφορά το 10ετές αμερικανικό κρατικό ομόλογο. Καθώς στις περισσότερες αναδυόμενες αγορές τα κυβερνητικά ομόλογα δεν είναι διαπραγματεύσιμα, το δείγμα περιορίστηκε σε ομόλογα 29 χωρών που υπήρχαν διαθέσιμα στοιχεία. Το 70% των ομολόγων των κρατών αυτών έχουν 10ετή διάρκεια. Τα βραζιλιάνικα ομόλογα είναι 20ετούς διάρκειας, ενώ τα υπόλοιπα έχουν μικρότερη διάρκεια. Από κάθε χώρα ελήφθη υπόψη το πιο εμπορεύσιμο ομόλογο.

Η μεθοδολογία που ακολούθησαν οι Reisen και Maltzan, βασίζεται στο μοντέλο της αγοράς

$$R_{it} = \alpha_I + \beta_I R_{mt} + \varepsilon_{it}, \text{ με } E[\varepsilon_{it}] = 0, \text{ Var}[\varepsilon_{it}] = \sigma_{\varepsilon_i}^2$$

Όπου R_{mt} : η απόδοση του 10ετούς ομολόγου του αμερικανικού δημοσίου.

Οι συντελεστές του μοντέλου λαμβάνουν τιμές $\alpha_I = 0$ και $\beta_I = 1$ σύμφωνα με τους Campbell, Lo and MacKinley (1997). Κατά συνέπεια η μελέτη βασίζεται στις διαφορές αποδόσεων μεταξύ των κρατικών ομολόγων των αναδυόμενων αγορών και των 10ετών κρατικών ομολόγων.

Η μελέτη έλαβε υπόψη της τη μέση τιμή των σχετικών διαφορών αποδόσεων για μια χρονική περίοδο 30 ημέρες πριν την ανακοίνωση της αξιολόγησης και 30 ημέρες μετά. Εξετάστηκαν οι περιπτώσεις υποβάθμισης και αναβάθμισης, όπως επίσης και οι περιπτώσεις όπου οι ανακοινώσιμες αξιολογήσεις ήταν υπό αναθεώρηση με πιθανή υποβάθμιση ή αναβάθμιση. Σε γενικές γραμμές, μια μεταβολή στην αξιολόγηση του πιστωτικού κινδύνου μιας χώρας συνοδεύεται από μια αντίστοιχη μεταβολή των αποδόσεων. Αυτό είναι ιδιαίτερα εμφανές στις αξιολογήσεις υπό αναθεώρηση και ιδιαίτερα πριν από την ανακοίνωση πιθανής μείωσης της πιστοληπτικής ικανότητας μιας χώρας τα spreads αυξάνονται κατά 12%. Αντίστοιχα για πιθανή αναβάθμιση, η μείωση των spreads είναι 4%. Ωστόσο όταν η αξιολόγηση μιας χώρας τίθεται υπό αναθεώρηση οι τάσεις της αγοράς είναι σταθεροποιητικές.

Στην περίπτωση όπου οι οίκοι προβαίνουν σε ανακοίνωση αξιολόγησης μιας χώρας μικρότερου βαθμού, σε σχέση με την προηγούμενη, η αγορά ανταποκρίνεται αυξάνοντας τις διαφορές αποδόσεων σε περίοδο 30 ημερών μετά την ανακοίνωση. Αντίθετα, όταν έχουμε αύξηση του βαθμού αξιολόγησης παρατηρείται σταδιακή πτώση των αποδόσεων.

Στον Πίνακα 7.1 παρουσιάζονται τα αποτελέσματα της μελέτης, τα οποία έχουν ταξινομηθεί σε 6 "παράθυρα" 10 ημερών το καθένα (29 ημέρες πριν και 29 ημέρες μετά την ανακοίνωση της αξιολόγησης), όπως και ένα "παράθυρο" 2 ημερών που περιλαμβάνει την ημέρα της ανακοίνωσης καθώς και την επόμενη. Στον Πίνακα 7.1 φαίνεται αθροιστικά η μεταβολή της μέσης τιμής των διαφορών αποδόσεων. Καθώς σε θετικές ανακοινώσεις αξιολόγησης έχουμε αρνητικό πρόσημο στις αποδόσεις, αυτές που σχετίζονται με αρνητικές αξιολογήσεις πολλαπλασιάζονται με συντελεστή (-1).

Πίνακας 7.1

Βραχυπρόθεσμη επίδραση των ανακοινώσεων αξιολογήσεων, 1989-1997

Μέση μεταβολή των σχετικών διαφορών αποδόσεων

Πλήρες Δείγμα Εργάσιμες ημέρες σε σχέση με την ημερομηνία ανακοίνωσης	Πλήρες Δείγμα			Αναδύμενες αγορές		
	Συσσωρευτι κή αλλαγή μέσου	152 t-statistics	Ποσοστό με το αναμένον πρόσημο	Συσσωρευτι κή αλλαγή μέσου	97 t-statistics	Ποσοστό με το αναμένον πρόσημο
-30 έως -21	0,008	1,03		0,008	0,94	
-20 έως -11	-0,006	-0,70		-0,008	-0,88	
-10 έως -1	-0,008	-0,90		-0,015	-1,60*	
0 έως +1	-0,003	-0,74	52,6	-0,006	-1,43*	58,8
+2 έως +10	-0,005	-0,56	(1,30*)	-0,014	-1,61*	(3,45***)
+11 έως +20	0,003	0,37		0,013	1,43*	
+21 έως +30	-0,002	-0,21		0,000	-0,01	
Moody's Εργάσιμες ημέρες σε σχέση με την ημερομηνία ανακοίνωσης	Πλήρες Δείγμα			Αναδύμενες αγορές		
	Συσσωρευτι κή αλλαγή μέσου	47 t-statistics	Ποσοστό με το αναμένον πρόσημο	Συσσωρευτι κή αλλαγή μέσου	29 t-statistics	Ποσοστό με το αναμένον πρόσημο
-30 έως -21	0,019	1,02		0,013	0,68	
-20 έως -11	-0,019	-0,92		-0,019	-0,89	
-10 έως -1	0,015	0,73		0,012	0,58	
0 έως +1	-0,008	-0,81	55,3	-0,012	-1,27	62,1
+2 έως +10	0,020	0,99	(1,46*)	0,020	0,98	(2,60***)
+11 έως +20	-0,009	-0,43		0,000	0,02	
+21 έως +30	-0,016	-0,78		-0,018	-0,86	
Standad & Poor's Εργάσιμες ημέρες σε σχέση με την ημερομηνία ανακοίνωσης	Πλήρες Δείγμα			Αναδύμενες αγορές		
	Συσσωρευτι κή αλλαγή μέσου	82 t-statistics	Ποσοστό με το αναμένον πρόσημο	Συσσωρευτι κή αλλαγή μέσου	55 t-statistics	Ποσοστό με το αναμένον πρόσημο
-30 έως -21	0,004	0,37		0,005	0,43	
-20 έως -11	0,002	0,14		-0,001	-0,11	
-10 έως -1	-0,023	-1,87**		-0,029	-2,37***	
0 έως +1	-0,002	-0,31	50,0	-0,004	-0,66	56,4
+2 έως +10	-0,022	-1,90**	(0,00)	-0,034	-2,91***	(1,89**)
+11 έως +20	0,009	0,77		0,020	1,60*	
+21 έως +30	0,006	0,50		0,010	0,78	

Fitch IBCA Εργάσιμες ημέρες σε σχέση με την ημερομηνία ανακοίνωσης	Πλήρες Δείγμα			Αναδυόμενες αγορές		
	Συσσωρευτι κή αλλαγή μέσου	46 t-statistics	Ποσοστό με το αναμένον πρόσημο	Συσσωρευτι κή αλλαγή μέσου	26 t-statistics	Ποσοστό με το αναμένον πρόσημο
-30 εως -21	0,002	0,11		0,008	0,60	
-20 εως -11	-0,008	-0,54		-0,012	-0,80	
-10 εως -1	-0,003	-0,23		-0,012	-0,83	
0 εως +1	0,002	0,32	56,5	-0,001	-0,13	61,5
+2 εως +10	0,007	0,48	(1,25)	-0,003	-0,24	(1,66)
+11 εως +20	0,007	0,49		0,013	0,84	
+21 εως +30	-0,001	-0,05		0,000	-0,03	

