



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ  
ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ  
ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ  
ΣΤΗΝ 'ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΓΙΑ ΣΤΕΛΕΧΗ'

## **ΔΙΑΧΡΟΝΙΚΗ ΕΞΕΛΙΞΗ ΚΑΙ ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΤΩΝ ΔΕΙΚΤΩΝ ΠΙΘΑΝΟΤΗΤΑΣ ΠΤΩΧΕΥΣΕΩΣ ΤΡΑΠΕΖΩΝ**

---

**ΚΑΛΑΪΤΖΗ Ε. ΜΑΡΙΑ  
ΦΕΒΡΟΥΑΡΙΟΣ 2012**

ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ:  
ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ Α. ΑΝΤΖΟΥΛΑΤΟΣ  
ΜΕΛΗ ΕΠΙΤΡΟΠΗΣ:  
ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ Ν. ΠΙΤΤΗΣ  
ΛΕΚΤΟΡΑΣ Ν. ΕΓΓΛΕΖΟΣ

## Περίληψη

Η διατριβή αυτή εξετάζει τη διαχρονική εξέλιξη τριών δεικτών της πιθανότητας πτωχεύσεως τραπεζών: του z-score, των CDS και του βαθμού πιστοληπτικής ικανότητας (credit ratings). Το z-score υπολογίζεται από λογιστικά στοιχεία τραπεζών και, ως εκ τούτου, 'βλέπει στο παρελθόν'. Αντίθετα, οι άλλοι δύο δείκτες 'βλέπουν στο μέλλον', αντανακλούν τις προσδοκίες των επενδυτών οι οποίοι εμπορεύονται τα CDS και των οίκων αξιολογήσεως οι οποίοι εκτιμούν τους βαθμούς πιστοληπτικής ικανότητας.

Όπως προκύπτει από την ανάλυση, το z-score δεν είναι αξιόπιστο σε περιόδους κρίσεως. Συγκεκριμένα, την περίοδο 2007 έως 2010 δείχνει βελτίωση για τις περισσότερες τράπεζες. Τα credit ratings επηρεάζονται από παράγοντες όπως η μακροοικονομική κατάσταση, οι οικονομικοί κύκλοι, το ρυθμιστικό πλαίσιο, η φήμη και ο ανταγωνισμός με συνέπεια να εμφανίζουν σημαντικές αδυναμίες. Μεταξύ αυτών είναι η αργή ανταπόκριση, η διατήρηση γενικά υψηλών αξιολογήσεων και η εύκολη υποβάθμιση σε προϊόντα κερδοσκοπικού βαθμού και σε περίοδο ύφεσης.

Όσον αφορά στα CDS, η ραγδαία αύξηση των τιμών τους αντικατοπτρίζει την αύξηση πιστωτικού κινδύνου. Σε αυτή την περίπτωση διακρίνουμε δύο περιπτώσεις: όταν η χώρα επηρεάζει τις τράπεζες τότε το CDS της χώρας προηγείται (αδυναμία στήριξης τραπεζικού τομέα), ενώ όταν η τράπεζα επηρεάζει τη χώρα τότε το CDS της τράπεζας προηγείται (πιθανότητα πρόκλησης τραπεζικού πανικού).

Εν κατακλείδι, τον πιο αποτελεσματικό δείκτη της πιθανότητας πτωχεύσεως τραπεζών αποτελεί η αγορά των CDS, η οποία κινείται γρήγορα και αντανακλά το κλίμα και την ικανότητα των τραπεζών για χρηματοδότηση.

## Πίνακας περιεχομένων

1. Χρηματοοικονομικό Σύστημα .....	3
1.1. Προβλήματα του Χρηματοοικονομικού Συστήματος .....	3
1.2. Θεσμικό Πλαίσιο στο Κράτος Δικαίου .....	5
1.2.1. Επιτροπή Βασιλείας .....	6
2. Αποτίμηση Αξίας Τραπεζών .....	8
2.1. Κίνδυνοι & Μέτρα Αντιμετώπισης .....	11
2.2. Αριθμοδείκτες Χρηματοοικονομικής Σταθερότητας .....	14
3. Μέτρα Πιθανότητας Πτωχεύσεως Τραπεζών .....	17
3.1. Z-score .....	17
3.2. Distance to default .....	18
3.3. CDS .....	21
3.4. Credit Ratings .....	24
3.4.1. Ιστορική Αναδρομή .....	24
3.4.2. Περιγραφή .....	26
3.4.3. Ρυθμιστικές Ενέργειες .....	28
3.4.4. Αξιολογήσεις Τραπεζών .....	29
3.4.5. Παράγοντες Διαμόρφωσης των Αξιολογήσεων .....	31
3.4.6. Αποτελεσματικότητα των Αξιολογήσεων & Αδυναμίες .....	34
3.4.7. Αξιολογήσεις & Οικονομικοί Κύκλοι .....	38
3.4.8. Διαφάνεια Τραπεζών & Αξιολογήσεις .....	41
3.4.9. Φήμη - Ανταγωνισμός - Ποιότητα .....	44
4. Εμπειρική Ανάλυση .....	50
4.1. Δεδομένα .....	50
4.2. Ποιοτική Ανάλυση .....	51
5. Συμπεράσματα .....	54
Βιβλιογραφία .....	57
Πίνακες .....	60
Γραφήματα .....	65

## 1. Χρηματοοικονομικό Σύστημα

### 1.1. Προβλήματα του Χρηματοοικονομικού Συστήματος

Το χρηματοοικονομικό σύστημα είναι δομημένο και νομοθετικά κατοχυρωμένο έτσι ώστε να προάγει την οικονομική αποτελεσματικότητα. Η πολυπλοκότητα στη δομή και τα λειτουργικά χαρακτηριστικά του έχουν σχεδιασθεί έτσι ώστε να αντιμετωπίζουν σημαντικά προβλήματα. Τέτοια είναι το κόστος των συναλλαγών και η ασύμμετρη πληροφόρηση που προκαλούν ανωμαλίες στην αγορά και την κάνουν λιγότερο αποτελεσματική, ιδιαίτερα στις αναδυόμενες χρηματοπιστωτικές αγορές.

Το κόστος των συναλλαγών περιορίζει το ποσό του διαθέσιμου κεφαλαίου προς επένδυση και κατά συνέπεια τον αριθμό των επενδύσεων, έτσι οι μικροί αποταμιευτές δεσμεύονται, δεν μπορούν να καλύψουν το κόστος αυτό και να επωφεληθούν από τις χρηματαγορές. Μόνο οι πιο μεγάλες και καθιερωμένες εταιρείες έχουν εύκολη πρόσβαση σε αγορές χρεογράφων για να χρηματοδοτήσουν τις δραστηριότητες τους. Η παρουσία των ενδιάμεσων χρηματοπιστωτικών οργανισμών είναι καταλυτική. Εκμεταλλεύονται τις οικονομίες κλίμακας και φάσματος και την εξειδίκευσή τους και καταφέρνουν να μειώσουν σημαντικά τα κόστη συναλλαγών, έτσι κατάφεραν να αναπτυχθούν και αποτελούν πλέον θεμέλιο λίθο του χρηματοοικονομικού συστήματος.

Η ασύμμετρη πληροφόρηση μεταξύ των μερών κατά τη διάρκεια μιας συναλλαγής οδηγεί σε λανθασμένες ή βεβιασμένες αποφάσεις και επιλογές. Πιο συγκεκριμένα λόγω της ασύμμετρης πληροφόρησης προκύπτει το πρόβλημα της αντίθετης επιλογής και το πρόβλημα του ηθικού κινδύνου. Ως συνέπεια η έκδοση διαπραγματεύσιμων τίτλων και μετοχικού κεφαλαίου δεν αποτελεί τον πρωταρχικό τρόπο με τον οποίο οι επιχειρήσεις χρηματοδοτούν τις δραστηριότητές τους. Παρατηρούμε ότι για το δανεισμό υπάρχει μια σημαντική στροφή στην αγορά ομολόγων σε σχέση με την αγορά μετοχών, προτιμούνται οι τράπεζες σε σχέση με τις λοιπές επιχειρήσεις και τέλος συνάπτονται βραχυπρόθεσμα δάνεια με εγγυήσεις.

Η αντίθετη επιλογή συμβαίνει πριν τη συναλλαγή, εξαιτίας της πιθανότητας ύπαρξης σημαντικών πιστωτικών κινδύνων, με αποτέλεσμα να μην ολοκληρώνεται η συναλλαγή. Στην αγορά των μετοχών και των ομολογιών η έλλειψη πληροφόρησης οδηγεί σε υπερεκτίμηση ή υποεκτίμηση του χαρτοφυλακίου καθώς αποτιμάται ως ο μέσος όρος της αγοράς. Μόνο αυτοί που θα επωφεληθούν από τη λανθασμένη εκτίμηση θα εκφράσουν το ενδιαφέρον για συναλλαγή.

Το πρόβλημα της αντίθετης επιλογής μπορεί να αντιμετωπιστεί με τη συγκέντρωση των πληροφοριών και τη διοχέτευση τους στο κοινό μέσω των ιδιωτικών οργανισμών αξιολόγησης. Ακόμα, μέσω της κυβέρνησης, ωστόσο τίθεται πολιτικό ζήτημα, ή μέσω των ενδιάμεσων χρηματοπιστωτικών οργανισμών που αποτελούν την ιδανική λύση καθαρά λόγω της βασικής λειτουργίας τους να συλλέγουν κεφάλαια από πλεονασματικές μονάδες και να τα διανέμουν στις ελλειμματικές μονάδες. Τέλος, τις συνέπειες της αντίθετης επιλογής μειώνουν οι εγγυήσεις που παρέχονται σε περίπτωση πτώχευσης και η υψηλή καθαρή αξία μιας εταιρείας.

Ο ηθικός κίνδυνος προκύπτει μετά την συναλλαγή εξαιτίας της εμπλοκής του δανειζόμενου σε δραστηριότητες ανεπιθύμητες από τη πλευρά του δανειστή. Στην αγορά των μετοχών εμφανίζεται με το πρόβλημα της αντιπροσώπευσης, όταν οι διαχειριστές της εταιρείας είναι διαφορετικοί από τους ιδιοκτήτες και κατά συνέπεια έχουν διαφορετικά κίνητρα που δεν οδηγούν στη μεγιστοποίηση της αξίας των μετόχων.

Το πρόβλημα αντιπροσώπευσης βρίσκει λύση με καλύτερη πληροφόρηση ώστε να αποτραπούν οι υπέρμετρες δαπάνες και η απάτη. Αυτό είναι δυνατό με τη παρακολούθηση των δραστηριοτήτων της εταιρείας, μια διαδικασία που είναι χρονοβόρα και επιφέρει μεγάλο κόστος, το οποίο μετακυλιέται στις μετοχές. Επίσης με νομοθετικές ρυθμίσεις και επιβολή πρότυπων λογιστικών αρχών, μέτρα τα οποία είναι μερικώς αποτελεσματικά, αλλά και μέσω των ενδιάμεσων χρηματοπιστωτικών οργανισμών.

Στην αγορά των ομολόγων ο ηθικός κίνδυνος εμφανίζεται όταν οι δανειζόμενοι αναλαμβάνουν επενδυτικά σχέδια πιο επικίνδυνα από ότι θα ήθελαν οι δανειστές και μειώνεται όταν υπάρχουν εγγυήσεις.

Η παρακολούθηση και επιβολή περιοριστικών συμφώνων που υποδεικνύουν συμπεριφορά, παρέχουν πληροφόρηση και ενισχύουν την αξία της εγγύησης είναι μέτρα που δεν εξαλείφουν το πρόβλημα.

## **1.2. Θεσμικό Πλαίσιο στο Κράτος Δικαίου**

Ένα χρηματοοικονομικό σύστημα για να λειτουργεί αποτελεσματικά πρέπει να υποστηρίζεται από ένα ισχυρό νομικό σύστημα. Το νομικό σύστημα καθορίζει τα δικαιώματα ιδιοκτησίας, την εταιρική διακυβέρνηση, ορίζει λεπτομερώς τις συμβάσεις και τη λειτουργία του χρηματοοικονομικού συστήματος με τη προϋπόθεση ότι οι νόμοι τηρούνται και εφαρμόζονται δίκαια, δηλαδή υπάρχει ένα αξιόπιστο νομικό σύστημα όπου το κράτος δικαίου είναι επιθυμητό και το σύνταγμα φέρει την πραγματική εξουσία. Δεν πρέπει να είναι πολύ λεπτομερές για να μην χρειάζεται συχνές αλλαγές και να περιορίζει την αυθαίρετη άσκηση της εξουσίας από κυβερνητικούς παράγοντες.

Το κράτος δικαίου υπονομεύεται σε βάθος όταν εισχωρεί η διαφθορά και η δωροδοκία, χαρακτηριστικό που δεν μπορεί να εξαλειφθεί αλλά γίνεται αποδεκτό. Το κόστος της διαφθοράς μετακυλιέται στους καταναλωτές μέσω των υψηλότερων τιμών και σε όλη τη οικονομία. Γίνεται μια διεθνής προσπάθεια να ληφθούν μέτρα που θα περιορίσουν και θα αποτρέψουν τη δωροδοκία σε δημόσιες αρχές και θα την χρήςουν παράνομη σε οποιαδήποτε μορφή της.

Αν και η διαφθορά είναι τροχοπέδη για την οικονομική ανάπτυξη είναι ευρέως διαδεδομένη και υπόκειται μεγάλης ανοχής, ιδιαίτερα στις αναδυόμενες αγορές καθώς δεν επιθυμούν να θεσπίσουν αυστηρούς νόμους ή θεωρείται κομμάτι της εθνικής κουλτούρας. Μια ουσιώδης επίδραση είναι στην χρηματοοικονομική αποτίμηση των εταιρειών και των επενδυτικών αποφάσεών τους. Οι πολιτικές διασυνδέσεις ευθύνονται για την υπερεκτίμηση της αξίας των εταιρειών, τη διαστρέβλωση των αποδόσεων αλλά και την αλλοίωση της αύξησης των πωλήσεων.