*** Σημαντικό σε επίπεδο 1%

** Σημαντικό σε επίπεδο 5%

* Σημαντικό σε επίπεδο 10%

Πηγή: Υπολογισμοί: G. Larrain, H. Reisen, J. von Maltzan (1999)

Δεδομένα: Bloomberg, Datastream, Dresdner Bank, JP Morgan, Standard & Poor's

Υπολογίσθηκε επίσης το ποσοστό των μεταβολών των σχετικών διαφορών αποδόσεων με θετικό πρόσημο. Έτσι το 50-60% των μεταβολών των αποδόσεων έχουν το σωστό πρόσημο, γεγονός που σημαίνει ότι η διαφορά απόδοσης αυξάνεται σε σχέση με μικρότερο βαθμό αξιολόγησης. Το z-statistic (Cantor and Packer, 1996) προσδιορίζει αν το ποσοστό των μεταβολών των αποδόσεων με το σωστό πρόσημο είναι στατιστικά σημαντικό. Η έρευνα των Helmut Reisen και Julia von Maltzan έδειξε ότι μόνο το "Standard and Poor's-full sample" και το "Fitch IBCA-full sample" είναι στατιστικά μη σημαντικό. (G. Larrain, H. Reisen, J. von Maltzan , 1999)

Η έρευνα των Helmut Reisen και Julia von Maltzan (1999) κατέληξε ότι η επίδραση των ανακοινώσεων των αξιολογήσεων στις διαφορές αποδόσεων δολαρίων δεν είναι στατιστικά σημαντική, ωστόσο υπάρχει σημαντική επίδραση (στο επίπεδο 10%) των αξιολογήσεων στις αποδόσεις των ομολόγων των αναδυόμενων αγορών. Παρατήρησαν ότι όταν γίνεται η ανακοίνωση οι διαφορές μεταβάλλονται κατά 0,6%. Λαμβάνοντας υπ' όψιν τα αποτελέσματα 10 ημέρες πριν και 10 ημέρες μετά την αξιολόγηση η μεταβολή κυμαίνεται στο 3,5%. Όμως για το χρονικό διάστημα 11-20 ημερών μετά την ανακοίνωση, οι αποδόσεις ακολουθούν αντίθετη κατεύθυνση από την αναμενόμενη, γεγονός που υποδηλώνει ότι οι αποδόσεις αρχικά μεταβλήθηκαν υπερβολικά. (G. Larrain, H. Reisen, J. von Maltzan , 1999)

Αντίστοιχα είναι τα συμπεράσματα για κάθε οίκο αξιολόγησης. Ειδικότερα, για το δείγμα των αναδυόμενων αγορών της Standard & Poor's, κατά την ημέρα της ανακοίνωσης της αξιολόγησης η διαφορά των αποδόσεων μεταβάλλεται κατά 0,4%. Παρατηρείται ότι η μεταβολή των αποδόσεων προς την ίδια κατεύθυνση ξεκινά 20 ημέρες πριν την ανακοίνωση, εντείνεται τις τελευταίες 10 ημέρες, ενώ τις επόμενες 10 ημέρες μετά την ανακοίνωση η μεταβολή φτάνει στο μέγιστο, για να ακολουθήσει στο επόμενο διαστημάτων 11-30 ημερών αντίθετη κατεύθυνση προς την αναμενόμενη.

Παράλληλα, στον Πίνακα 7.2 παρουσιάζεται η μέση τιμή των μεταβολών των σχετικών διαφορών αποδόσεων για 4 κατηγορίες ανακοινώσεων αξιολογήσεων αναδυόμενων χωρών:

1. αξιολόγηση υπό αναθεώρηση με πιθανή μείωση του βαθμού πιστοληπτικής ικανότητας
2. αξιολόγηση υπό αναθεώρηση με πιθανή αύξηση του βαθμού πιστοληπτικής ικανότητας
3. υποβάθμιση της πιστοληπτικής ικανότητας
4. αναβάθμιση της πιστοληπτικής ικανότητας.

Πίνακας 7.2

Βραχυπρόθεσμη επίδραση των διαφόρων κατηγοριών αξιολογήσεων, 1989-1997

Μέση μεταβολή των σχετικών διαφορών αποδόσεων

Εργάσιμες ημέρες σε σχέση με την ημερομηνία ανακοίνωσης	Αναθεώρηση για πιθανή μείωση του βαθμού πιστοληπτικής ικανότητας				Αναθεώρηση για πιθανή αύξηση του βαθμού πιστοληπτικής ικανότητας			
	Πλήρες δείγμα		Αναδυόμενες αγορές		Πλήρες δείγμα		Αναδυόμενες αγορές	
	16		8		29		22	
	Συσσω- ρευτική αλλαγή μέσου	t- statistics	Συσσω- ρευτική αλλαγή μέσου	t- statistics	Συσσω- ρευτική αλλαγή μέσου	t- statistics	Συσσω- ρευτική αλλαγή μέσου	t- statistics
-30 εως -21	0,041	0,90	0,069	1,52*	0,025	2,30**	0,029	2,64***
-20 εως -11	0,018	0,35	0,037	0,73	0,007	0,59	-0,005	-0,45
-10 εως -1	0,033	0,65	0,069	1,36	-0,046	-3,77***	-0,057	-4,75***
0 εως +1	0,018	0,79	0,030	1,33	-0,007	-1,37*	-0,010	-1,91**
+2 εως +10	0,026	0,54	0,036	0,74	-0,003	-0,26	-0,011	-0,92
+11 εως +20	-0,091	-1,80**	-0,227	-	0,007	0,54	0,007	0,56
				4,48***				
+21 εως +30	-0,014	-0,27	-0,039	-0,76	-0,006	-0,47	-0,009	-0,71
	Αξιολόγηση: Υποβάθμιση				Αξιολόγηση: Αναβάθμιση			
Εργάσιμες ημέρες σε σχέση με την ημερομηνία ανακοίνωσης	Πλήρες δείγμα		Αναδυόμενες αγορές		Πλήρες δείγμα		Αναδυόμενες αγορές	
	26		8		32		26	
	Συσσω- ρευτική αλλαγή μέσου	t- statistics	Συσσω- ρευτική αλλαγή μέσου	t- statistics	Συσσω- ρευτική αλλαγή μέσου	t- statistics	Συσσω- ρευτική αλλαγή μέσου	t- statistics
-30 εως -21	0,023	2,09**	0,069	6,41***	0,012	0,68	0,013	0,73
-20 εως -11	0,006	0,47	-0,015	-1,22	-0,010	-0,52	-0,014	-0,71
-10 εως -1	0,007	0,54	0,020	1,63*	-0,008	-0,41	-0,013	-0,62
0 εως +1	0,004	0,77	0,012	2,13**	-0,004	-0,44	-0,007	-0,83
+2 εως +10	-0,003	-0,23	0,040	3,49***	0,005	0,25	0,005	0,26
+11 εως +20	0,035	2,91***	0,055	4,53***	0,014	0,69	0,017	0,87
+21 εως +30	-0,005	-0,41	-0,022	-1,83*	-0,023	-1,13	-0,024	-1,21

*** Σημαντικό σε επίπεδο 1%

** Σημαντικό σε επίπεδο 5%

* Σημαντικό σε επίπεδο 10%

Πηγή: Υπολογισμοί: G. Larrain, H. Reisen, J. von Maltzan (1999)