Η χρεοκοπία ατόμων και επιχειρήσεων είναι ένα επιπρόσθετο ζήτημα μεγάλης κοινωνικής και οικονομικής σημασίας για την οποία πολλές χώρες δεν διαθέτουν το απαραίτητο νομικό πλαίσιο. Παρόλα αυτά, η κυβέρνηση παίζει σημαντικό ρόλο στη λειτουργία του χρηματοοικονομικού συστήματος.

Η αυξημένη εμπιστοσύνη των πολιτών στην συνέπεια και αμεροληψία του συστήματος είναι μεγάλη στη λειτουργία των κοινωνιών και των οικονομιών διαφόρων χωρών. Υπάρχουν χώρες με χαμηλή εμπιστοσύνη στο νομοθετικό σύστημα και χώρες με υψηλή εμπιστοσύνη και μπορούμε να διακρίνουμε τη διαφορά στο βαθμό στον οποίο το κράτος δικαίου επικρατεί σε αυτές.

Οι τελευταίες κρίσεις που έχουν χτυπήσει μεγάλα πιστωτικά ιδρύματα έχουν κλονίσει την εμπιστοσύνη των επενδυτών στην νομοθεσία. Το εύθραυστο του χρηματοοικονομικού συστήματος προσπάθησαν να αποτρέψουν με αυστηρούς περιορισμούς και νέους κανόνες οι ενάντιοι στον αυστηρό κρατικό παρεμβατισμό οι οποίοι ισχυρίζονται ότι αυξάνει τα κόστη συναλλαγών.

Ο σκοπός της νομοθεσίας είναι να διορθώσει την αδυναμία των καταθετών και επενδυτών να ελέγχουν την χρήση των κεφαλαίων που διαθέτουν με μεγάλο κίνδυνο και τη πιθανότητα μιας αλυσιδωτής αντίδρασης στην περίπτωση που ένα πιστωτικό ίδρυμα χρεοκοπήσει.

Παρόλα αυτά, η νομοθεσία μπορεί να αποτύχει να εκπληρώσει το στόχο της και ακόμη χειρότερα να δημιουργήσει νέες διαταραχές στη σταθερότητα του συστήματος. Παρατηρούμε την ιδιωτικοποίηση ολοένα και περισσότερων τραπεζών, τη στροφή προς ένα παγκόσμιο τραπεζικό μοντέλο και τη γεωγραφική εξάπλωσή τους ως αποτέλεσμα νομοθετικών ρυθμίσεων που κατέληξαν αναποτελεσματικές από τις ραγδαίες εξελίξεις στο χρηματοοικονομικό σύστημα.

### **1.2.1. Επιτροπή Βασιλείας**

Για τη προώθηση της σταθερότητας και την ισορροπία της αγοράς θα πρέπει να δωθούν τα κατάλληλα κίνητρα που θα αποτρέψουν τις τράπεζες να αναλαμβάνουν μεγάλο ρίσκο και να συμμετέχουν στη απάτη.

Η ανάγκη αυτή συνέβαλλε στην ανάπτυξη πολλών ελεγκτικών μηχανισμών από τους οποίους γεννήθηκε η Επιτροπή της Βασιλείας, ένας διεθνής θεσμός που βάσει συγκεκριμένων, διεθνώς αποδεκτών κανόνων προωθεί ένα δίκαιο και ασφαλές ελεγκτικό περιβάλλον. Σκοπός της είναι να εξασφαλίσει την αποτελεσματική επίβλεψη των τραπεζών, την κεφαλαιακή τους επάρκεια και να ενισχύσει τη πειθαρχία της αγοράς.

Τα τελευταία χρόνια το διεθνές τραπεζικό σύστημα καθοριζόταν από το Σύμφωνο Βασιλείας που διασπά την επίβλεψη των τραπεζών σε δύο μέρη. Όσον αφορά στη διεθνή λειτουργία των τραπεζών, αυτές θα ελέγχονται και από τη χώρα στην οποία βρίσκεται η έδρα της μητρικής εταιρείας αλλά και από τις χώρες στις οποίες βρίσκονται οι θυγατρικές τους. Θα πρέπει να υπάρχει συνεργασία μεταξύ των ελεγκτικών σωμάτων των χωρών αυτών ώστε οι τράπεζες να μη δανείζονται και στις δύο χώρες.

Ωστόσο, το Σύμφωνο Βασιλείας αποδείχτηκε ανεπαρκές μέτρο και αρκετά πιστωτικά ιδρύματα εκμεταλλεύτηκαν ασάφειες του νόμου για να αποφεύγουν τον έλεγχο. Ακολούθησε η θέσπιση συγκεκριμένων προτύπων που εφαρμόζονται υποχρεωτικά σε συνεργασία με τις αρχές κάθε κράτους. Καθορίζεται το απαιτούμενο ποσοστό κεφαλαίων που πρέπει να διακρατούν οι τράπεζες για να μπορέσουν να αντιμετωπίσουν μεγάλες ζημίες από τη συνήθη τακτική τους να αναλαμβάνουν επενδύσεις με μεγάλο κίνδυνο ώστε να προστατευθούν οι μικροί καταθέτες.

Μεγάλο μέρος των πηγών χρηματοδότησης των τραπεζών αποτελούν οι μικροί καταθέτες των οποίων τα συμφέροντα προστατεύονται μέσα από διαδικασίες που επιβάλλουν οι εποπτικές αρχές των τραπεζών. Οι τελευταίες εδραιώνουν κανονισμούς που περιορίζουν την έκθεση σε κίνδυνο των τραπεζών, ορίζουν την κεφαλαιακή επάρκεια για να μπορέσει το ίδρυμα να ορθοποδήσει σε περίπτωση αναποδιάς και θέτουν περιορισμούς σε ειδικής φύσεως δραστηριότητες.

Με την εφαρμογή του Συμφώνου και τις μετέπειτα τροποποιήσεις τονίστηκε η σημασία της απαιτούμενης κεφαλαιακής επάρκειας, σταθμίστηκε ο κίνδυνος χώρας και ο κίνδυνος αγοράς, οι τράπεζες συντονίστηκαν με τη νομοθεσία και επιτεύχθηκε η αρμονία της αγοράς διεθνώς.

Παρόλα, όμως, τα μέτρα επίβλεψης δεν μπορεί να αποφευχθεί η πιθανότητα της χρεοκοπίας. Έτσι η Επιτροπή Βασιλείας δίνει ιδιαίτερη σημασία στην παροχή πληροφοριών και στη διαφάνεια που επέρχεται με την συνεργασία των εποπτικών σωμάτων ως βοηθητικά μέσα στις νομοθετικές διαδικασίες.



Για να κατανοήσουμε περισσότερο τη λειτουργία των τραπεζών μέσα στο χρηματοοικονομικό σύστημα και τη πιθανότητα να συμβεί σε αυτές το πιστωτικό γεγονός πρέπει να ερευνήσουμε τα συστατικά στοιχεία των λογιστικών καταστάσεων τους που συμβάλλουν στη δημιουργία αξίας και τους κινδύνους που απορρέουν.

## **2. Αποτίμηση Αξίας Τραπεζών**

Οι τράπεζες προσφέρουν ένα σύνολο υπηρεσιών όπως τη μεταφορά κεφαλαίων από τις πλεονασματικές στις ελλειμματικές μονάδες της αγοράς αξιογράφων, τη διαφοροποίηση των χαρτοφυλακίων των επενδυτών μειώνοντας σημαντικά το κόστος και το κίνδυνο που αναλαμβάνουν, την εφαρμογή ενός ενιαίου συστήματος πληρωμών που διέπεται από τακτικούς ελέγχους και βασίζεται στην πληροφόρηση.

Οι λειτουργίες αυτές των τραπεζών σχηματίζουν τις λογιστικές τους καταστάσεις. Το ενεργητικό και παθητικό τους αποτελείται κυρίως από καταθέσεις (καταθέσεις με δικαίωμα έκδοσης καρτέ, καταθέσεις ταμειυτηρίου, προθεσμιακές καταθέσεις) και δάνεια από άλλες τράπεζες (δάνεια από την Κεντρική Τράπεζα, από τη διατραπεζική και τη λιανική αγορά), αλλά υπάρχουν και στοιχεία εκτός ισολογισμού όπως τα παράγωγα και οι εγγυήσεις. Τα έσοδα προέρχονται από τόκους και προμήθειες που χρεώνουν για αυτές τις υπηρεσίες.

Η διαχείριση των περιουσιακών στοιχείων των τραπεζών γίνεται με τέτοιο τρόπο ώστε να διασφαλίζεται η ρευστότητα και η καλή διαχείριση των περιουσιακών τους στοιχείων με διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου τους. Η διαχείριση των υποχρεώσεων είναι εξίσου σημαντική γιατί συνεπάγεται την απόκτηση κεφαλαίων με χαμηλό κόστος όπως και τη διαχείριση των κεφαλαίων που πρέπει να διακρατούν.

Για την αποτίμησή των τραπεζών έχουν προταθεί διάφορα μοντέλα (Dermine,2009). Ένα από αυτά είναι η χρήση των χρηματοοικονομικών δεικτών των λογιστικών καταστάσεων που βασίζονται στη σύγκριση μεταξύ τραπεζών ή με το μέσο όρο και σε εκτιμήσεις της αγοράς, η οποία έχει δύσκολη εφαρμογή.

Ένα άλλο μοντέλο αποτίμησης είναι βασισμένο στις προεξοφλημένες χρηματοροές με την υπόθεση της λήψης μερίσματος στο μέλλον με σταθερά αυξανόμενο ρυθμό. Το μειονέκτημα εδώ είναι ότι υποθέτουμε το διηνεκές του μερίσματος. Εναλλακτικό μοντέλο αποτίμησης προέρχεται από τη συσχέτιση της τιμής της μετοχής μιας τράπεζας με το οικονομικό της κέρδος, δηλαδή της αξίας που δημιουργείται με την υπόθεση ότι οι μέτοχοι επενδύουν σε μετοχές της τράπεζας.

Το θεμελιώδες μοντέλο αποτίμησης παρέχει ένα διαφανές πλαίσιο ανάλυσης πηγών αξίας της τράπεζας και εξηγεί πολλές διαχειριστικές αποφάσεις διαχωρίζοντας τις λειτουργίες εντός και εκτός ισολογισμού που γεννούν αντίστοιχα εισόδημα από τόκους και προμήθειες. Υπολογίζει την παρούσα αξία των μελλοντικών μερισμάτων ως την αξία ρευστοποίησης (αυτή που θα είχε αν θα σταματούσε άμεσα τις λειτουργικές της δραστηριότητες) και την αξία δικαιόχρησης καταθέσεων και δανείων (αυτή που έχει ως δρώσα επιχείρηση), τη παρούσα αξία λειτουργικών εξόδων και το φορολογικό αποτέλεσμα, που για τις τράπεζες είναι συνήθως αρνητικό.

Η αποτίμηση με αυτόν τον τρόπο των τραπεζών εξαρτάται από διάφορους παράγοντες. Οι λογιστικές καταστάσεις των τραπεζών επηρεάζονται στενά από την αύξηση του ΑΕΠ μέσω των δανείων και των καταθέσεων αλλά και από τις μεταβολές των ονομαστικών επιτοκίων. Τα επιτόκια των τραπεζών δεν προσαρμόζονται τόσο εύκολα στις μεταβολές της νομισματικής πολιτικής, προσαρμόζονται με χρονική καθυστέρηση ή προσαρμόζονται μερικώς.

Επιπροσθέτως ο έντονος ανταγωνισμός, το πλήθος των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και η είσοδος νέων ανταγωνιστών ή οικονομικών καινοτομιών επηρεάζει την αποτίμησή τους. Απ' την άλλη πλευρά σημαντικό ρόλο στην αποτίμηση παίζουν οι ανοδικές ή καθοδικές προσδοκίες της αγοράς αλλά και η φορολογία και η νομοθεσία.

Είναι εμφανές, λοιπόν, ότι για την αποτίμηση των τραπεζών λαμβάνονται υπόψη τα χαρακτηριστικά των στοιχείων του ισολογισμού αλλά και διάφοροι παράγοντες μεταξύ των οποίων το θεσμικό πλαίσιο μιας χώρας και η οικονομική συγκυρία.

Λόγω των διαφορετικών χαρακτηριστικών που παρουσιάζουν τα στοιχεία του ενεργητικού και του παθητικού υπάρχει μεγάλος βαθμός αβεβαιότητας στην αποτίμηση της αξίας των τραπεζών. Πιο συγκεκριμένα για την αποτίμηση των δανείων χρησιμοποιούνται οι λογιστικές αξίες καθώς αποτελούν σημαντικό ποσοστό του ισολογισμού των τραπεζών και επηρεάζονται από μεταβολές των επιτοκίων γεγονός που κάνει τη χρήση των τρεχουσών τιμών μη εφικτή. Η ίδια μέθοδος αποτίμησης χρησιμοποιείται και για τις καταθέσεις ενώ για τους διαπραγματεύσιμους τίτλους χρησιμοποιούνται οι αγοραίες τιμές.

Τα δάνεια θα πρέπει να εμφανίζονται στον ισολογισμό συνυπολογίζοντας όλες τις πιθανότητες για αποπληρωμή τους ή όχι, έτσι οι εποπτικές αρχές απαιτούν από τις τράπεζες να σχηματίζουν ειδικές προβλέψεις έναντι των επισφαλών δανείων και να πραγματοποιούν τις αντίστοιχες απομειώσεις. Με τον σχηματισμό προβλέψεων οι τράπεζες δεν λογίζουν επιπλέον τόκους, δεν υπερεκτιμούνται τα έσοδα, οι φορολογικές υποχρεώσεις και η δυνατότητα να πληρώσουν μερίσματα.

Για την αποτίμηση των χρεογράφων μιας τράπεζας χρησιμοποιούνται οι αγοραίες τιμές. Ωστόσο επειδή οι μεταβολές των επιτοκίων επηρεάζουν την αξία των χρεογράφων που εκδίδει μια τράπεζα αυτά καταγράφονται στην ονομαστική τους αξία και οι αγοραίες τιμές τους παρέχονται ως πρόσθετη πληροφόρηση. Για τα αξιόγραφα που κατέχει μια τράπεζα η μέθοδος αποτίμησης εξαρτάται από το χρόνο διακράτησής τους.

Η αποτίμηση της αξίας των τραπεζών δεν είναι μια απλή διαδικασία, στην πορεία εμφανίζονται διάφορα προβλήματα όπως η αποτίμηση στοιχείων εκτός ισολογισμού (η υπεραξία μιας τράπεζας, παράγωγα αξιόγραφα), η αποτίμηση τραπεζών με αβέβαιο μέλλον και σε ασταθείς οικονομίες ή τραπεζών που σκοπίμως αποκρύπτουν τα πραγματικά μεγέθη.

Τέλος, ο πληθωρισμός ως χαρακτηριστικό των σύγχρονων οικονομιών είναι ένας ακόμη παράγοντας που επηρεάζει την αξία των τραπεζών μέσα από διάφορα κανάλια, μέσω της νομισματικής πολιτικής που προτείνει αύξηση των ονομαστικών επιτοκίων, μέσω της ονομαστικής αύξησης των καταθέσεων και δανείων αλλά κυρίως μέσω της επίδρασης στη φορολογία αυξάνει το φορολογικό αποτέλεσμα.

Εκτός από τις δραστηριότητες που εμφανίζονται στον ισολογισμό υπάρχουν οι δραστηριότητες που γεννούν έσοδα από προμήθειες και εμφανίζονται στα στοιχεία εκτός ισολογισμού και θα πρέπει επίσης να συνυπολογίζονται στη διαδικασία της αποτίμησης.

Οι δραστηριότητες αυτές αφορούν στη κεφαλαιακή διαχείριση που περιλαμβάνει προϊόντα όπως τα αμοιβαία κεφάλαια, το private banking με συμβουλευτική των μεγαλοεπενδυτών και διαχείριση των χαρτοφυλακίων τους, χρηματιστηριακές υπηρεσίες και επενδύσεις των κεφαλαίων τους σε χρηματοοικονομικά παράγωγα.

Η αποτίμηση των δραστηριοτήτων αυτών γίνεται κυρίως με δύο τρόπους. Η πρώτη προσέγγιση δίνει τη παρούσα αξία των μελλοντικών μερισμάτων που λαμβάνονται από τους μετόχους, που συνεπάγεται μια πρόβλεψη των μελλοντικών κερδών, κερδών εις νέον, και των μερισμάτων. Η δεύτερη προσέγγιση δίνει την αξία βάσει των περιουσιακών στοιχείων. Σ' αυτή τη περίπτωση πρέπει να τονιστεί ότι οι τράπεζες δημιουργούν αξία και από τη πλευρά των υποχρεώσεων μέσω των χαμηλού κόστους καταθέσεων.

### **2.1. Κίνδυνοι & Μέτρα Αντιμετώπισης**

Ο μετασχηματισμός των υποχρεώσεων (καταθέσεις) σε περιουσιακά στοιχεία (δάνεια) ενέχει κινδύνους για τα τραπεζικά ιδρύματα. Τα στοιχεία του ισολογισμού των τραπεζών αλλά και αυτά εκτός ισολογισμού είναι ιδιαίτερα ευπαθή σε μεταβολές επιτοκίου. Αυτό που συμβαίνει είναι ότι σε μια αύξηση επιτοκίων, μια τράπεζα με ευαίσθητες στις μεταβολές του επιτοκίου υποχρεώσεις, σε σχέση με τα περιουσιακά στοιχεία, θα μειώσει τα κέρδη και αντίστροφα. Επομένως τα μέτρα πρόληψης που χρησιμοποιούνται είναι η μέτρηση της ευαισθησίας των κερδών στις μεταβολές του επιτοκίου.

Σχετικά με τη μέτρηση του κινδύνου ρευστότητας, η διαχείριση του γίνεται με δείκτες ρευστότητας. Οι εποπτικές αρχές θέτουν όρια στη χορήγηση δανείων σε δανειολήπτες για να μειώσουν τη συγκέντρωση κινδύνου και για να αποφύγουν τα αντικρουόμενα συμφέροντα. Η εποπτική προσέγγιση για τον συναλλαγματικό κίνδυνο γίνεται με δύο τρόπους. Είτε με τη θέσπιση κατευθυντηρίων γραμμών για τη μέτρηση ή τη διαχείριση του, είτε με την εφαρμογή ειδικών ορίων σε ανοικτές θέσεις.

Επιπλέον το χαρακτηριστικό των τραπεζών να ειδικεύονται στον δανεισμό των επιχειρήσεων μιας περιοχής ή ενός κλάδου και να συνάπτουν μακροχρόνιες σχέσεις με τους πελάτες τους προσφέρει διαφάνεια στις συναλλαγές και μειώνει τον πιστωτικό κίνδυνο.

Επιπρόσθετα μέτρα που μπορούν να ληφθούν είναι συμφωνίες επί των δανειακών συμβάσεων που αποτρέπουν τους δανειζόμενους να εμπλακούν σε επικίνδυνες δραστηριότητες ή ορίζουν το επιτόκιο σε σχέση με τα επιτόκια της αγοράς, εγγυήσεις με τη μορφή υποθηκών και προσημειώσεων και ο περιορισμός παροχής δανείων σε πελάτες που είναι πρόθυμοι να δεχθούν χαμηλότερο επιτόκιο ή ποσό.

Εκτός από τις δραστηριότητες που εμφανίζονται στον ισολογισμό υπάρχουν και δραστηριότητες εκτός ισολογισμού που επηρεάζουν τα κέρδη των τραπεζών. Προέρχονται από το εμπόριο χρηματοοικονομικών προϊόντων και τη δημιουργία εισοδήματος από τέλη και πωλήσεις δανείων. Συμβάλλουν στην έκθεση στον πιστωτικό κίνδυνο, γι' αυτό οι διαχειριστές των πιστωτικών ιδρυμάτων θέτουν μια σειρά από εσωτερικούς ελέγχους και ελέγχουν τις διαδικασίες αξιολόγησης για να αποφύγουν τις δυσάρεστες συνέπειες.

Ο έλεγχος αποτελεί μια πολυδάπανη και χρονοβόρα διαδικασία την οποία εκτελούν με επιτυχία τα πιστωτικά ιδρύματα και δη οι τράπεζες με τον όγκο των πληροφοριών που διαχειρίζονται. Παρόλα αυτά και ο ασκών τον έλεγχο πρέπει να ελέγχεται και αυτό γίνεται εφικτό με τον έλεγχο που ασκούν οι θεσμικοί επενδυτές των τραπεζών αλλά και με νομοθετικούς, ελεγκτικούς και λειτουργικούς κανονισμούς.

Οι θεσμικοί επενδυτές έχουν καταλάβει μεγάλο όγκο εργασιών των τραπεζών και αποτελούν κινητήριο μοχλό ανάπτυξης για την αγορά ιδιωτικών επενδυτικών κεφαλαίων. Οι λόγοι είναι ότι μειώνουν σημαντικά τα κόστη, διατηρούν επαφή με τους τραπεζίτες των επενδύσεων για διαδοχικά ζητήματα και έχουν διαδραματίσει σημαντικό ρόλο στην εταιρική διακυβέρνηση.

Η εταιρική διακυβέρνηση έχει προέλθει από την ανάγκη να ελεγχθεί η διαχείριση των τραπεζών κυρίως στις αναδυόμενες χρηματοπιστωτικές αγορές όπου εμφανίζουν συσχέτιση με μεγάλες ζημιές.

Η οργανωτική δομή των εταιρειών (όμιλοι επιχειρήσεων ή ανεξάρτητες επιχειρήσεις) επηρεάζει σημαντικά την εφαρμογή και τα αποτελέσματα της εταιρικής διακυβέρνησης. Πράγματι, στους ομίλους επιχειρήσεων τα επενδυτικά κεφάλαια μετακινούνται μεταξύ των θυγατρικών γεγονός που υποβαθμίζει την απόδοσή τους και εμποδίζει τη δημιουργία αξίας.

Για να επιτευχθεί η αποτελεσματική εφαρμογή της εταιρικής διακυβέρνησης θα πρέπει πρώτα να οριστούν οι στόχοι που να ταιριάζουν με την οικονομική πολιτική κάθε χώρας και τις βλέψεις των επιχειρηματιών που συχνά έρχονται σε αντίθεση μεταξύ τους. Έπειτα θα πρέπει να δοθούν τα απαραίτητα κίνητρα ώστε να ανταποκριθούν οι διαχειριστές και οι μέτοχοι.

Ωστόσο, το πιο σημαντικό πρόβλημα για την εταιρική διακυβέρνηση αποτελεί η έλλειψη επαρκούς πληροφόρησης και έλεγχου. Γι' αυτό το λόγο έχουν θεσπιστεί υποχρεωτικοί νόμοι δημοσίευσης των οικονομικών στοιχείων και διεθνή λογιστικά πρότυπα, έχουν ιδρυθεί ιδιωτικές ελεγκτικές λογιστικές εταιρείες και οργανισμοί αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας, καθώς επίσης σπουδαίο ρόλο στη πληροφόρηση παίζουν ο τύπος και οι αναλυτές μετοχών.

Η συνεχής παρακολούθηση της κατάστασης των τραπεζών είναι επιτακτική για να λαμβάνονται έγκαιρα διορθωτικές ενέργειες. Οι νεοϊδρυόμενες τράπεζες, αν και απαραίτητες για την αγορά, αφού προσφέρουν υγιή ανταγωνισμό, πρέπει να ακολουθούν τις διαδικασίες δανειοδότησης και να συμμορφώνονται με τους κανονισμούς κάθε χώρας.

Ακόμα και η επίβλεψη για τα πιστωτικά ιδρύματα με έδρα την αλλοδαπή είναι απαραίτητη για να ελέγχεται η συμμόρφωση με τους κανονισμούς και να παρέχονται αρκετές πληροφορίες που θα βοηθήσουν στην πρόληψη τυχόν προβλημάτων.

Επιτόπου επιθεωρήσεις επαληθεύουν την ακρίβεια και την αξιοπιστία των στοιχείων που περιλαμβάνονται στις οικονομικές εκθέσεις μιας τράπεζας και αξιολογούν την ποιότητα της διαχείρισης και των εσωτερικών ελέγχων, για αυτό η συχνότητα τους είναι σημαντική.

Σε μερικές χώρες χρησιμοποιούνται εξωτερικοί ελεγκτές ως υποκατάστατα ή ως συμπληρωματικοί μιας εποπτικής αρχής ή είναι συχνό φαινόμενο να διενεργείται εσωτερικός έλεγχος. Επιβάλλονται έτσι κανονισμοί ασκώντας ηθική πίεση (ανεπίσημα με επιπλήξεις, παρατηρήσεις και οδηγίες ή επίσημα με έννομη λύση και επιβολή προστίμων).

Οι εποπτικές αρχές μέσω της λειτουργίας τους έχουν πρόσβαση σε μεγάλο όγκο πληροφοριών και έτσι μπορούν να συμβάλλουν στη μείωση της ανάληψης υπέρμετρων κινδύνων από τις τράπεζες και της ασύμμετρης πληροφόρησης παρέχοντας πληροφορίες για τους δανειολήπτες, τους δανειστές και την κατάσταση της αγοράς (καθώς καθιερώνονται υποχρεώσεις δημοσιοποίησης στοιχείων των τραπεζών για την ενίσχυση της διαφάνειας και της πειθαρχίας της αγοράς παρέχοντας έτσι κίνητρο για την βελτίωσή τους).

Οι ρυθμιστικές παρεμβάσεις των εποπτικών αρχών έχουν ως κύριο άξονα την ενίσχυση της εμπιστοσύνης του κοινού και την εξασφάλιση ενός υγιούς τραπεζικού συστήματος. Ωστόσο θα πρέπει να είναι προσεκτικές σχετικά με τη δημοσίευση στοιχείων τραπεζών που βρίσκονται σε δυσχερή θέση για να μην δημιουργηθούν κρίσεις πανικού και εκροή χρηματοροών.

## **2.2. Αριθμοδείκτες Χρηματοοικονομικής Σταθερότητας**

Τα πιστωτικά ιδρύματα στη προσπάθειά τους να δημιουργήσουν ένα πλαίσιο ανάλυσης χρηματοοικονομικής σταθερότητας δημοσιοποιούν τις αναφορές χρηματοοικονομικής σταθερότητας που περιλαμβάνουν ποσοτικά εργαλεία για να εκτιμήσουν διαφορετικές πλευρές της σε μακροπροληπτική ανάλυση. Η μακροπροληπτική προσέγγιση της χρηματοοικονομικής σταθερότητας απαιτεί εξειδικευμένα μοντέλα και δεδομένα.

Η ανάγκη ενός διεθνούς και διαχρονικού μετρικού συστήματος χρηματοοικονομικής σταθερότητας οδήγησε την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) και το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (ΔΝΤ) στη δημιουργία μιας σειράς δεικτών (ECB, 2008). Τον Ιανουάριο του 2007 το ΔΝΤ δημοσίευσε μια σειρά από χρηματοοικονομικούς δείκτες (FSIs – Financial Soundness Indicators) για 62 χώρες μεταξύ αυτών και 27 χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης (ΕΕ).