Λεδομένα: Bloomberg, Datastream, Dresdner Bank, JP Morgan, Standard & Poor's

Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι οι αγορές ανταποκρίνονται σε δύο από τις τέσσερις περιπτώσεις: αξιολόγηση υπό αναθεώρηση με πιθανή αύξηση του βαθμού πιστοληπτικής ικανότητας και υποβάθμιση της πιστοληπτικής ικανότητας. Έτσι όταν οι χώρες τίθενται υπό αναθεώρηση με πιθανή αύξηση του βαθμού πιστοληπτικής ικανότητας οι αγορές προβλέπουν αυτή την κίνηση, καθώς οι διαφορές αποδόσεων πέφτουν κατά 5,7% συνολικά 10 ημέρες πριν την ανακοίνωση της αξιολόγησης. Οι διαφορές αποδόσεων ακολουθούν την ίδια πτωτική πορεία και κατά την ημέρα της ανακοίνωσης και την επομένη. Ωστόσο, η αντίδραση της αγοράς δεν συνεχίζεται. Με την προσθήκη στο δείγμα και των υπολοίπων χωρών που υπάγονται στον ΟΑΣΑ (full sample) το μέγεθος της αντίδρασης των αγορών μειώνεται, όμως τα αποτελέσματα εξακολουθούν να είναι στατιστικά σημαντικά. (G. Larrain, H. Reisen, J. von Maltzan , 1999)

Σε ότι αφορά την υποβάθμιση της πιστοληπτικής ικανότητας των ομολόγων των αναδυόμενων χωρών, οι αντιδράσεις της αγοράς είναι δυναμικές. Έτσι 10 ημέρες πριν την ανακοίνωση μέχρι και 20 ημέρες μετά, τα διαφορές αποδόσεων αυξάνονται συνολικά 12,7%. Ωστόσο, μετά τις 20 ημέρες η μεταβολή αυτή αντιστρέφεται. (G. Larrain, H. Reisen, J. von Maltzan , 1999)

Συμπερασματικά η μελέτη των των Helmut Reisen και Julia von Maltzan κατέληξε στα εξής:

- § Γενικά, οι αξιολογήσεις των 3 κυριότερων οίκων δεν έχουν σημαντική επίδραση στις διαφορές αποδόσεων των κρατών, ωστόσο οι ανακοινώσεις τους μπορούν να επηρεάσουν προς την αναμενόμενη κατεύθυνση οι διαφορές αποδόσεων των αναδυόμενων χωρών.
- § Όταν η ανακοίνωση της αξιολόγησης αφορά μείωση της πιστοληπτικής ικανότητας των ομολόγων των αναδυόμενων αγορών, οι διαφορές αποδόσεων αυξάνονται. Παρατηρήθηκε ότι η αύξηση αυτή ξεκινά 10 ημέρες πριν την ανακοίνωση και εξακολουθεί την ίδια πορεία για 20 περίπου ημέρες μετά την έκδοση της αξιολόγησης.
- § Οι αγορές αντιδρούν σε αναμενόμενη αύξηση πιστοληπτικής ικανότητας πριν την ανακοίνωσή της και όχι μετά.

Για την ερμηνεία των ανωτέρω συμπερασμάτων λαμβάνεται υπ' όψιν ότι ως ένα βαθμό οι αξιολογήσεις είναι αναμενόμενες από τις αγορές, με συνέπεια οι επακόλουθες μεταβολές των διαφορών αποδόσεων να μειώνουν την επίδραση των αξιολογήσεων στις αγορές.

Επιπλέον, τόσο οι αξιολογήσεις όσο και οι διαφορές αποδόσεων μπορούν να επηρεασθούν από εξωγενή shocks.

Αξιίζει να σημειωθεί ότι σε αντίστοιχη προηγούμενη μελέτη πραγματοποίησαν οι Cantor and Packer (1996) προσπάθησαν να προσδιορίσουν κάθε ανακοίνωση που έκανε τόσο η Moody's όσο και η Standard and Poor's μεταξύ των ετών 1987 έως 1994. Η ανακοίνωση αφορούσε μεταβολή της αξιολόγησης μιας χώρας που είχε εκδώσει την περίοδο αυτή ομόλογο με πληρωμή σε δολάρια. Το δείγμα αυτό περιλάμβανε 79 ανακοινώσεις για 18 χώρες: 39 από τις ανακοινώσεις αφορούσαν αλλαγές στην αξιολόγηση (14 αναβαθμίσεις και 25 υποβαθμίσεις). Οι υπόλοιπες 40 ανακοινώσεις αφορούσαν αλλαγές προβλέψεων. 23 αξιολογήσεις τέθηκαν υπό αναθεώρηση με πιθανή αναβάθμιση και 17 με πιθανή υποβάθμιση. (Cantor & Packer, 1996)

Επισημαίνεται ότι η μελέτη εστιάσθηκε στις σχετικές διαφορές αποδόσεων (relative yield spreads) δηλαδή η διαφορά αποδόσεων διαιρεμένη με την απόδοση του αντίστοιχου αμερικανικού κρατικού ομολόγου. Αυτό έγινε καθώς οι σχετικές αποδόσεις είναι περισσότερο σταθερές. (Cantor & Packer, 1996)

Η μελέτη έδειξε ότι όταν αναμένεται μια αρνητική ανακοίνωση τότε οι σχετικές διαφορές αποδόσεων αυξάνονται συνολικά κατά 3,3% μέσα σε 29 ημέρες πριν την ανακοίνωση, ενώ όταν αναμένεται μια θετική ανακοίνωση οι σχετικές διαφορές αποδόσεων μειώνονται κατά 2,0%. Έξι ημέρες πριν την ανακοίνωση οι σχετικές διαφορές αποδόσεων παραμένουν σταθερές, ενώ μετά την ανακοίνωση - είτε θετική, είτε αρνητική - σημειώνεται μια σχετική μεταβολή τους. (Cantor & Packer, 1996)

Η στατιστική μελέτη του δείγματος έδειξε ότι η επίδραση των ανακοινώσεων των αξιολογήσεων είναι στατιστικά σημαντική στην μεταβολή των αποδόσεων ομολόγων με πληρωμή σε δολάρια. Πιο αναλυτικά, η έρευνα έδειξε ότι το 63% των ανακοινώσεων σχετίζονται με τις αλλαγές στις αποδόσεις των ομολόγων (προς την αναμενόμενη κατεύθυνση). Παράλληλα, οι ανακοινώσεις αναβάθμισης αξιολογήσεων ακολουθούνται από μείωση των αποδόσεων που είναι στατιστικά σημαντική, ενώ οι ανακοινώσεις υποβάθμισης, οι ανακοινώσεις προβλέψεων και οι ανακοινώσεις της Standard & Poor's δεν παράγουν στατιστικά σημαντικά αποτελέσματα. (Cantor & Packer, 1996)

Τέλος, η έρευνα απέδειξε ότι η προσδοκία της αγοράς δεν παίζει σημαντικό ρόλο, την επίδραση που έχει η ανακοίνωση της αξιολόγησης μιας χώρας στις αποδόσεις ομολόγων. Ωστόσο, η επίδραση της ανακοίνωσης ενός οίκου αξιολόγησης είναι σημαντική όταν

επιβεβαιώνει την αξιολόγηση ενός άλλου οίκου ή μια προηγούμενη ανακοίνωση. (Cantor & Packer, 1996)

Επισημαίνεται ότι τα αντίθετα αυτά αποτελέσματα των δύο μελετών μπορούν να αποδοθούν στο γεγονός ότι το δείγμα των παρατηρήσεων των Cantor & Packer (1996) βασίστηκε σε παρατηρήσεις μέχρι το 1994, ενώ η μελέτη των Helmut Reisen και Julia von Maltzan περιλαμβάνει και τις κρίσεις στο Μεξικό και την Ανατολική Ασία μέχρι δηλαδή το τέλος του 1997. Το τελευταίο αυτό δείγμα λοιπόν αποτελείται από περισσότερες παρατηρήσεις που αφορούν αναδυόμενες αγορές.

7.3 Αξιολογήσεις κρατών και διαφορές αποδόσεων

Granger Causality Test

Κατά το δεύτερο στάδιο της μελέτης τους, οι Reisen και Maltzan (1999), πραγματοποίησαν ένα Granger Causality Test με σκοπό να εντοπισθεί αν η ανακοίνωση των αξιολογήσεων οδηγεί σε μεταβολή των διαφορών αποδόσεων ή η μεταβολή των διαφορών αποδόσεων οδηγεί σε μεταβολή της πιστοληπτικής ικανότητας ενός κράτους.