Η ΕΚΤ μαζί με την Επιτροπή Επίβλεψης Τραπεζών ενδιαφέρθηκαν για αυτή τη πρωτοβουλία στα πλαίσια των μακροπροληπτικών δεικτών και ανέπτυξαν άλλη μια σειρά δεικτών (MPIs – Macro-Prudential Indicators). Οι δύο σειρές δεικτών εμφανίζουν ένα σημαντικό βαθμό συνοχής.

Στόχος της ΕΚΤ ήταν η δημιουργία ενός πλαισίου ανάλυσης χρηματοοικονομικής σταθερότητας, οδηγούμενη από την αυξανόμενη ολοκλήρωση των εθνικών χρηματοοικονομικών συστημάτων των ευρωπαϊκών χωρών και της δέσμευσής της να συνεισφέρει πολιτικές για την προληπτική εποπτεία των πιστωτικών ιδρυμάτων και τη σταθερότητα του χρηματοοικονομικού συστήματος.

Η πρωτοβουλία του ΔΝΤ έλαβε χώρα τη περίοδο της ύφεσης 1980-1990 με χαρακτηριστικό τις ανεπαρκείς μεθοδολογίες και τις ελλιπείς βάσεις δεδομένων που εμπόδισε την αποτελεσματική εκτίμηση της κατάστασης του χρηματοοικονομικού τομέα και συνέβαλε στην αποτυχία να αναγνωρίσει τα προβλήματα σε πρώιμο στάδιο.

Οι δύο δείκτες συμπίπτουν στον εθνικό τραπεζικό τομέα παρόλα αυτά υπάρχουν διαφορές εννοιολογικές, μεθοδολογικής προσέγγισης και στο σκοπό τους. Οι FSIs έχουν τεθεί σε ένα ευρύ μακροοικονομικό επίπεδο που καλύπτει όλους τους τομείς της οικονομίας, όχι μόνο τον χρηματοοικονομικό ενώ τα MPIs επικεντρώνονται στον τραπεζικό τομέα. Η προσέγγιση της ΕΚΤ συγκλίνει περισσότερο με τα Διεθνή Λογιστικά & Εποπτικά Πρότυπα σε αντίθεση με του ΔΝΤ. Οι MPIs εκτιμούν την κατάσταση του χρηματοοικονομικού συστήματος και την ελαστικότητά του σε ακραίες καταστάσεις με ιδιαίτερη έμφαση στο τραπεζικό τομέα.

Οι διαφορές των MPIs & FSIs στους εθνικούς τραπεζικούς τομείς οδηγούν στο λόγο που διατηρούνται δύο παρόμοιες σειρές δεικτών, επειδή έχουν διαφορετικό αντικειμενικό σκοπό. Το ΔΝΤ παρακολουθεί την οικονομική και χρηματοοικονομική απόδοση των χωρών. Η ΕΚΤ παρακολουθεί τους κινδύνους και την ευπάθεια του χρηματοοικονομικού συστήματος που συνοψίζεται στον τραπεζικό τομέα.



Στην ανάλυση χρηματοοικονομικής σταθερότητας της ΕΚΤ τονίζεται η σπουδαιότητα του τραπεζικού τομέα λόγω του μεγάλου μεγέθους του στην ΕΕ και ο αντίκτυπος που θα είχε στην ευημερία από κάποια αστάθεια σε αυτόν. Η ανάλυση εστιάζει στο να εντοπίσει τις διαρροές μεταξύ μερών του χρηματοοικονομικού συστήματος και να εντάξει τους συνδέσμους του χρηματοοικονομικού τομέα με τους άλλους τομείς.

Όσον αφορά τη συνέπεια με τα ελεγκτικά πρότυπα, δηλαδή τη Βασιλεία II, απαιτείται ενοποίηση των διασυννοριακών και διατομεακών δεδομένων. Οι αριθμοδείκτες της ΕΚΤ είναι σχηματισμένοι με βάση αυτά τα πρότυπα γιατί ο τρόπος αυτός βοηθά να ελεγχθούν οι κίνδυνοι που προκύπτουν στον τραπεζικό τομέα αλλά και γιατί στην ΕΕ τα δεδομένα σε επίπεδο χώρας εξαιτίας των ευρωπαϊκών οδηγιών είναι παρόμοια και είναι εύκολο να ενωθούν για την ευρωζώνη.

Αυτή η προσέγγιση απαιτεί τον προσδιορισμό και τον υπολογισμό όλων των κινδύνων που συνδέονται με τους τραπεζικούς ομίλους και έτσι ελέγχονται οι ενοποιημένες καταστάσεις των εταιρειών. Παρέχεται με αυτό τον τρόπο μια πλήρης εικόνα των κινδύνων και των ευπαθειών των μερών του χρηματοοικονομικού συστήματος.

Οι ΜΡIs καλύπτουν λογιστικές καταστάσεις ισολογισμού, κερδοφορία και κεφαλαιακή επάρκεια. Αξίζει να σημειωθεί ότι εφόσον τα λογιστικά δεδομένα αποτελούν το κύριο στοιχείο για τον σχηματισμό των προληπτικών δεικτών η εφαρμογή των διεθνών προτύπων θα επηρεάσει αρκετά τους δείκτες χρέους και κυρίως το περιεχόμενο των ιδίων κεφαλαίων των τραπεζών.

Οι μακροπροληπτικές προσεγγίσεις του ΔΝΤ και της ΕΚΤ μοιράζονται τον ίδιο στόχο, να δημιουργήσουν ποσοτικά σημεία αναφοράς (δείκτες) για την ανάλυση της ανθεκτικότητας του χρηματοοικονομικού τομέα.

Και για τις δυο σειρές δεικτών ΜΡIs και FSIs, οι δείκτες στους τραπεζικούς τομείς βασίζονται κυρίως σε μέτρα κεφαλαιακής επάρκειας, ποιότητας του ενεργητικού, εσόδων και κερδοφορίας, ρευστότητας και ευαισθησίας του κινδύνου της αγοράς.

Υπάρχουν αριθμητικές διαφορές στα αποτελέσματα που δίνουν οι δυο δείκτες που οφείλονται στη μικρή διαφοροποίηση κατά τη διαδικασία κατασκευής τους και καθιστούν μη αποτελεσματική τη σύγκρισή τους. Επίσης εννοιολογικές διαφορές στην προσέγγιση αφού έχουν διαφορετικούς στόχους όταν το ΔΝΤ εξετάζει όλες τις χώρες ενώ η ΕΚΤ τις περισσότερο ανεπτυγμένες οικονομικά.

Οι τελευταίες τροποποιήσεις του ΔΝΤ επιβάλλουν όπως ακολουθούνται αρχικά τα εποπτικά πρότυπα, έπειτα τα διεθνή λογιστικά πρότυπα και τέλος, εφόσον δεν αντιμάχονται τα προηγούμενα, να καταφεύγουν στα στατιστικά πρότυπα. Η ΕΚΤ αντίθετα θεωρεί την εποπτική προσέγγιση ως ένα κατάλληλο σχέδιο για να εμβαθύνει σε κινδύνους που ανακύπτουν από το χρηματοοικονομικό σύστημα γεγονός που τις επιτρέπει να συλλέγει στατιστικά στοιχεία μόνο για αυτό το τομέα της οικονομίας.

Οι βασικότερες διαφορές ωστόσο εμφανίζονται στη μεθοδολογική προσέγγιση και τις στατιστικές πρακτικές και αφορούν συχνότητα και την εγκαιρότητα των δεδομένων, το γεωγραφικό πεδίο των δεικτών και των σχετικών λογιστικών κανόνων. Πιο συγκεκριμένα, για τον τραπεζικό τομέα αφορούν την προσέγγιση ενοποίησης, τη συνέπεια με τα διεθνή λογιστικά και εποπτικά πρότυπα, την ανάλυση των τραπεζών με βάση το μέγεθος και τον αριθμητή ή τον παρονομαστή των ειδικών δεικτών.

Με τις τροποποιήσεις οι περισσότερες διαφορές στα πλαίσια του ΔΝΤ και της ΕΚΤ εξαλείφθηκαν και στο μέλλον αναμένεται να υπάρχει σύγκλιση των δεικτών των δυο οργανισμών αν επικεντρωθούν σε σημεία σχετικά με την προσέγγιση της ενοποίησης στη χρήση και τον τύπο του δείκτη για την κατάρτιση.

### **3. Μέτρα Πιθανότητας Πτωχεύσεως Τραπεζών**

#### **3.1. Z-score**

Η ανάλυση των χρηματοοικονομικών καταστάσεων περιλαμβάνει τη σύγκριση τους με αυτές του κλάδου ή το μέσο όρο του κλάδου και την αξιολόγηση των αποτελεσμάτων σε σύγκριση με τα προηγούμενα έτη. Βασικό εργαλείο της ανάλυσης αυτής είναι οι χρηματοοικονομικοί δείκτες.

Μας βοηθούν να εξάγουμε χρήσιμες πληροφορίες σε τέτοια μορφή για να εκτιμήσουμε τη χρηματοοικονομική κατάσταση της εταιρείας. Τέτοιοι δείκτες, όπως ο δείκτης κερδοφορίας ROA μας βοηθούν να υπολογίσουμε το z-score.

Το z-score αποτελεί ένα μέτρο της απόστασης από τη χρεοκοπία, που υπολογίζεται με λογιστικά δεδομένα τα οποία λαμβάνουμε από τις λογιστικές καταστάσεις των τραπεζών στο τέλος της χρήσης. Επειδή οι λογιστικές καταστάσεις απεικονίζουν τη κατάσταση των τραπεζών σε μια δεδομένη χρονική στιγμή το z-score αποτελεί περισσότερο ένα στατικό δείκτη που αναφέρεται στο παρελθόν και δεν έχει τόσο μεγάλη προβλεπτική ικανότητα.

Υπολογίζουμε το z-score με τον ακόλουθο τύπο:

$$z \text{ score} = \frac{\text{Average ROA} + \text{Average}\left(\frac{\text{Equity}}{\text{Assets}}\right)}{\text{Standard Deviation of ROA}} \quad (1)$$

όπου:

- ROA: απόδοση των περιουσιακών στοιχείων (καθαρό εισόδημα προς συνολικά περιουσιακά στοιχεία)

$$ROA = \frac{\text{Net Income}}{\text{Total Assets}} \quad (2)$$

- Average ROA: υπολογίζεται ως ένας κυλιόμενος μέσος όρος πέντε ετών. Παραδείγματος χάριν για το έτος 2000, το μέσο ROA μιας τράπεζας είναι ο μέσος όρος των ROA για τα έτη 1996 – 2000.
- Standard deviation of ROA: τυπική απόκλιση που επίσης υπολογίζεται ως μια κυλιόμενη τυπική απόκλιση πέντε ετών. Παρόμοια η τυπική απόκλιση του ROA για το έτος 2000 υπολογίζεται με δεδομένα που αφορούν τη χρονική περίοδο 1996-2000.

### 3.2. Distance to default

Η ‘απόσταση χρεοκοπίας’ (distance to default) είναι ένα μέτρο πιστωτικού κινδύνου που αναπτύχθηκε από τη Moody’s KMV. Σχεδιάστηκε για να υπολογίσει τη πιθανότητα χρεοκοπίας μιας εταιρείας και βασίζεται στα μοντέλα των Black & Scholes (1973) και Merton (1974).

Το Bloomberg υπολογίζει την πιθανότητα χρεοκοπίας με βάση το μοντέλο του Merton για την 'απόσταση χρεοκοπίας' (distance to default). Η απόσταση από τη χρεοκοπία είναι μια παράμετρος μόχλευσης και όσο πιο μικρή είναι η τιμή της τόσο πιο κοντά είναι η εταιρεία στη χρεοκοπία. Ως χρεοκοπία ορίζει είτε την αδυναμία πληρωμής τοκομεριδίων/κεφαλαίου των ομολόγων είτε την αίτηση πτώχευσης ή την άρνηση πληρωμής. Η εταιρεία με τη πραγματοποίηση των ανωτέρω περιπτώσεων μπαίνει σε μια περίοδο χάριτος στη διάρκεια της οποίας ενεργεί για τη ρύθμιση της κατάστασης που θα επιφέρει ανάλογα θετικό ή αρνητικό αποτέλεσμα.

Σύμφωνα με το υπόδειγμα του Merton η εταιρεία θεωρείται φερέγγυα όσο η αξία των περιουσιακών της στοιχείων είναι μεγαλύτερη από τις υποχρεώσεις της. Το βασικό στοιχείο στο μοντέλο αυτό είναι ότι θεωρεί το μετοχικό κεφάλαιο της εταιρείας σαν ένα δικαίωμα προαίρεσης (call option) στα περιουσιακά της στοιχεία με τιμή εξάσκησης ίση με το σύνολο των υποχρεώσεών του. Το μοντέλο περιέχει τον περιορισμό ότι η χρεοκοπία θα συμβεί στη λήξη των υποχρεώσεων που υποτίθεται ότι αφορούν ομόλογα μηδενικού κουπονιού γι' αυτό το λόγο θεωρεί τη διάρκεια του δικαιώματος προαίρεσης ένα έτος.

$$E_t = E^F [\max (V_T - D_t, 0)] \quad (3)$$

Τότε η χρεοκοπία μπορεί να συμβεί μόνο στη λήξη T.