Το δείγμα αφορούσε μηνιαία δεδομένα για τις αξιολογήσεις και τις αποδόσεις για την χρονική περίοδο Ιανουαρίου 1988 έως Δεκέμβριο 1997 και περιελάμβανε 14 χώρες (7 εκ των οποίων είναι αναδυόμενες αγορές) Αργεντινή, Βραζιλία, Καναδάς, Δανία, Φινλανδία, Ιρλανδία, Ιταλία, Μαλαισία, Μεξικό, Ν. Ζηλανδία, Φιλιππίνες, Ισπανία, Τουρκία και Βενεζουέλα. Αρχικά το δείγμα περιελάμβανε 962 παρατηρήσεις. Από αυτές αφαιρέθηκαν οι παρατηρήσεις που αφορούσαν σε μη αξιολογημένες χώρες (έστω από έναν οίκο). Έτσι ο αριθμός μειώθηκε σε 448 παρατηρήσεις εκ των οποίων 245 αφορούσαν χρέη αναδυόμενων αγορών. Δημιουργήθηκαν έτσι δείγματα για κάθε οίκο αξιολόγησης: το πρώτο δείγμα αντιπροσώπευε δημοσιευμένες αξιολογήσεις από την Standard & Poor's, το δεύτερο δείγμα της Moody's και ένα τρίτο που αντιπροσωπεύει μια μέση τιμή και των 3 οίκων. Σημειώνεται ότι οι παρατηρήσεις της Fitch IBCA δεν περιελήφθησαν στο Test Granger Causality, καθώς ο αριθμός τους ήταν πολύ μικρός σε σχέση με τις υπόλοιπες.

Οι μεταβλητές που επανειλημμένα χρησιμοποιούνται από τους οίκους για την αξιολόγηση κρατών είναι: (Cantor & Packer, 1996)

§ Κατά κεφαλήν Α.Εγχ.Π (GDP/capita)

§ Πραγματική ετήσια αύξηση Α.Εγχ.Π (real annual GDP growth)

- § Ετήσια μεταβολή των τιμών καταναλωτή (annual change of consumer prices)
- § Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών / ΑεγχΠ (current account/GDP)
- § Δείκτης επενδύσεων (investment ratio)
- § Προσφορά χρήματος / αποθέματα (broad money / reserves)
- § Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις / διαθέσιμα. (short-term debt/reserves)
- § Government balance / GDP
- § Όροι εμπορίου (Terms of trade)
- § Ετήσια αύξηση πιστώσεων (annual credit growth)

Πρακτικά ωστόσο, καθώς δεν είναι δυνατόν να χρησιμοποιηθούν στην παλινδρόμηση όλοι οι παράγοντες που καθορίζουν τον πιστωτικό κίνδυνο ενός κράτους. Παράλληλα, απρόβλεπτα γεγονότα μπορεί να επηρεάσουν ταυτόχρονα και τις διαφορές αποδόσεων και τις αξιολογήσεις, η ύπαρξη (και προς τις δυο κατευθύνσεις) αιτιότητας μεταξύ αξιολογήσεων και spreads μπορεί να αντιστοιχεί στο γεγονός ότι οι οίκοι παρέχουν πληροφορίες στις αγορές.

Από τα αποτελέσματα του Granger Causality Test προκύπτει ότι σε γενικές γραμμές, το μοντέλο προσδιορίζει ικανοποιητικά τις αλλαγές αξιολογήσεων, ενώ οι μεταβολές των διαφορών αποδόσεων φαίνεται ότι εν μέρει ερμηνεύονται από παράγοντες που δεν συμπεριλαμβάνονται στο μοντέλο. Ωστόσο, τα αποτελέσματα δεν έχουν συνοχή, καθώς από τη μία προκύπτει μια στατιστικά σημαντική επίδραση των μεταβολών των αξιολογήσεων της Standard & Poor's στις μεταβολές των διαφορών αποδόσεων, ενώ από την άλλη οι αξιολογήσεις της Moody's απλά ερμηνεύονται από τις μεταβολές των διαφορών αποδόσεων. Σε ότι αφορά στο δείγμα που περιλαμβάνει και τους τρεις οίκους (συμπεριλαμβανομένου και της Fitch IBCA), τα αποτελέσματα δείχνουν μια αμφίδρομη αιτιότητα μεταξύ αξιολογήσεων και αποδόσεων.

Το γεγονός ότι τα αποτελέσματα που προκύπτουν όταν χρησιμοποιούνται μεμονωμένα οι οίκοι αξιολόγησης, διαφέρουν από τα αποτελέσματα που προκύπτουν όταν χρησιμοποιείται το δείγμα και των τριών οίκων οφείλεται στη μέθοδο που έχει επιλεγεί. Προκειμένου να αποφευχθεί οποιαδήποτε μεροληψία στις εκτιμήσεις που οφείλεται σε κάποια συγκεκριμένη χώρα, οι Reisen και Maltzan δημιούργησαν τα δείγματά τους χρησιμοποιώντας ίδιο αριθμό παρατηρήσεων ανά χώρα, ενώ παράλληλα προσπάθησαν να μεγιστοποιήσουν τον αριθμό τόσο των χωρών όσο και τον αριθμό των παρατηρήσεων ανά

χώρα. Το γεγονός αυτό δημιούργησε με τη σειρά του υποπεριόδους, όπου οι αντιδράσεις των αγορών διέφεραν σημαντικά. Αποτέλεσμα αυτού ήταν οι εκτιμήσεις να μην είναι αρκετά ικανοποιητικές. Ωστόσο η αμφίδρομη αιτιότητα (two-way Granger Causality) μεταξύ αξιολογήσεων και μεταβολών διαφορών αποδόσεων δείχνει ότι οι αξιολογήσεις κρατών αποτελούν ένα αναπόσπαστο κομμάτι των αγορών και αντλούν πληροφορίες από τις μεταβολές των spreads, ενώ παράλληλα τις επηρεάζουν.

7.4 Συμπεράσματα

Από τη μελέτη που πραγματοποίησαν οι Reisen και Maltzan προέκυψε ότι υπάρχει μια στατιστικά σημαντική επίδραση των επικείμενων αναβαθμίσεων και των υφιστάμενων υποβαθμίσεων στις διαφορές αποδόσεων και αφορά στο συνδυασμό των αξιολογήσεων των τριών οίκων (Moody's, Standard & Poor's και Fitch IBCA). Ιδιαίτερα στις περιπτώσεις των επικείμενων αναβαθμίσεων, κάποιες πρώτες αξιολογήσεις από τους οίκους μπορούν να μετριάσουν την ευφορία των επενδυτών. Επισημαίνεται βέβαια, ότι κάτι τέτοιο απαιτεί να μην υπάρχουν (split ratings) διαφορετικές αξιολογήσεις από τους οίκους.

Προκειμένου οι αξιολογήσεις κρατών να επιδρούν αποτελεσματικά στους οικονομικούς κύκλους, πρέπει να προηγούνται και όχι να υστερούν σε σχέση με τις αποδόσεις, παρέχοντας νέες πληροφορίες στις αγορές. Ωστόσο, μεταβολές στις αποδόσεις μπορεί να οδηγήσουν σε αλλαγές των αξιολογήσεων αν οι τελευταίες αναμένονται από τις αγορές, δημιουργώντας έτσι μια σχέση εξάρτησης μεταξύ αξιολογήσεων - αγορών. Παρόλα αυτά η χρήση up-to-date μοντέλων για τις νομισματικές και πιστωτικές κρίσεις κρατών από τους οίκους αξιολόγησης αποτελεί ιδιαίτερα σημαντικό παράγοντα, προκειμένου να έχουν την δυνατότητα σταθεροποίησης των οικονομικών κύκλων με τη βοήθεια έγκαιρων προειδοποιητικών αξιολογήσεων.