Για να δεχτούμε ότι η χρεοκοπία μπορεί να συμβεί οποιαδήποτε χρονική στιγμή στο διάστημα  $t - T$  θεωρούμε:

$$E_t = E^F [\max (V_T - D_t, 0)] 1_{\text{MIN}(V_T) \infty D} \quad (4)$$

Εφαρμόζοντας τον τύπο αποτίμησης δικαιωμάτων των Black & Scholes η απόσταση από τη χρεοκοπία υπολογίζεται ως εξής:

$$DD = \frac{\left[ \ln \left( \frac{V_0}{D} \right) + \left( \mu - \frac{\sigma^2}{2} \right) T \right]}{\sigma \sqrt{T}} \quad (5)$$

Όπου:

$V_0$  = συνολικά περιουσιακά στοιχεία της εταιρείας κατά Merton τη χρονική στιγμή 0

$\sigma$  = μεταβλητότητα περιουσιακών στοιχείων

$\mu$  = asset drift

$D$  = οι υποχρεώσεις της εταιρείας

$T$  = ο χρόνος μέχρι τη λήξη

$DD$  = η απόσταση από τη χρεοκοπία

Η 'απόσταση χρεοκοπίας' (distance to default) έχει γίνει ευρέως χρησιμοποιούμενη ως δείκτης του κινδύνου αθέτησης για μη χρηματοοικονομικές εταιρείες. Για τις χρηματοοικονομικές εταιρείες και συγκεκριμένα τις τράπεζες χρησιμοποιείται εξίσου ικανοποιητικά αλλά η εφαρμογή της για τη μέτρηση των κινδύνων διαφέρει λόγω των διαφορών μεταξύ των υποχρεώσεων των ιδρυμάτων αυτών σε σύγκριση με εκείνων των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων. Η μόχλευση των τραπεζών διαφέρει σημαντικά, είναι πολύ μεγαλύτερη, από τις υπόλοιπες εταιρείες εξαιτίας του διαμεσολαβητικού ρόλου που εκτελούν. Είναι πιθανό λοιπόν η 'απόσταση χρεοκοπίας' (distance to default) να είναι μικρότερη για τις τράπεζες.

Επιπλέον ο ορισμός της δεν μπορεί συλλάβει τις ρυθμιστικές και τις εποπτικές παρεμβάσεις στις τράπεζες και τους διαφορετικούς λόγους για το κλείσιμο μιας τράπεζας εκτός από τη μείωση της αξίας του ενεργητικού κάτω των υποχρεώσεων. Οι ρυθμιστικές αρχές έχουν ισχυρό κίνητρο να παρέμβουν νωρίτερα από τη πτώχευση μιας τράπεζας. Ένα εργαλείο που χρησιμοποιούν για να το πετύχουν αυτό είναι το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων επιβάλλοντας σε αυτό ορισμένους περιορισμούς.

### 3.3. CDS

Τα πιστωτικά παράγωγα, *credit derivatives*, είναι συμφωνίες που βασίζονται στην πιστοληπτική ικανότητα κρατών ή εταιρειών και παρέχουν τη δυνατότητα στα συμβαλλόμενα μέρη να αποκομίσουν κέρδος ή να ασφαλιστούν με την ‘ανταλλαγή’ του πιστωτικού κινδύνου. Οι συμφωνίες ανταλλαγής κινδύνου αθέτησης, δηλαδή τα *credit default swaps (CDS)*, είναι συμβόλαια που ασφαλίζουν σε περίπτωση ενός πιστωτικού γεγονότος (χρεοκοπίας) μιας εταιρείας αναφοράς.

Ουσιαστικά ο αγοραστής ενός συμβολαίου CDS αποκτά το δικαίωμα να πωλήσει ομολογίες της εταιρείας αναφοράς στην ονομαστική τους αξία στον αντισυμβαλλόμενο μόλις συμβεί το πιστωτικό γεγονός. Αντίστοιχα ο πωλητής συμφωνεί να αγοράσει τις ομολογίες στην ονομαστική τους αξία έναντι περιοδικών καταβολών που λαμβάνει από τον αγοραστή μέχρι τη λήξη του συμβολαίου ή το πιστωτικό γεγονός. Πιστωτικό γεγονός έχουμε σε περιπτώσεις αδυναμίας πληρωμής, αναδιάρθρωση χρέους και άρνηση αναγνώρισης (δικαιοστάσιο).

Η πραγματοποίηση του πιστωτικού γεγονότος σημαίνει τη λήξη του συμβολαίου με φυσικό διακανονισμό ή με διακανονισμό τοις μετρητοίς. Στην πρώτη περίπτωση ο αγοραστής πωλεί τις ομολογίες της εταιρείας αναφοράς στην ονομαστική τους αξία ενώ στη δεύτερη περίπτωση προσδιορίζει την φθηνότερη ομολογία που υπάρχει στη αγορά και εισπράττει τη διαφορά από την ονομαστική αξία των ομολογιών της εταιρείας αναφοράς.

Οι συμφωνίες CDS θεωρούνται ως ένα “παιχνίδι μηδενικού αθροίσματος” (Hull, 2009) αφού για κάθε αγοραστή αντιστοιχεί ένας πωλητής, παρόλα αυτά και οι δύο αντιμετωπίζουν κινδύνους από τον κίνδυνο αντισυμβαλλομένου. Οι τεχνικές μεταφοράς πιστωτικού κινδύνου μπορούν να διανεμούν τον κίνδυνο σε επενδυτές με διαφορετικούς χρονικούς ορίζοντες, δομή υποχρεώσεων και ανεκτικότητα κινδύνου.

Στη περίπτωση των χωρών το συμβόλαιο προστατεύει έναντι της χρεοκοπίας της χώρας του εκδότη. Το premium, δηλαδή το ασφάλιστρο που πληρώνει ο αγοραστής της ασφάλειας, π.χ. τράπεζες, στον πωλητή της ασφάλειας, π.χ. ασφαλιστικές εταιρείες, καθορίζεται από δυνάμεις της αγοράς και εξαρτάται από τον αναμενόμενο κίνδυνο χρεοκοπίας της σχετικής χώρας. Τα κρατικά CDS ερμηνεύονται διαφορετικά από τα εταιρικά.

Το πιστωτικό γεγονός σε ανεπτυγμένες οικονομίες είναι σπάνιο και δυσκολεύει την αποτίμηση για τους επενδυτές αφού δεν μπορεί εύκολα να προσδιοριστεί. Γι' αυτό τα CDS είναι ένας δείκτης της αντίληψης της αγοράς για τον κίνδυνο χώρας και εξαρτώνται από παράγοντες όπως η ρευστότητα της αγοράς, ο κίνδυνος του αντισυμβαλλόμενου και το παγκόσμιο χρηματοοικονομικό περιβάλλον.

Όσο αυξάνεται το κρατικό CDS σημαίνει ότι η ασφάλεια από τη πτώχευση των χωρών αυτών γίνεται πιο ακριβή, δηλαδή οι επενδυτές αποτιμούν σε αυτό μια αυξημένη πιθανότητα να συμβεί το πιστωτικό γεγονός που θα προκαλέσει τη πληρωμή του CDS. Στη περίπτωση των χωρών μπορεί να προκληθεί όχι απαραίτητα από πτώχευση αλλά και αναδιάρθρωση του χρέους ή μη καταβολή τοκομεριδίων και του κεφαλαίου.

Τα πιστωτικά ιδρύματα και ιδίως οι τράπεζες αναλαμβάνουν μεγάλο πιστωτικό κίνδυνο με τη χορήγηση δανείων, επομένως αποτελούν τους βασικούς αγοραστές τέτοιων συμβολαίων και πωλητές είναι οι ασφαλιστικές εταιρείες. Με αυτό τον τρόπο μεταφέρουν τον πιστωτικό κίνδυνο στο αντισυμβαλλόμενο μέρος.

Η λειτουργία των CDS να διαφοροποιούν τον κίνδυνο τα μετέτρεψε σε σημαντικά εργαλεία των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων για τη διαχείρισή του και αυτό φάνηκε ιδιαίτερα με τη πιστωτική κρίση του 2007. Ωστόσο καθώς εξαρτώνται από τη πιθανότητα χρεοκοπίας μιας εταιρείας σε ένα συγκεκριμένο χρονικό διάστημα τα κάνει ευάλωτα σε προβλήματα ασύμμετρης πληροφόρησης. Πιο συγκεκριμένα ένα πιστωτικό ίδρυμα που συναλλάσσεται με την εταιρεία αναφοράς ενός συμβολαίου έχει περισσότερες πληροφορίες από ένα ίδρυμα που δεν συναλλάσσεται με αυτή.

Η αγορά των CDS κινείται γρήγορα και αντανακλά το κλίμα και την ικανότητα των τραπεζών για χρηματοδότηση. Η κυκλικότητα του κινδύνου στην αγορά των CDS μπορεί να έχει ενδιαφέρον για την χρηματοοικονομική σταθερότητα καθώς οι τράπεζες αντικαθιστούν τον ένα τύπο κινδύνου (πιστωτικό) με άλλο (κίνδυνος αντισυμβαλλομένου). Με αυτό τον τρόπο τα CDS αντικατοπτρίζουν τις αντιλήψεις της αγοράς για την χρηματοοικονομική ευρωστία των τραπεζών και μπορούν να χρησιμοποιηθούν από τις εποπτικές αρχές για να εξάγουν προειδοποιητικά σήματα για την χρηματοοικονομική σταθερότητα.

Οι αλλαγές στα CDS που προκαλούνται από τον αυξημένο πιστωτικό κίνδυνο των τραπεζών κάνει έκκληση για επιπρόσθετη παρακολούθηση. Τα επίπεδα των CDS αυξήθηκαν δραματικά με το ξέσπασμα της κρίσης. Οι συμμετέχοντες στην αγορά και οι ρυθμιστές της βλέπουν με την πάροδο του χρόνου τα τραπεζικά CDS ως δείκτες τραπεζικού πιστωτικού κινδύνου αλλά και του πιστωτικού κινδύνου γενικότερα. Συνεισφέρουν επίσης στην ολοκλήρωση της αγοράς παρέχοντας στους συμμετέχοντες να λάβουν θέση επί του κινδύνου αθέτησης πληρωμής της εταιρείας ή χώρας αναφοράς, γι' αυτό βοηθούν στην αποτίμηση του κινδύνου.

Τα CDS έχουν επίδραση στο κόστος χρηματοδότησης για τις εταιρείες μέσω της διαφοροποίησης (εύκολα συναλλακτικά εργαλεία) και της πληροφόρησης (ασφάλιστρα κινδύνου) αυξάνοντάς το κόστος και μέσω των μειωμένων κινήτρων για έλεγχο αφού από τις θέσεις που παίρνουν οι εταιρείες αποκαλύπτεται η έκθεση τους στον κίνδυνο, μειώνοντάς το κόστος.

Τα CDS διαδραμάτισαν σπουδαίο ρόλο στην αποτίμηση κυβερνητικών εγγυήσεων. Εφόσον παρέχουν μεγαλύτερη ρευστότητα από ένα ομόλογο δίνουν μια ένδειξη αποτίμησης πιστωτικού κινδύνου στη δευτερογενή αγορά.

Για τις εταιρείες αξιολόγησης τα CDS χρησιμεύουν ως προειδοποιητικά σήματα για να ανιχνεύσουν πιθανές ακραίες τιμές που επιτάσσουν την αναθεώρηση των αξιολογήσεων. Όμως οι οργανισμοί αξιολόγησης δεν διαθέτουν κάποιο μοντέλο που να υποδεικνύει τα όρια και θα εκκινήσει αυτόματα τη διαδικασία αναθεώρησης.



### 3.4. Credit Ratings

#### 3.4.1. Ιστορική Αναδρομή

Το 1909 ο John Moody έβαλε το θεμέλιο λίθο για την εξάπλωση της επιχειρηματικής δραστηριότητας διαβάθμισης πιστοληπτικής ικανότητας αξιογράφων, αξιολογώντας αμερικάνικα ομόλογα σιδηροδρόμου. Ακολούθησαν η Fitch Publishing Company, η Poor's Publishing Company, η οποία συγχωνεύθηκε αργότερα με την Standard Statistics Company και δημιούργησαν την Standard and Poor's (S&P's), και άλλες. Η παγκόσμια εξάπλωσή τους προήλθε με τη μετακίνηση των κεφαλαίων από τα πιστωτικά ιδρύματα στις κεφαλαιαγορές και αποτελούν χαρακτηριστικό των ανεπτυγμένων χωρών και των αναδυόμενων αγορών.

Οι εταιρείες αξιολόγησης αρχικά χρηματοδοτούνταν με την πώληση υπηρεσιών εκδόσεων. Στις αρχές της δεκαετίας του 1970 η χρεοκοπία της Penn Central υπήρξε καταλύτης για τη αλλαγή του επιχειρηματικού μοντέλου των οίκων αξιολόγησης. Μετατράπηκε σε ένα μοντέλο όπου πληρώνει ο εκδότης, δηλαδή η αμοιβή των οργανισμών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας προέρχεται κυρίως από τον εκδότη των ομολόγων τα οποία αξιολογούνται. Κατά κύριο λόγο γιατί τα έντυπα εγχειρίδια που πωλούνταν ήταν εύκολο να αντιγραφούν με την εξέλιξη των φωτοτυπικών μηχανών και ο κάθε ενδιαφερόμενος μπορούσε να έχει δωρεάν πρόσβαση.