Το Granger test απέδειξε ότι υπάρχει μια αλληλεξάρτηση μεταξύ αξιολογήσεων και διαφορών αποδόσεων. Παράλληλα ενώ οι ανακοινώσεις των αξιολογήσεων θεωρούνται ως σημαντικό στοιχείο αξιοπιστίας, η επίδρασή τους φαίνεται να οφείλεται στις εσωτερικές οδηγίες ή κανονισμούς των θεσμικών επενδυτών, οι οποίοι αποκλείουν από τα χαρτοφυλάκιά τους χρεόγραφα χαμηλού βαθμού πιστοληπτικής ικανότητας.

Η αμφίδρομη αιτιότητα μεταξύ αξιολογήσεων και spreads υποδηλώνει πως οι οίκοι παρουσιάζουν αδυναμία ως προς την πρόβλεψη κρίσεων όπως αυτή του Μεξικό και των

ασιατικών χωρών, γεγονός που οφείλεται στον πολύ μεγαλύτερο αριθμό των παρατηρήσεων που χρησιμοποιούν οι οίκοι.

Παρόλο που η μελέτη έδειξε ότι οι οίκοι αξιολόγησης έχουν τη δυνατότητα να μετριάσουν τις απότομες ανόδους που προηγούνται των νομισματικών κρίσεων, εντούτοις το Granger test απέδειξε ότι αυτή η δυνατότητα δεν έχει ακόμα αξιοποιηθεί από τους οίκους.

Κεφάλαιο 8

Συμφωνία της Βασιλείας και οίκοι αξιολόγησης

Μέχρι το 1988, οι κεφαλαιακές απαιτήσεις των τραπεζών ορίζονταν ως ο λόγος της καθαρής αξίας προς το σύνολο των απαιτήσεων του ενεργητικού. Με την Συνθήκη της Βασιλείας το 1988 και στα πλαίσια των δέκα πιο ανεπτυγμένων χωρών τέθηκαν συγκεκριμένα όρια κεφαλαιακών απαιτήσεων, λαμβάνοντας υπόψη ότι αφενός οι απαιτήσεις των τραπεζών έχουν διαφορετικό βαθμό πιστωτικού κινδύνου και αφετέρου ότι απαιτήσεις εκτός ισολογισμού εκθέτουν την τράπεζα σε κίνδυνο.

Παράλληλα, στο κείμενο της Νέας Συνθήκης της Βασιλείας (2001) έγινε προσπάθεια επανασχεδιασμού των κριτηρίων κεφαλαιακών απαιτήσεων των διεθνών τραπεζών, λαμβάνοντας υπόψη τις συνθήκες της ταχείας αναπτυσσόμενης παγκοσμιοποιημένης αγοράς.

Στην προσπάθεια αυτή, σημαντικό ρόλο παίζουν οι αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας που δίνονται τόσο από τους οίκους αξιολόγησης όσο και από τις ίδιες τις τράπεζες, προκειμένου να καθορίσουν τον βαθμό πιστωτικού κινδύνου.

8.1 Συνθήκη της Βασιλείας

Σύμφωνα με την Συνθήκη της Βασιλείας του 1988 καθιερώθηκε ένας ελάχιστος συντελεστής κεφαλαίου της τάξης του 8% έναντι του συνόλου των χορηγήσεων κάθε τράπεζας. Από αυτό το κεφάλαιο, τουλάχιστον το 4% αφορά σε βασικό κεφάλαιο (Tier 1) που πρέπει να κατέχουν οι τράπεζες. (Πίνακας 8.1)

Παράλληλα, κατηγοριοποίησε τις απαιτήσεις των τραπεζών σε διάφορες κατηγορίες κινδύνου και όρισε διαφορετικά σταθμά κινδύνου (risk weights) που ανταποκρίνονται στον πιστωτικό κίνδυνο που διατρέχει η τράπεζα για κάθε κατηγορία (πίνακας 8.2). Η κατηγοριοποίηση αυτή έδωσε την δυνατότητα στα πιστωτικά ιδρύματα επιλογής της σύστασης του χαρτοφυλακίου τους.

Πίνακας 8.1

Προσδιορισμός Tier I, Tier II

Κατηγορία κεφαλαίου	Στοιχεία που αποτελούν την κατηγορία κεφαλαίου	Προτεινόμενο ποσοστό
Tier I	Καταβεβλημένο μετοχικό κεφάλαιο (κοινές μετοχές) και μη σωρευτικές οφειλές.	Τουλάχιστον 4%
Tier II	Δάνεια μειωμένης εξασφάλισης σωρευτικές οφειλές, αποθεματικά για επισφαλείς χορηγήσεις	Όριο μέχρι 100% του Tier I
Σύνολο	Tier I και Tier II (όπου το Tier I κυμαίνεται μεταξύ 50%-100% του συνόλου)	Τουλάχιστον 8% εκ των οποίων το 4% αποτελείται από το Tier I

Πηγή: C.J.Lindgreu, G.Garcia, M.Saal, (1998)

Πίνακας 8.2

Κεφαλαιακές ανάγκες σύμφωνα με τη συνθήκη της Βασιλείας

Απαιτήσεις	Κατηγορία κινδύνου	Σταθμά κινδύνου (%) (risk weights)
Απαιτήσεις που εμφανίζονται στον ισολογισμό		
§ Μετρητά και δάνεια σε κυβερνήσεις και κεντρικές τράπεζες	1	0
§ Απαιτήσεις από Δημόσιο Τομέα	2	10
§ Απαιτήσεις από τράπεζες ΟΑΣΑ	3	20
§ Δάνεια με υποθήκη κατοικίες	4	50
§ Όλες οι υπόλοιπες απαιτήσεις συμπεριλαμβανομένων και των εταιρικών δανείων	5	100
Απαιτήσεις εκτός ισολογισμού		
Κάθε απαίτηση που διαβαθμίζεται με τον αντίστοιχο συντελεστή μετατροπής	6	Σταθμά ανάλογα με την περίπτωση

Πηγή: C.J.Lindgreu, G.Garcia, M.Saal, (1998)

Ο προσδιορισμός των σταθμών αυτών ήταν μια προσπάθεια απεικόνισης της πιθανότητας και εκπλήρωσης της υπόσχεσης, σύμφωνα με τις συνθήκες που επικρατούσαν στις αγορές

των δέκα πιο ανεπτυγμένων χωρών. Το σύστημα αυτό ήταν αρκετά απλό, γεγονός που ήταν αντικείμενο δριμιάς κριτικής, καθώς ο μικρός αυτός αριθμός "κατηγοριών κινδύνου" με τον τρόπο που σχεδιάστηκε δεν παρείχε επαρκή διάκριση του κινδύνου ανάμεσα στις κατηγορίες.

Η Επιτροπή λοιπόν, στα πλαίσια της Νέας Συμφωνίας της Βασιλείας, για τον προσδιορισμό των κεφαλαιακών αναγκών μιας τράπεζας και λαμβάνοντας υπόψη τον πιστωτικό κίνδυνο, επανασχεδίασε τις κατηγορίες κινδύνου. Σκοπός ήταν η δημιουργία ενός συστήματος, όχι τόσο απλοποιημένου, που θα ανταποκρίνεται στις συνθήκες των αγορών και των κινδύνων στους οποίους εκτίθεται μια τράπεζα.

Η Νέα Συμφωνία της Βασιλείας (2001) δίνει την δυνατότητα στις τράπεζες να επιλέξουν μεταξύ δύο μεθοδολογιών προσδιορισμού των κεφαλαιακών αναγκών: της τυπικής μεθόδου (standardised approach) και της εναλλακτικής μεθόδου όπου επιτρέπει στις τράπεζες τη χρήση εσωτερικών συστημάτων αξιολόγησης. (BIS, 2001)

8.1.1 Τυπική μέθοδος-Εξωτερικές αξιολογήσεις

Σύμφωνα με την μέθοδο αυτή για τον υπολογισμό των σταθμών κινδύνου (risk weights) είναι απαραίτητη η παρουσία οργανισμών εκτίμησης δανειοληπτικής ικανότητας, οι οποίες θα είναι αναγνωρισμένες από τις Εποπτικές Αρχές κάθε χώρας. Οι οργανισμοί αυτοί - External Credit Assessment Institutions όπως χαρακτηριστικά αναφέρονται- σύμφωνα με το κείμενο της Νέας Συμφωνίας της Βασιλείας, οφείλουν να πληρούν κάποια κριτήρια καταλληλότητας, όπως (BIS, 2001):

α Αντικειμενικότητα:

Η μεθοδολογία προσδιορισμού της δανειοληπτικής ικανότητας πιστούχου που χρησιμοποιεί ο οργανισμός πρέπει να είναι αυστηρή και αποτελεσματική και να έχει εφαρμοσθεί τουλάχιστον 1 με 3 χρόνια στην αγορά. Παράλληλα, οι αξιολογήσεις πρέπει να βρίσκονται υπό συνεχή αναθεώρηση σύμφωνα με τις επικρατούσες οικονομικές συνθήκες.

α Ανεξαρτησία:

Ο οργανισμός πρέπει να είναι ανεξάρτητος και όχι αντικείμενο πολιτικών ή οικονομικών πιέσεων, ικανών να επηρεάσουν την αξιολόγηση. Η ακολουθούμενη μεθοδολογία πρέπει να είναι όσο το δυνατόν ανεξάρτητη από οποιουδήποτε είδους περιορισμούς.

α Διεθνής πρόσβαση / Διαφάνεια:

Οι αξιολογήσεις πρέπει να είναι διαθέσιμες σε όλους τους οργανισμούς εγχώριους και ξένους. Παράλληλα, τα γενικά στοιχεία της μεθόδου πρέπει επίσης να είναι διαθέσιμα σε κάθε ενδιαφερόμενο.

α Δημοσιοποίηση:

Κάθε οργανισμός οφείλει να δημοσιοποιεί τη μέθοδο που χρησιμοποιεί, το χρονικό ορίζοντα της αξιολόγησης, την έννοια της πτώχευσης και τις διάφορες κατηγορίες αξιολόγησης. Επίσης πρέπει να δίνει πληροφορίες για τις αλλαγές που πραγματοποιούνται στις αξιολογήσεις π.χ. την πιθανότητα μια αξιολόγηση να μεταβληθεί από AAA σε AA.

α Πηγές:

Κάθε οργανισμός οφείλει να έχει επαρκείς πηγές οι οποίες θα του επιτρέπουν υψηλής ποιότητας αξιολογήσεις. Οι πηγές αυτές θα πρέπει να του παρέχουν συνεχή ροή πληροφοριών συνδυάζοντας ποσοτικά και ποιοτικά στοιχεία.

α Αξιοπιστία:

Η αξιοπιστία ενός οργανισμού προσδιορίζεται ως ένα βαθμό από την εφαρμογή όλων των υπολοίπων κριτηρίων και ενισχύεται από την ύπαρξη εσωτερικών διαδικασιών για την προστασία των εμπιστευτικών πληροφοριών.

Επισημαίνεται ότι σύμφωνα με το κείμενο της Νέας Συμφωνίας της Βασιλείας ορίζονται διαφορετικά σταθμά κινδύνου ανάλογα με την κατηγορία αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητα που κατατάσσει ο κάθε οίκος τον δανειζόμενο. Στον πίνακα 8.3 παρουσιάζεται η αντιστοιχία μεταξύ των σταθμών κινδύνου (risk weighs) και βαθμών αξιολογήσεων για τις κυριότερες απαιτήσεις. Για τις απαιτήσεις από τράπεζες υπάρχουν δύο επιλογές. Σύμφωνα με την πρώτη επιλογή τα σταθμά κινδύνου προσδιορίζονται σε σχέση με την χώρα και την αξιολόγηση της όπου δραστηριοποιείται η τράπεζα, ενώ με την δεύτερη επιλογή λαμβάνεται υπόψη μόνο η αξιολόγηση της ίδιας της τράπεζας.

Πίνακας 8.3

Αξιολογήσεις και κεφαλαιακές ανάγκες σύμφωνα με τη συνθήκη της Βασιλείας

1. Απαιτήσεις από κράτη						
Κατηγορία αξιολόγησης	AAA-AA	A+ -A-	BBB+ -BBB-	BB+ -B-	Κάτω από B-	Μη αξιολογημένο
Risk weights	0%	20%	50%	100%	150%	100%
2. Απαιτήσεις από τράπεζες						
1 ^η επιλογή						
Κατηγορία αξιολόγησης	AAA-AA	A+ -A-	BBB+ -BBB-	BB+ -B-	Κάτω από B-	Μη αξιολογημένο
Risk weights	20%	50%	100%	100%	150%	100%
2 ^η επιλογή						
Κατηγορία αξιολόγησης	AAA-AA	A+ -A-	BBB+ -BBB-	BB+ -B-	Κάτω από B-	Μη αξιολογημένο
Risk weights	20%	50%	50%	100%	150%	50%
3. Απαιτήσεις από ασφαλιστικές εταιρείες						
Κατηγορία αξιολόγησης	AAA-AA	A+ -A-	BBB+ -BB-	Κάτω από BB-		Μη αξιολογημένο
Risk weights	20%	50%	100%	150%		100%

Πηγή: BIS, (2001)

Σημειώνεται ότι τα προαναφερόμενα κριτήρια πληρούν οι διεθνώς αναγνωρισμένοι οίκοι αξιολόγησης (Moody's, Standard & Poor's, Fitch IBCA). Παράλληλα στο κείμενο της Νέας Συμφωνίας της Βασιλείας αναφέρεται ότι οι τράπεζες οφείλουν να χρησιμοποιούν εκείνες τις αξιολογήσεις που έχουν πραγματοποιηθεί κατόπιν αίτησης του ενδιαφερόμενου. Ωστόσο οι εθνικές εποπτικές αρχές έχουν τη δυνατότητα να επιτρέψουν στις τράπεζες τη χρήση αυτόκλητων αξιολογήσεων, υπό την προϋπόθεση ότι αυτές δεν θα χρησιμοποιηθούν ως μοχλός πίεσης προς τους αξιολογούμενους.

8.1.2 Εναλλακτική μέθοδος- Εσωτερικές αξιολογήσεις

Στην Νέα Συμφωνία της Βασιλείας δίνεται ιδιαίτερη σημασία στη χρήση εσωτερικών αξιολογήσεων, οι οποίες καθίστανται ισότιμες με τα συστήματα αξιολόγησης από εξωτερικούς οργανισμούς.

Σύμφωνα με τη μέθοδο αυτή, οι τράπεζες οφείλουν να κατηγοριοποιήσουν τις απαιτήσεις τους σε 6 μεγάλες κατηγορίες με διαφορετικά χαρακτηριστικά πιστωτικού κινδύνου. Οι κατηγορίες αυτές διακρίνονται σε: απαιτήσεις από εταιρείες, από τράπεζες, κράτη, φυσικά πρόσωπα, χρηματοδότηση έργων και ιδία κεφάλαια. Αυτή η κατηγοριοποίηση των απαιτήσεων είναι σύμφωνη με τις ήδη εφαρμόσιμες πρακτικές των τραπεζών. (BIS, 2001)

Η υιοθέτηση της μεθόδου αυτής είναι δεσμευτική. Με άλλα λόγια η τράπεζα οφείλει να εφαρμόσει τη μέθοδο αυτή για όλες τις κατηγορίες απαιτήσεων και σε όλα τα υποκαταστήματά της.

Το σύστημα αξιολόγησης μιας τράπεζας οφείλει να έχει δυο κατευθύνσεις. Η πρώτη κατεύθυνση προσανατολίζεται στον προσδιορισμό του κινδύνου πτώχευσης ενός δανειζόμενου. Η δεύτερη κατεύθυνση λαμβάνει υπόψη της τους παράγοντες που καθορίζουν μια συναλλαγή. Οι βαθμοί αξιολόγησης ενός τέτοιου συστήματος μπορεί να κυμαίνονται από 6 έως 9. Κάθε βαθμός καθορίζεται από ένα συγκεκριμένο πλήθος κριτηρίων.