Έπειτα, σε συνδυασμό με την αυξημένη ζήτηση για αξιολόγηση ομολόγων, καθώς ακόμη και εταιρείες με μεγάλη αναγνωρισιμότητα άρχισαν να τίθενται υπό αξιολόγηση και να απαιτείται τουλάχιστον μία διαβάθμιση για κάθε εκδότη χρέους, κρίθηκε αναγκαίο από τους εκδότες ομολόγων να εξασφαλίσουν στους επενδυτές το χαμηλό ρίσκο τους κάνοντάς τους έτσι πρόθυμους να πληρώσουν το αντίτιμο. Ακόμη οι οίκοι αξιολόγησης συνειδητοποίησαν την ανάγκη που επέβαλλαν οι ρυθμιστικές αρχές για τα πιστωτικά ιδρύματα να κατέχουν στο χαρτοφυλάκιό τους ασφαλή αξιόγραφα και οι εκδότες ήταν πρόθυμοι να πληρώσουν για αυτό. Επιπλέον είναι χαρακτηριστικό των επιχειρήσεων αξιολόγησης ομολόγων οι πληροφορίες που παρέχουν να ενδιαφέρουν τόσο τους επενδυτές όσο και τους εκδότες (White, 2010).

Επομένως οι εταιρείες μπόρεσαν να μεταβιβάσουν τη χρέωση στους εκδότες και ενώ θα μπορούσαν με αυτό τον τρόπο να πλουτίσουν προσφέροντας υψηλές αξιολογήσεις, το ισχυρό αντικίνητρο της διατήρησης της φήμης του ονόματος, της ακεραιότητας και αξιοπιστίας τους τις απέτρεψε. Μια ανακριβής αξιολόγηση θα μπορούσε να επιφέρει και νομικές συνέπειες.

Οι οργανισμοί αξιολόγησης δεν υπόκεινται μέχρι τώρα σε νομικούς περιορισμούς και στην ουσία δεν υπάρχουν νομικές κυρώσεις, οι μόνες κυρώσεις επομένως που υποβάλλονται είναι αυτές της αγοράς. Οι κυρώσεις περισσότερο εμπόδιο θα αποτελούσαν καθιστώντας την εισαγωγή στο κλάδο πιο δύσκολη, μείωση της καινοτομίας και αύξηση του κόστους.

Για να αντιμετωπίσει το πρόβλημα της μη αντικειμενικής αξιολόγησης ενός οίκου που θα ονόμαζε εταιρείες με χαμηλή πιστοληπτική ικανότητα ως εταιρείες με υψηλή πιστοληπτική ικανότητα έναντι αμοιβής, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (SEC – Securities and Exchange Commission) δημιούργησε μια νέα κατηγορία: τον Εθνικά Αναγνωρισμένο Στατιστικό Οργανισμό Αξιολόγησης (NRSRO – Nationally Recognized Statistical Rating Organization), όπου εντάχθηκαν οι εταιρείες Moody's, Standard & Poor's (S&P's) και Fitch, και οι εταιρείες αξιολόγησης που ανήκαν σε αυτή τη κατηγορία οργανισμών αναγνωρίστηκαν ευρέως ως αξιόπιστες.

Ουσιαστικά οι αξιολογήσεις λαμβάνονται υπόψη μόνο αν έχουν εκδοθεί από τους εθνικά αναγνωρισμένους στατιστικούς οργανισμούς αξιολόγησης. Τα κριτήρια για την εισαγωγή των εταιρειών σε αυτή τη κατηγορία δεν είναι σαφή. Στην πραγματικότητα η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς δεχόταν εταιρείες που είχαν ήδη εδραιώσει τη φήμη τους στην αγορά και αυτό σήμαινε τη δυσκολία που αντιμετώπιζαν οι υπόλοιπες και τη δημιουργία κατεστημένου.

Με την πάροδο του χρόνου η πολυπλοκότητα του χρηματοοικονομικού συστήματος συνέβαλλε στην αύξηση του αριθμού των οργανισμών διαβάθμισης πιστοληπτικής ικανότητας και την εξέλιξή τους σε βασικούς συντελεστές για τις ρυθμιστικές αρχές στην εποπτεία των πιστωτικών ιδρυμάτων. Επομένως έγινε απαραίτητη η επαναξιολόγηση της απόδοσης και η επάρκεια της δημόσιας εποπτείας του κλάδου.

### 3.4.2. Περιγραφή

Οι εταιρείες αυτές είναι ανεξάρτητες ή θυγατρικές μη χρηματοοικονομικών ομίλων και η δομή ιδιοκτησίας τους δεν προκαλεί προβλήματα σύγκρουσης συμφερόντων. Το εύρος εργασιών τους πλέον περιλαμβάνει αξιολόγηση χρεογράφων, ομόλογων δημοσίου, τιτλοποιήσεις, προνομιούχες μετοχές, πιστοποιητικά καταθέσεων τραπεζών, παράγωγα και ασφαλιστικά προϊόντα, αμοιβαία κεφάλαια και ενυπόθηκους τίτλους σε τοπικό και διεθνές επίπεδο.

Χρησιμοποιούν ένα δικό τους σύστημα συμβόλων-γραμμάτων χωρισμένων σε κλίμακες για να δείχνουν τη πιθανότητα αθέτησης πληρωμής ή καθυστέρησης των τίτλων και να τα κατηγοριοποιούν από επενδυτικού σε κερδοσκοπικού βαθμού. Για περισσότερες λεπτομέρειες υιοθέτησαν επιπλέον τα σύμβολα +/- και τη διευκρίνιση «credit watch» στη περίπτωση που η διαβάθμιση είναι υπό αναθεώρηση (Πίνακας 1).

Η κάθε κλίμακα αξιολόγησης αντιστοιχεί σε συγκεκριμένη πιθανότητα πτώχευσης για ένα χρονικό διάστημα και σχετικά με τις αξιολογήσεις συμβαίνει αυτές της χαμηλότερης κλίμακας πράγματι να χρεοκοπούν πιο συχνά από αυτές υψηλότερης κλίμακας.

Σημαντικό είναι ότι όσο αυξάνεται η πιθανότητα πτώχευσης με το πέρασμα του χρόνου η αντίστροφη σχέση που υπάρχει μεταξύ αξιολογήσεων και πιθανότητας πτωχεύσεως παραμένει άθικτη. Η πιθανότητα πτωχεύσεως αυξάνει σημαντικά μόλις η αξιολόγηση υποδείξει ομόλογο μη επενδυτικού χαρακτήρα. Οι αξιολογήσεις επιτυγχάνουν τη μέτρηση του σχετικού πιστωτικού κινδύνου η κατάσταση όμως δυσχεραίνει στη μέτρηση του απόλυτου πιστωτικού κινδύνου. Αυτό είναι δυνατό με τη συμβολή της πιθανότητας πτώχευσης που αντιστοιχεί σε κάθε κλίμακα αξιολόγησης και στη διάρκεια του χρόνου μεταβάλλεται.

Κάθε εταιρεία αξιολόγησης δημοσιεύει τα αποτελέσματά της χρησιμοποιώντας τη δική της κλίμακα συμβόλων-γραμμάτων που αντιστοιχεί σε ένα συγκεκριμένο επίπεδο πιθανότητας πτώχευσης και παράλληλα δημοσιεύει και τους ορισμούς των συμβόλων (Πίνακας 2). Σε αυτό το στάδιο εμφανίζονται ποιοτικές διαφορές αλλά οι εταιρείες δεν συγκρίνουν τα αποτελέσματα μεταξύ τους.

Τα αποτελέσματα των Moody's και S&P's συχνά συγκλίνουν κατά ένα μεγάλο ποσοστό. Παρόλα αυτά παρατηρούμε ότι αυξάνονται οι διαφοροποιήσεις ανάμεσα στις εταιρείες στις αξιολογήσεις κάτω της BBB κατηγορίας, δηλαδή των σκουπιδιών ομολόγων, σε μετρήσεις σχετικού και απόλυτου κινδύνου.

Ανάμεσα σε πολλές τοπικές και διεθνείς εταιρείες διαβάθμισης πιστοληπτικής ικανότητας τρεις μόνο κυριάρχησαν και εδραιώθηκαν σε διεθνές επίπεδο. Οι Moody's, Standard & Poor's (S&P's) και Fitch, με τις δύο πρώτες να είναι μεγαλύτερες σε μέγεθος και να αξιολογούν περισσότερους εταιρικούς τίτλους και τιτλοποιήσεις. Σε αυτό συντέλεσαν φυσικά εμπόδια όπως οικονομίες κλίμακας, το προσόν της πολύχρονης εμπειρίας, η φήμη και το όνομα στην αγορά αλλά και η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς με τον Εθνικά Αναγνωρισμένο Στατιστικό Οργανισμό Αξιολόγησης (NRSRO).

Οι εταιρείες αξιολόγησης εκδίδουν τις αξιολογήσεις τους αυτόκλητα ή κατά απαίτηση του εκδότη και στηρίζονται σε ποσοτικά και ποιοτικά κριτήρια. Πρώτα ανακοινώνονται τα αποτελέσματα στον εκδότη ή τον εγγυητή και ύστερα στο ευρύ κοινό. Αυτόκλητες αξιολογήσεις συχνά είναι ουσιαστικά χαμηλότερες από ότι οι ζητηθείσες αξιολογήσεις και μπορούν να επηρεάσουν το αντίτιμο που καταβάλλεται κατά την έκδοση (Cantor & Packer, 1994).

Οι υποστηρικτές ισχυρίζονται ότι οι μη ζητηθείσες αξιολογήσεις παρέχουν την ευχέρεια επιλογής μόνο εκείνων των εταιρειών που προσφέρουν ευνοϊκές αξιολογήσεις. Οι κριτικοί παραπονιούνται ότι οι μη ζητηθείσες αξιολογήσεις βασίζονται σε ελλιπείς πληροφορίες, επειδή η επικοινωνία με τους εκδότες είναι περιορισμένη.

Εταιρείες που προσφέρουν χρηματοοικονομικά προϊόντα χρησιμοποιούν τις αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας ως κριτήριο για να επενδύσουν σε επενδυτικού χαρακτήρα ομόλογα ή να διαμορφώσουν την επενδυτική τους δομή έτσι ώστε να λάβουν οι ίδιες θετικές αξιολογήσεις. Το γεγονός αυτό επέτρεψε στις ρυθμιστικές αρχές των χρηματαγορών αλλά και των πιστωτικών ιδρυμάτων να τις συμπεριλάβουν ως μέτρο προληπτικής εποπτείας.

### 3.4.3. Ρυθμιστικές Ενέργειες

Αρχικά οι ρυθμίσεις αφορούσαν σε περιορισμούς σε προϊόντα που χωρίζονταν σε δύο κατηγορίες, τα προϊόντα επενδυτικού βαθμού που ανήκαν στη BBB κλίμακα και πάνω και τα προϊόντα κερδοσκοπικού βαθμού που ανήκαν στη BB κλίμακα και κάτω, και στη συνέχεια οι περιορισμοί αυτοί επεκτάθηκαν και σε άλλες κλίμακες.

Οι ρυθμιστικές αρχές απαιτούν την αξιολόγηση τουλάχιστον από ένα Αναγνωρισμένο Εθνικά Στατιστικό Οργανισμό Αξιολόγησης. Επομένως όταν υπάρχουν διαφορές ανάμεσα στις αξιολογήσεις είτε αναγνωρίζουν την καλύτερη, αλλιώς τη δεύτερη καλύτερη αξιολόγηση, είτε διεξάγουν ανεξάρτητη ανάλυση. Υπάρχουν διαφορές ανάμεσα στις αξιολογήσεις των εταιρειών και οφείλονται στη διαφορετική μεθοδολογία που χρησιμοποιούν ή στην υποκειμενική κρίση των αξιολογητών. Πολλές από τις διαφορές ωστόσο αντικατοπτρίζουν συστηματικές διαφορές ανάμεσα στις εταιρείες αξιολόγησης.

Παρατηρούμε ότι ενώ οι οργανισμοί αξιολόγησης παρέχουν ακριβείς διαβαθμίσεις πιθανότητας χρεοκοπίας, οι ερμηνείες τους διαφέρουν ανάμεσα τους και στη διάρκεια του χρόνου. Οι διαφοροποιήσεις αυτές έχουν αντίκτυπο για τις ρυθμιστικές αρχές αλλά και για τους εκδότες χρέους καθώς τους δίνεται η δυνατότητα να επιλέγουν την καλύτερη αξιολόγηση.

Στη συνέχεια οι ρυθμιστικές αρχές του τραπεζικού τομέα ώθησαν τις τράπεζες να επενδύουν ολοένα και περισσότερο σε ασφαλή ομόλογα. Οι τίτλοι κερδοσκοπικού χαρακτήρα (ομόλογα σκουπίδια) ήταν κάτω του επενδυτικού βαθμού. Οι τράπεζες περιορίστηκαν να επενδύουν σε ομόλογα που η αξιολόγηση τους ανήκε στις τέσσερις πρώτες κατηγορίες της κλίμακας, απαξιώνοντας με αυτό τον τρόπο τις δικές τους πηγές πληροφόρησης.

Στο σύνολό τους αυτοί οι ρυθμιστικοί κανόνες σήμαιναν ότι τα αποτελέσματα των οίκων λαμβάνονταν ισχυρά υπόψη από τις αγορές ομολόγων. Οι τράπεζες θα μπορούσαν να ικανοποιήσουν τις απαιτήσεις των ρυθμιστικών αρχών ασφαλείας τους αφήνοντας τις δικές τους αξιολογήσεις των κινδύνων των ομολόγων.

Όλα αυτά θα είχαν ως συνέπεια την μη αντικειμενική αξιολόγηση, ωστόσο το γεγονός της διαφάνειας στις εταιρείες αυτές σε συνδυασμό με τον μεγάλο τους αριθμό κατέστη ανατρεπτικός παράγοντας που δεν θα τους επέτρεπε να αμαυρώσουν τη φήμη τους και να περιορίσουν τη δύναμη και την εξουσία που ασκούσαν στις αγορές.