Παράλληλα, οι τράπεζες οφείλουν να παρακολουθούν συνεχώς την πιστωτική ικανότητα των δανειζόμενων, και να προβαίνουν σε επαναξιολόγηση και αλλαγή του βαθμού αξιολόγησης. Απαραίτητη προϋπόθεση είναι η ύπαρξη από την πλευρά των τραπεζών ενός αποτελεσματικού μηχανισμού συλλογής και συνεχούς ενημέρωσης των χρηματοοικονομικών στοιχείων του δανειζόμενου. Η αναθεώρηση της αξιολόγησης μπορεί να γίνει μέσα σε 90 ημέρες, ενώ για τους δανειζόμενους όπου η οικονομική κατάστασή τους είναι αδύναμη δίνεται προθεσμία 30 ημερών για την επανεξέταση της αξιολόγησης.

Επίσης με την Νέα Συμφωνία της Βασιλείας θεσπίζεται εσωτερικός έλεγχος στις τράπεζες, σκοπός του οποίου είναι η ετήσια επιθεώρηση του εσωτερικού συστήματος αξιολόγησης, η συνοχή όλων των εφαρμοζόμενων μεθόδων, ο περιοδικός έλεγχος των δεδομένων και κριτηρίων που χρησιμοποιούνται από τις τράπεζες και ο επανακαθορισμός τους με βάση τα τρέχοντα οικονομικά δεδομένα.

Σε ότι αφορά τη μέθοδο, αυτή πρέπει να είναι συντηρητική, ιδιαίτερα όταν το προφίλ του δανειζόμενου είναι αβέβαιο. Η αξιολόγηση με άλλα λόγια πρέπει να είναι απόρροια οικονομικών και άλλων πληροφοριών και η ανάλυση που πραγματοποιεί η τράπεζα οφείλει να είναι ενδελεχής, ιδιαίτερα σε περιπτώσεις αυξημένου κινδύνου.

Τέλος, τα κριτήρια που οφείλει να λαμβάνει υπόψη της μια τράπεζα πρέπει να καλύπτουν όλους τους παράγοντες που καθορίζουν τον πιστωτικό κίνδυνο του δανειζόμενου. Ορισμένοι από αυτούς τους παράγοντες είναι (BIS, 2001):

1. Η δυνατότητα του δανειζόμενου να αντλεί μετρητά για την κάλυψη των υποχρεώσεών του.
2. Η κεφαλαιακή διάρθρωση και η πιθανότητα εξάντλησης των αποθεματικών της σε περίπτωση απρόβλεπτων καταστάσεων.
3. Τα κέρδη και η πηγή απ'όπου προέρχονται.
4. Η ποιότητα και η συνεχής ροή πληροφοριών που αφορούν τον δανειζόμενο.
5. Ο βαθμός δανειακής επιβάρυνσης και η επίδραση αυτού στην κερδοφορία και τις χρηματικές ροές του δανειζόμενου.
6. Η ευκολία πρόσβασης του δανειζόμενου σε αγορές για την άντληση επιπλέον κεφαλαίων.
7. Η ικανότητα αποτελεσματικής διαχείρισης σε μεταβαλλόμενες συνθήκες.
8. Η θέση του δανειζόμενου στην αγορά και οι μελλοντικές του προοπτικές.
9. Τα χαρακτηριστικά κινδύνου της χώρας στην οποία δραστηριοποιείται ο δανειζόμενος.

Από τα παραπάνω προκύπτει ότι η δημιουργία εσωτερικών συστημάτων αξιολόγησης στις τράπεζες είναι αρκετά πολύπλοκη υπόθεση και απαιτεί εξειδικευμένο προσωπικό και συστήματα που μόνο μεγάλοι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί μπορούν να διαθέσουν.

8.1.3 Υπάρχουσα κατάσταση

Σύμφωνα με τα προαναφερόμενα, η Συμφωνία της Βασιλείας θέτει ως ελάχιστο όριο διατήρησης κεφαλαίου το 8% του συνόλου των χορηγήσεων μιας τράπεζας. Συνήθως όμως οι διεθνείς τράπεζες θέτουν υψηλότερα όρια κεφαλαιακής επάρκειας από εκείνα της Συμφωνίας της Βασιλείας. Τα όρια αυτά είναι τέτοια ώστε να επιτρέπουν στις τράπεζες να διατηρούν το βαθμό πιστοληπτικής ικανότητας που λαμβάνουν από τους οίκους

αξιολόγησης. Με άλλα λόγια η κεφαλαιοποίησή τους αντανακλάται στο βαθμό πιστοληπτικής τους ικανότητας.

Η "συντηρητικότητα" των διεθνών τραπεζών μπορεί να ερμηνευθεί από το γεγονός ότι πολλές χώρες θέτουν πολύ υψηλότερα όρια από εκείνα της Συμφωνίας της Βασιλείας. Για παράδειγμα, οι εποπτικές αρχές σε αρκετές αναδυόμενες αγορές, όπως στην Αργεντινή θέτουν όρια της τάξης του 11,5%, ενώ στην Σιγκαπούρη το όριο αυξάνεται σε 12%. Παράλληλα, οι χρησιμοποιούμενες τεχνικές και η κατηγοριοποίηση των απαιτήσεων των τραπεζών σε αυτές τις αγορές δεν είναι ιδιαίτερα ανεπτυγμένες με αποτέλεσμα οι απαιτήσεις να υπερεκτιμούνται και οι κεφαλαιακές ανάγκες με τη σειρά τους να μεγεθύνονται. Επιπρόσθετα, το νομικό πλαίσιο σε αυτές τις ευμετάβλητες οικονομίες δεν δίνει την δυνατότητα στους τραπεζικούς οργανισμούς να διεκδικήσουν τις απαιτήσεις τους.

Ωστόσο, ακόμα και στις Η.Π.Α. όπου υπό το καθεστώς του Federal Deposit Insurance Corporation Improvement Act του 1991, τα όρια είναι 10% (6% για το Tier 1), οι μεγάλοι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί εξακολουθούν να διατηρούν σημαντικά υψηλότερα ποσά κεφαλαίων από εκείνα που ορίζουν οι Εποπτικές Αρχές. (Jackson, Perraudin, Saporta, 2001)

Μια δεύτερη πιθανή αιτία είναι η πιθανότητα εμφάνισης οικονομικής κρίσης που ενδέχεται να οδηγήσει τα πιστωτικά ιδρύματα σε πολύ χαμηλά επίπεδα κεφαλαιακής επάρκειας. Η ύπαρξη λοιπόν μεγαλύτερων ποσών κεφαλαίων προστατεύει τις τράπεζες από αναπάντεχες δυσάρεστες καταστάσεις. (Jackson, Perraudin, Saporta, 2001)

Ένα τρίτο ενδεχόμενο είναι η δυνατότητα που δίνεται στις τράπεζες να μειώσουν το κόστος χρηματοδότησής τους και να αποκτήσουν πρόσβαση σε ιδιαίτερα σημαντικές αγορές πιστώσεων όπως οι αγορές swap. (Jackson, Perraudin, Saporta, 2001)

8.2 Συμπεράσματα

Από τα παραπάνω προκύπτει ότι η συνεχώς μεταβαλλόμενη παγκόσμια οικονομική αγορά δημιουργεί συνεχώς νέα δεδομένα, καθιστώντας ιδιαίτερα δύσκολο τον προσδιορισμό σαφέστατων standards κεφαλαιακής επάρκειας με αποτέλεσμα να αναδεικνύεται όλο και περισσότερο ο προσδιορισμός των κεφαλαιακών αναγκών μιας τράπεζας βάσει εσωτερικών συστημάτων αξιολόγησης.

Σε αυτό το διαμορφωμένο πλαίσιο, ο ρόλος των αξιολογήσεων πιστοληπτικής ικανότητας στους κανονισμούς όπως η Νέα Συμφωνία της Βασιλείας ισχυροποιείται, καθώς αυξάνεται η ζήτηση στις αξιολογήσεις.