#### **3.4.4. Αξιολογήσεις Τραπεζών**

Οι αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας είναι αρκετά σημαντικές για τις τράπεζες και επηρεάζουν τη λειτουργία τους. Κυρίαρχες στη αξιολόγηση τραπεζών φαίνεται να είναι οι Moody's και S&P's και παρατηρούμε ότι υπάρχουν περισσότερες διαφοροποιήσεις στις αξιολογήσεις των τραπεζών από ότι των εταιρειών των υπόλοιπων κλάδων. Ένας λόγος είναι οι διαφορετικές εθνικές μεθοδολογίες και προσεγγίσεις, όπως τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα (ΔΛΠ), η εθνικότητα των εταιρειών αξιολόγησης καθώς οι αξιολογήσεις ομοεθνών εταιρειών είναι άλλοτε μεγαλύτερες και πιο επιεικής και άλλοτε πιο σκληρές και επικριτικές σε σχέση με αξιολογήσεις αλλοδαπών εταιρειών.

Οι τράπεζες και εταιρείες αξιογράφων γενικά λαμβάνουν απευθείας συμβουλές από τις εταιρείες αξιολόγησης για το πώς θα σχηματίσουν τη δομή των προϊόντων τους ώστε να διατηρήσουν υψηλές αξιολογήσεις. Στη κατάσταση αυτή οδηγούνται από τις ρυθμιστικές αρχές που απαιτούν αξιολογήσεις υψηλότερες της BBB κατηγορίας και σε ορισμένες περιπτώσεις της A κατηγορίας. Στη διαχείριση χαρτοφυλακίου και στην εκτέλεση της νομισματικής πολιτικής οι κεντρικές τράπεζες συχνά βασίζονται σε αξιολογήσεις που παρέχονται από τους οργανισμούς αξιολόγησης.

Οι αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας κυβερνήσεων είναι αξιολογήσεις της σχετικής πιθανότητας ότι ο δανειζόμενος (στην περίπτωση αυτή το κράτος) θα αθετήσει τις υποχρεώσεις του και κρίνονται ουσιώδους σημασίας από τις χρηματοοικονομικές αγορές γιατί οι κυβερνήσεις κρατών αποτελούν το μεγαλύτερο ποσοστό των εκδοτών χρέους στην αγορά κεφαλαίων. Η ύπαρξή τους αν και αναγκαία δημιουργεί ορισμένες αμφιβολίες για τα κριτήρια στα οποία βασίζονται.

Η αξιολόγηση των οργανισμών αξιολόγησης στον εθνικό τομέα είναι πιο προβληματικές από ότι για τις επιχειρήσεις. Χώρες που έχουν αξιολογηθεί ως επενδυτικού βαθμού (BBB και άνω) υποτίθεται ότι έχουν πολύ χαμηλή (1-5 %) πιθανότητα αθέτησης των υποχρεώσεων, ακόμη και πάνω από 15 χρόνια.

Το σημείο εκκίνησης για την αξιολόγηση των οργανισμών αξιολόγησης είναι οι επιδόσεις τους όσον αφορά τη σύλληψη του κινδύνου αθέτησης. Χαμηλά αξιολογημένοι εκδότες αναμένεται να χρεοκοπήσουν πιο συχνά από ότι οι υψηλότερα αξιολογημένοι. Είναι σημαντικό να αντιμετωπιστεί η λανθασμένη αντίληψη ότι χώρες με υψηλή βαθμολογία δεν πρόκειται να βιώσουν χρηματοοικονομικές κρίσεις.

Σίγουρα, υψηλής πιστοληπτικής ικανότητας χώρες αναμένεται να έχουν λιγότερες κρίσεις, αλλά το πιο σημαντικό, φερέγγυες θεωρούνται αυτές που έχουν ισχυρότερη πολιτική, οικονομική, και κοινωνική ικανότητα για τη διαχείριση μιας κρίσης. Ιστορικά υπάρχει υψηλή συσχέτιση μεταξύ της πιστωτικής ποιότητας και της απόστασης από τη χρεοκοπία: όσο υψηλότερη είναι η βαθμολογία, τόσο χαμηλότερη είναι η πιθανότητα αθέτησης, και το αντίστροφο.

Οι αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας κυβερνήσεων είναι σημαντικές όχι μόνο επειδή ορισμένοι από τους μεγαλύτερους εκδότες στις διεθνείς κεφαλαιαγορές είναι εθνικές κυβερνήσεις, αλλά και επειδή αυτές οι αξιολογήσεις επηρεάζουν τη διαβάθμιση στους οφειλέτες μέσα στην ίδια τη χώρα.

Οι επενδυτές προτιμούν τα διαβαθμισμένα αξιόγραφα από τα μη διαβαθμισμένα συναφούς πιστωτικού κινδύνου. Οι αξιολογήσεις των ξένων νομισμάτων, επίσης, παραμένουν οι πιο διαδεδομένες και μεγάλης επιρροής στις διεθνείς αγορές.

Κατά την εκτίμηση της φερεγγυότητας και της ρευστότητας των κυβερνήσεων, οι οργανισμοί αξιολόγησης έχουν επικεντρωθεί σε μια σειρά παραγόντων που είναι αρκετά διαφορετικοί από εκείνους των επιχειρήσεων. Παράγοντες που αξίζει να σημειωθούν είναι ο πολιτικός κίνδυνος, οι συνολικές πιέσεις στο ισοζύγιο πληρωμών και η μακροοικονομική κατάσταση.

### 3.4.5. Παράγοντες Διαμόρφωσης των Αξιολογήσεων

Οι οργανισμοί αξιολόγησης τονίζουν ότι δεν χρησιμοποιούν μια ειδική φόρμουλα για να συνδυάσουν τους πολιτικούς και οικονομικούς παράγοντες στη λήψη αποφάσεων σχετικά με μια συνολική αξιολόγηση. Ωστόσο, μια σειρά εμπειρικών μελετών μπορεί να επισημάνει τους παράγοντες που έχουν λάβει ιστορικά το μεγαλύτερο βάρος στη διαδικασία λήψης αποφάσεων.

Ειδικότερα, οι Cantor και Packer (1996) και οι Juttner και McCarthy εξέτασαν τους καθοριστικούς παράγοντες των επιπέδων αξιολογήσεων των Moody's και S&P's για μια σειρά ώριμων και αναδυόμενων οικονομιών της αγοράς στο μέσα της δεκαετίας του 1990.

Οι Moody's και Standard and Poor's αξιολογούν πάνω από 50 χώρες και παρόλο που χρησιμοποιούν διαφορετικά σύμβολα εμφανίζουν αντιστοιχία μεταξύ τους σε μεγάλο βαθμό. Στις περιπτώσεις όπου υπάρχει απόκλιση στην κατάταξη συνήθως αυτή είναι μικρή. Στις καταστάσεις σχετικά με τα κριτήρια αξιολόγησης οι δύο οίκοι απαριθμούν οικονομικούς, κοινωνικούς και πολιτικούς παράγοντες που αποτελούν τη βάση των αξιολογήσεων. Ωστόσο είναι αρκετά δύσκολο να προσδιοριστεί η σχέση μεταξύ των κριτηρίων καθώς μερικά είναι ποιοτικά και οι οίκοι δεν δημοσιοποιούν τους συντελεστές στάθμισής τους.

Οι Cantor και Packer (1996) χρησιμοποίησαν βαθμολογίες από Moody's και S&P's σε 49 χώρες από το Σεπτέμβριο του 1995. Μετά τη μετατροπή αυτών των αξιολογήσεων σε μια αριθμητική κλίμακα (με την υψηλότερη Aaa/AAA = 16 και το χαμηλότερο B3/B- = 1), παλινδρόμησαν αυτές τις αξιολογήσεις σε μια σειρά οικονομικών μεταβλητών που είχαν εντοπιστεί από τους οργανισμούς ότι επηρεάζουν το επίπεδο αξιολόγησης μιας κυβέρνησης.

Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι οι υψηλές βαθμολογίες σχετίζονται με υψηλό κατά κεφαλήν εισόδημα, χαμηλό πληθωρισμό, πιο γρήγορη ανάπτυξη, χαμηλή αναλογία εξωτερικού χρέους σε ξένο νόμισμα προς τις εξαγωγές, τη απουσία ιστορικού αθέτησης υποχρεώσεων -σχετικά με χρέη σε ξένο συνάλλαγμα από το 1970- και ένα υψηλό επίπεδο οικονομικής ανάπτυξης.



Επίσης αποκάλυψαν ότι οι Moody's και S&P's γενικά μοιράζονται τα ίδια κριτήρια αξιολόγησης, αλλά η Moody's φάνηκε να χρησιμοποιεί μεγαλύτερο συντελεστή στάθμισης στο εξωτερικό χρέος και μικρότερο για το ιστορικό πτώχευσης ως αρνητικούς παράγοντες από ότι η S&P's.

Σε μια επόμενη μελέτη οι Juttner και McCarthy διαπίστωσαν ότι οι παράγοντες που ανέφεραν οι Cantor Packer συνέχισαν να εξηγούν επαρκώς τις αξιολογήσεις το 1996 και το 1997 μέχρι το 1998 στον απόηχο της ασιατικής κρίσης, οπότε επιπλέον μεταβλητές εισέρχονται όπως το προβληματικό ενεργητικό των τραπεζών ως ποσοστό του ΑΕΠ και η διαφορά των επιτοκίων (υποκατάστατο για τις αναμενόμενες μεταβολές των συναλλαγματικών ισοτιμιών).

Οι παραπάνω μελέτες επικεντρώθηκαν στη χρήση των αξιολογήσεων των δύο μεγαλύτερων εταιρειών αξιολόγησης Moody's και S&P's και αυτό εγείρει το ερώτημα αν υπάρχουν σημαντικές διαφορές μεταξύ των αξιολογήσεων που εκδίδονται από τους οργανισμούς αυτούς και αυτές των άλλων οργανισμών αξιολόγησης. Αν όλες οι εταιρείες αξιολόγησης αξιολογούσαν όλες τις επιχειρήσεις, τότε οι διαφορές στις αξιολογήσεις θα μπορούσαν να εκτιμούνται άμεσα για να δούμε αν υπάρχουν διαφορές στις κλίμακες. Ωστόσο, ορισμένες επιχειρήσεις δεν είχαν αξιολογηθεί από όλες τις εταιρείες που δημιουργεί τη δυνατότητα μεροληψίας της επιλογής του δείγματος.

Οι Cantor και Packer κατ' αρχάς προσπάθησαν να εντοπίσουν τους παράγοντες που επηρεάζουν την απόφαση μιας επιχείρησης να ζητήσει μια αξιολόγηση, και στη συνέχεια να αναλυθεί κατά πόσο υπήρχαν σημαντικές διαφορές μεταξύ των αξιολογήσεων από Moody's και S&P's και δύο άλλους οργανισμούς. Τα εμπειρικά αποτελέσματα ανέφεραν ότι οι επιχειρήσεις είχαν περισσότερες πιθανότητες να αποκτήσουν δύο ή περισσότερες αξιολογήσεις, αν ήταν μεγάλοι και έμπειροι εκδότες στις αγορές κεφαλαίου.

Ωστόσο, υπήρχαν ελάχιστες αποδείξεις ότι προσλαμβάνοντα τρίτες εταιρείες για να επιλύσουν την αβεβαιότητα σχετικά με τα αποτελέσματα των αξιολογήσεων ή για να αποσαφηνίσουν ρυθμιστικά εμπόδια.

Επιπλέον, ενώ οι κλίμακες αξιολόγησης των τρίτων εταιρειών φαίνεται να είναι κάπως υψηλότερες από ότι οι άλλες, υπήρχαν ελάχιστες αποδείξεις ότι οι αποφάσεις των εκδοτών για να τα χρησιμοποιήσουν επηρεάστηκαν από αυτό.

Οι Cantor και Packer (1996) μελέτησαν την επίδραση των ανακοινώσεων των αξιολογήσεων στα spreads και διαπίστωσαν ότι θετικές ανακοινώσεις των αξιολογήσεων ακολούθησαν στατιστικά σημαντικά τις κινήσεις αποδόσεων των ομολόγων στην αναμενόμενη κατεύθυνση, αλλά ότι οι αρνητικές ανακοινώσεις δεν παράγουν σημαντικές επιπτώσεις και ο αντίκτυπος των ανακοινώσεων για τις διαβαθμίσεις στα spreads ήταν πολύ ισχυρότερος για τις μη επενδυτικού βαθμού από ότι για τις επενδυτικού βαθμού κυβερνήσεις.

Οι Reisen και von Maltzan, χρησιμοποιώντας στοιχεία από 29 κυβερνήσεις τη περίοδο 1989 - 1997 και 152 ανακοινώσεις αξιολογήσεων, πρώτον, εξέτασαν την αλληλεπίδραση μεταξύ των spreads των κρατικών ομολόγων και εφαρμοσμένων αξιολογήσεων, αφού έλαβαν υπόψη την επίδραση των μακροοικονομικών καθοριστικών παραγόντων κινδύνου χώρας.

Ειδικότερα, εξέτασαν κατά πόσον οι πιστωτικές αξιολογήσεις προκαλούν κατά Granger τα κυβερνητικά spreads επιτοκίου μετά τον έλεγχο για μακροοικονομικούς δείκτες με μηνιαία συχνότητα. Αυτές οι τελευταίες μεταβλητές περιλάμβαναν τις αποδόσεις ολόκληρης της αγοράς μετοχών, τα συναλλαγματικά αποθέματα, τη πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία, τους όρους εμπορίου και τη βιομηχανική παραγωγή. Κατέληξαν ότι οι αξιολογήσεις προκαλούν κατά Granger τις διαφορές των αποδόσεων και αντίστροφα.