Παράλληλα, η παρουσία εναλλακτικής μεθόδου από τις ίδιες τις τράπεζες, με σκοπό την δημιουργία ενός πολυπλοκότερου συστήματος προσδιορισμού σταθμών κινδύνου, που θα ανταποκρίνεται στις σύγχρονες απαιτήσεις, σηματοδοτεί νέα δεδομένα στον τομέα των αξιολογήσεων με την δημιουργία μιας ισοδύναμης επιλογής.

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Πριν από ένα περίπου αιώνα, η ανάγκη για έγκυρη πληροφόρηση τόσο των επενδυτών όσο και των δανειζόμενων οδήγησε στην δημιουργία των γραφείων αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας.

Η εξέλιξη των αγορών, η αύξηση του αριθμού των χρηματοοικονομικών προϊόντων και του αριθμού των επενδυτών ανά τον κόσμο εδραίωσε την παρουσία τους και ενίσχυσε το ρόλο τους. Με αιχμή του δόρατος τους τρεις κυριότερους οίκους -Moody's, Standard & Poor's και Fitch IBCA- τα γραφεία αξιολόγησης σήμερα καλύπτουν ένα ευρύ πεδίο εφαρμογών.

Στην παρούσα ερευνητική εργασία εξετάστηκε η δομή και η μορφή των κυριότερων οίκων, η διαδικασία της αξιολόγησης και οι κυριότεροι παράγοντες που λαμβάνονται υπόψη κατά την εκτίμηση της πιστοληπτικής ικανότητας κρατών. Ιδιαίτερη έμφαση δόθηκε στην διερεύνηση του ρόλου τους στις τρέχουσες οικονομικές συνθήκες. Από τα εμπειρικά δεδομένα που μελετήθηκαν προέκυψε ότι οι οίκοι παρά την συνεχή παρακολούθηση της οικονομικής κατάστασης των εκδοτών και των χρεογράφων τους δεν πραγματοποιούν συχνά αλλαγές στις αξιολογήσεις και δεν αντιδρούν σε παροδικές μεταβολές του πιστωτικού κινδύνου. Ωστόσο, όταν ένας οίκος αποφασίσει αλλαγή του βαθμού φερεγγυότητας ενός αξιολογούμενου, η αλλαγή αυτή ακολουθεί την κατάσταση της οικονομίας (ανάκαμψη, ύφεση).

Παράλληλα, τα αποτελέσματα ορισμένων ερευνών που εξετάστηκαν έδειξαν ότι υπάρχει μια αλληλεπίδραση μεταξύ αξιολογήσεων και διαφορών αποδόσεων, υποδηλώνοντας τη σχέση εξάρτησης μεταξύ αγορών και αξιολογήσεων.

Σε αρκετές βέβαια περιπτώσεις, οι εκτιμήσεις φερεγγυότητας μεταξύ των οίκων δεν συμπίπτουν. Σύμφωνα με εμπειρικές μελέτες που παρουσιάστηκαν στην παρούσα εργασία, η ασυμφωνία αυτή αποδίδεται κατά κύριο λόγο στις διαφορές μεταξύ των κλιμάκων αξιολόγησης. Παρά όμως τις όποιες διαφωνίες, η χρήση των αξιολογήσεων επεκτείνεται συνεχώς και αναβαθμίζεται ο ρόλος τους κατά την σύνταξη κανονισμών από τις Εποπτικές Αρχές. Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελεί το νέο κείμενο της Συμφωνίας της Βασιλείας που όπως παρουσιάζεται στο τελευταίο κεφάλαιο της παρούσας εργασίας για τον καθορισμό των κεφαλαιακών αναγκών μιας τράπεζας είναι πλέον απαραίτητη η

παρουσία αξιολογήσεων των δανειζόμενων είτε από ανεξάρτητο οίκο, είτε από την ίδια την τράπεζα.

Από τα παραπάνω προκύπτει ότι οι οίκοι αξιολόγησης προσφέρουν τόσο στο επενδυτικό κοινό όσο και στους δανειστές μια πολύτιμη υπηρεσία για τα σημερινά δεδομένα: Πληροφορίες. Με άλλα λόγια, μια αξιολόγηση εμπεριέχει ποιοτικά και ποσοτικά στοιχεία που συνθέτουν την πιστωτική ποιότητα ενός δανειζόμενου. Η συγκέντρωση όλων αυτών των στοιχείων είναι χρονοβόρα και πολυδάπανη διαδικασία, η οποία δεν είναι εύκολη ιδιαίτερα για το ευρύ κοινό. Οι αξιολογήσεις λοιπόν αποτελούν ένα σημείο αναφοράς του πιστωτικού κινδύνου των διαφόρων χρεογράφων και αμβλύνουν την παρουσία ασύμμετρης πληροφόρησης που περιβάλλει τις αγορές.

Ο ρόλος των οίκων αξιολόγησης αναμένεται να ισχυροποιηθεί στο μέλλον, καθώς η παγκοσμιοποίηση των αγορών και η ανάγκη άντλησης κεφαλαίων καθιστά τις αξιολογήσεις ως ένα είδους "διαβατηρίου" του δανειζόμενου.

Οι προοπτικές είναι ευοίωνες και για την Ευρώπη. Με την ολοκλήρωση της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης, την εισαγωγή του ευρώ και την συνεχή μείωση των επιτοκίων, οι αγορές πλέον είναι ανοικτές για τους επενδυτές - θεσμικούς και μη- προκειμένου να αντλήσουν κεφάλαια, ενισχύοντας έτσι την έκδοση εταιρικών ομολόγων και κατά συνέπεια την παρουσία αξιολογήσεων.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Bank for International Settlements, Basel Committee on Banking Supervision, «The New Basel Capital Accord», Consultative Document, January 2001.

Bank for International Settlements, Monetary and Economic Department, «Are Credit Ratings Procyclical?», Working Papers No 129, February 2003.

Cantor R. and Packer F. «The Credit Rating Industry», Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review (Summer-Fall, 1994).

Cantor R. and Packer F. «Determinants and Impact of Sovereign Credit Ratings», Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review (October 1996).

Cantor R. and Packer F. «Differences of Opinion and Selection Bias in the Credit Rating Industry», Journal of Banking & Finance 21 (1997).

Fitch IBCA «E-mail to the U.S. Securities and Exchange Commission» (November 12, 2002).

International Monetary Fund «Emerging Markets in the New Financial System: Nonstandard Responses to External Pressure and the Role of the Major Credit Rating Agencies in Global Financial Markets» (1999a) Chapter V in International Capital Markets.

International Monetary Fund «Credit Ratings and the Recent Crises» (1999b) Annex V in International Capital Markets.

Jackson P., Perraudin W. and Saporta V., «Regulatory and Economic Solvency Standards for Internationally Active Banks», Bank of England, 2001.

Larrain G., Reisen H. and Von Maltzan J., «Emerging Market Risk and Sovereign Credit Ratings», OECD Development Centre, Technical Papers No 124, April 1997.

Lindgreu Carl-Johan, Garcia G. and Saal M. I., «Bank Soundness and Macroeconomic Policy», IMF, 1998.

Reisen H. and Von Maltzan J., «Boom and Bust and Sovereign Ratings», OECD Development Centre, Technical Papers No 148, June 1999.

Sylla R., «An Historical Primer on the Business of Credit Ratings» presented at the Conference on Rating Agencies in the Global Financial System, New York University, Leonard N. Stern School of Business (June 1, 2001).

White Lawrence J., «The Credit Rating Industry: An Industrial Organization Analysis» presented at the Conference on Rating Agencies in the Global Financial System, New York University, Leonard N. Stern School of Business (June 1, 2001).

Διευθύνσεις στο Διαδίκτυο

1. www.moody.com
2. www.fitchIBCA.com
3. www.standardpoors.com
4. www.dnb.com
5. www.imf.org
6. www.oecd.org
7. www.bis.org