Ανέλαβαν επίσης μια μελέτη παρόμοια με εκείνη των Cantor και Packer (1996). Σε αυτό το εξεταζόμενο χρονικό διάστημα, μια σημαντική αλλαγή στην απόδοση των spread στην αναμενόμενη κατεύθυνση κατά τη διάρκεια της περιόδου ανακοίνωσης συνέβαινε μόνο όταν μια υποβάθμιση λάμβανε χώρα.

Τα αποτελέσματα αυτά έρχονται σε οξεία αντίθεση με εκείνα των Cantor και Packer, οι οποίοι βρήκαν σημαντικές επιπτώσεις μόνο για τις θετικές ανακοινώσεις. Ωστόσο, μια ομοιότητα μεταξύ των δύο μελετών είναι ότι οι Reisen και von Maltzan διαπίστωσαν ότι η μεγαλύτερη επίδραση των ανακοινώσεων είναι για τα κυβερνητικά spreads των αναδυόμενων αγορών.

Οι Cantor και Packer βρήκαν τις μεγαλύτερες συνέπειες για τα μη επενδυτικού βαθμού ομόλογα, τα οποία αντιστοιχούν σε εκείνα που εκδίδονται από τις αναδυόμενες αγορές.

Τα ποσοτικά μοντέλα είναι αδύναμα στο να εξηγήσουν διαφοροποιήσεις στις αξιολογήσεις μεταξύ των κρατών καθώς λαμβάνουν ισχυρά υπόψη ποιοτικά χαρακτηριστικά κοινωνικής και πολιτικής φύσεως. Οι δύο οίκοι γενικά βασίζονται στα ίδια κριτήρια με τη διαφορά ότι χρησιμοποιούν διαφορετικούς συντελεστές στάθμισης. Παραδείγματος χάρη η Moody's χρησιμοποιεί μεγαλύτερο συντελεστή στάθμισης για το εξωτερικό χρέος και μικρότερο για την ιστορική αδυναμία πληρωμής σε σχέση με τη Standard and Poor's.

Αν και οι χρηματοοικονομικές αγορές σχετικά συμφωνούν με τη διαβάθμιση των οίκων αξιολόγησης, για αξιολογήσεις χαμηλότερες της πρώτης κατηγορίας τείνουν να είναι πιο απαισιόδοξες καθώς οι αξιολογήσεις συνοψίζουν αποτελεσματικά τη πληροφόρηση που εμπεριέχεται στους μακροοικονομικούς δείκτες και μπορεί να περιέχουν περαιτέρω πληροφορίες που δεν είναι διαθέσιμες από άλλες δημόσιες πηγές.

Οι ανακοινώσεις των οίκων αξιολόγησης για μια μεταβολή στην εκτίμηση του κινδύνου χώρας φαίνεται να προηγούνται από μια παρόμοια μεταβολή στην αξιολόγηση των αγορών γεγονός που μπορεί να τις επηρεάσει. Επίσης η επίδραση της ανακοίνωσης ενός οίκου είναι μεγαλύτερη όταν επιβεβαιώνεται από την ανακοίνωση ενός άλλου οίκου ή από μια προηγούμενη ανακοίνωση

Αντίθετα οι προσδοκίες της αγοράς δεν μειώνουν σχεδόν καθόλου, τις επιπτώσεις της ανακοίνωσης διαβάθμισης. Τέλος η άμεση επίδραση μιας ανακοίνωσης στα spreads των αποδόσεων είναι μεγαλύτερη όταν γίνει από ένα πιστωτικό οίκο ή σχετίζεται με κερδοσκοπικού βαθμού πίστωση.

#### **3.4.6. Αποτελεσματικότητα των Αξιολογήσεων & Αδυναμίες**

Ασκήθηκε έντονη κριτική κατά τη διάρκεια της κρίσης του Μεξικού και της Ασίας στους οργανισμούς αξιολόγησης όταν κατηγορήθηκαν για παράλειψη επισήμανσης των κινδύνων που προϋπήρχαν. Η αδυναμία αυτή έχει αποδοθεί σε μια σειρά παραγόντων.

Πρώτον, οι οργανισμοί αξιολόγησης επηρεάζονται από την αποζημίωση που λαμβάνουν από τους εκδότες. Σύμφωνα με αυτό το επιχείρημα, θα διστάσουν να τους υποβαθμίσουν για να μην χαλάσουν τις σχέσεις που στηρίζουν την ροή εσόδων τους. Τα αντικίνητρα για υποβάθμιση από τους οργανισμούς αξιολόγησης είναι πολύ ισχυρά, δηλαδή να χτίσουν και να διατηρήσουν τη φήμη και την αξιοπιστία τους στα μάτια των επενδυτών. Επομένως, είναι απίθανο να τα θυσιάσουν σε αντάλλαγμα για τη βραχυπρόθεσμη αύξηση των εσόδων.

Δεύτερον, οι οργανισμοί υποτίθεται ότι είναι απρόθυμοι να υποβαθμίσουν τους εκδότες από φόβο για την επίσπευση της εκπλήρωσης των κρίσεων. Τέλος, ορισμένοι υποστηρίζουν ότι οι οργανισμοί αξιολόγησης είναι ανεπαρκώς στελεχωμένοι και οι μισθοί που προσφέρονται αδυνατούν να προσελκύουν εξαιρετικά ειδικευμένους αναλυτές.

Οι οργανισμοί αξιολόγησης δηλώνουν ομόφωνα ότι το ανθρώπινο δυναμικό καλύπτει πλήρως τις λειτουργικές τους δραστηριότητες. Αυτό σημαίνει ότι όσον αφορά στην εισερχόμενη πληροφορία πρέπει να επικεντρωθούν όχι στη ποσότητα αλλά την ποιότητά της.

Στο πλαίσιο της πρόσφατης χρηματοπιστωτικής κρίσης, ωστόσο, οι υψηλές αξιολογήσεις της Ταϊλάνδης, της Κορέας και της Ινδονησίας πριν από την κρίση απέτυχαν να συλλάβουν την έντονη οικονομική κρίση και την αρχική κακή διαχείριση, η οποία στη συνέχεια αντανακλάται στις απότομες υποβαθμίσεις σε αντίθεση με το Χονγκ Κονγκ και τη Μαλαισία. Επιπλέον, η Βραζιλία και η αρχικά χαμηλή βαθμολογία της Ρωσίας ως μη επενδυτικού βαθμού αντικατοπτρίζουν επαρκώς την σχετικά υψηλή δυνατότητα κρίσης και κακής διαχείρισης, η οποία έχει έκτοτε επικυρωθεί.

Ένα άλλο χαρακτηριστικό των οργανισμών αξιολόγησης είναι η διάρκειά τους. Όσο ισχυρότερη είναι η προγνωστική αξία των αξιολογήσεων, τόσο πιο ανθεκτικές είναι και λιγότερο συχνά αλλάζουν. Επηρεάζονται από κυκλικούς παράγοντες και η μακροπρόθεσμη αξιολόγηση αντικατοπτρίζει ένα τεράστιο λάθος στην αναλυτική κρίση ή καθυστερημένη αναγνώριση των αυξανόμενων κινδύνων λόγω έλλειψης αλλαγής βαθμολογίας. Οι βαθμολογίες είναι αρκετά σταθερές και δείχνουν ότι οι υψηλότερες βαθμολογίες διατηρούνται.

Οι εκδότες έχουν 60-70% πιθανότητα να κατατάσσονται στην ίδια κατηγορία πέντε χρόνια αργότερα και για τις χώρες επενδυτικού βαθμού 60-90% πιθανότητα να κατατάσσονται στην ίδια κατηγορία τρία χρόνια αργότερα. Παρόλα αυτά αρκετές χώρες που υποβαθμίστηκαν πιθανότατα να κατατάσσονται στην ίδια κατηγορία κατά τη διάρκεια της πρόσφατης χρηματοπιστωτικής αναταραχής.

Ένας άλλος σημαντικός παράγοντας είναι το ιστορικό και η αντοχή των αξιολογήσεων σε σχέση με την αγορά. Οι αξιολογήσεις αυξάνουν την αποτελεσματικότητα της αγοράς καθώς είναι σαφώς πιο σταθερές από ότι τα spreads στην αγορά, η οποία διακυμαίνεται καθημερινά και μερικές φορές με σημαντικά ποσά, έχουν όμως μεγαλύτερη ικανότητα πρόβλεψης;

Στην Ασία οι αγορές απέτυχαν να προβλέψουν την πρόσφατη χρηματοπιστωτική κρίση και την αντίστοιχη αύξηση του κινδύνου αθέτησης υποχρεώσεων ταυτόχρονα με τους οργανισμούς αξιολόγησης. Φαίνεται, επίσης, ότι οι οργανισμοί διέκριναν πιο αποτελεσματικά μεταξύ χωρών σε κρίση και μη σε σύγκριση με την αγορά, η οποία σχεδόν αδιακρίτως αποτιμούσε το χρέος σε όλους τους εκδότες πολύ υψηλότερα.

Το 2001 με τη χρεοκοπία της Enron παρατηρήθηκε ότι οι οίκοι αυτοί άργησαν να αντιδράσουν και υποβάθμισαν την εταιρεία αυτή μόλις πέντε ημέρες πριν το συμβάν. Η καθυστέρηση αυτή έγινε ιδιαίτερα εμφανής και με τη περίπτωση της Lehman Brother's το 2008. Σύμφωνα με τους οργανισμούς αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας, δηλώνουν φανερά ότι παρέχουν μια μακροπρόθεσμη προοπτική και όχι μια αξιολόγηση της τελευταίας στιγμής.

Η στρατηγική αυτή συνεπάγεται ότι οι οργανισμοί αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας θα έχουν πάντα μια καθυστέρηση στην αντίληψη μιας οποιαδήποτε κίνησης που αποτελεί το έναυσμα μιας συνεχούς ύφεσης ή βελτίωσης πόσο μάλλον όταν οι επενδυτές προτιμούν μια σταθερότητα στις αξιολογήσεις και οι εκδότες ομολόγων που πληρώνουν τους οίκους προτιμούν να μην υποβαθμιστούν.

Η καθυστέρηση αυτή των εταιρειών αξιολόγησης θέτει σε αμφιβολία την ύπαρξη τους όσον αφορά στη λειτουργία τους να παρέχουν χρήσιμη πληροφόρηση για την πιστοληπτική ικανότητα των χρηματαγορών.

Ένα πρόσφατο συμβουλευτικό έγγραφο της Επιτροπής της Βασιλείας προτείνει να επεκταθεί η χρήση των αξιολογήσεων πιστοληπτικής ικανότητας. Συγκεκριμένα, συντελεστές στάθμισης κινδύνου που βασίζονται σε αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας χωρών θα αντικαταστήσουν τη τρέχουσα διάκριση μεταξύ χωρών του ΟΟΣΑ και χωρών εκτός ΟΟΣΑ και προτείνει να χρησιμοποιηθούν κριτήρια επιλογής που ως στόχο θα έχουν να καθορίσουν ποιοι οργανισμοί αξιολόγησης θα είναι επιλέξιμοι για κανονιστικούς σκοπούς.

Η κύρια πηγή πληροφόρησης για όλους τους οργανισμούς αξιολόγησης είναι η επίσκεψη στη χώρα μία φορά το χρόνο ή πιο συχνά, η οποία συμπληρώνεται με συνεχή αλληλογραφία και επαφές όλο το χρόνο. Κατά τη διάρκεια της επί τόπου επίσκεψης, παίρνουν συνέντευξη από ένα ευρύ φάσμα ατόμων, συμπεριλαμβανομένου στελεχών του Υπουργείου Οικονομικών και της Κεντρικής Τράπεζας, εκπροσώπων του ιδιωτικού τομέα, και πολιτικών παραγόντων και παρατηρητών. Οι οργανισμοί συγκεντρώνουν, επίσης, τις απόψεις της Παγκόσμιας Τράπεζας και του ΔΝΤ, και των στατιστικών πόρων από πολυμερείς οργανισμούς, BIS, IIF, και τον ΟΟΣΑ.

Οι οργανισμοί αξιολόγησης έχουν ευρεία πρόσβαση στους υπευθύνους χάραξης πολιτικής και τους ανεξάρτητους παρατηρητές και στις διαθέσιμες πληροφορίες σχετικά με τις χώρες που αξιολογούν. Υποστηρίζουν τη διαφάνεια των δεδομένων του ΔΝΤ και τις προσπάθειες τυποποίησης. Οι αναλυτικές προσεγγίσεις είναι ποιοτικές και έχουν ως στόχο να αξιολογηθεί μια πληθώρα ποιοτικών παραγόντων και ποσοτικών δεικτών που επηρεάζουν τον κίνδυνο αθέτησης χώρας.

Η πληθώρα πληροφοριών μας επιτρέπει να εντοπίσουμε τους κυριότερους ποσοτικούς δείκτες, να εκτιμήσουμε την προβλεπτική ικανότητα των διαβαθμίσεων και να μετρήσουμε τον αντίκτυπο των ανακοινώσεών τους στην αγορά, πιο συγκεκριμένα τις άμεσες συνέπειες στην τιμολόγηση της αγοράς για θέματα μη επενδυτικού χαρακτήρα.

### 3.4.7. Αξιολογήσεις & Οικονομικοί Κύκλοι

Οι οργανισμοί αξιολόγησης ισχυρίζονται ότι τα αποτελέσματά τους δεν επηρεάζονται από τους οικονομικούς και επιχειρηματικούς κύκλους. Όμως τα αποτελέσματα αυτά αποτελούν αποφάσεις των ίδιων των οργανισμών και συχνά για εταιρείες που δεν υπάρχει έντονο ενδιαφέρον δεν αναθεωρούνται τακτικά. Μετά από εμπειρικές μελέτες βρέθηκε ότι οι αξιολογήσεις είναι προκυκλικές, δηλαδή παρουσιάζουν μεγάλη ευαισθησία σε σχέση με τον επιχειρηματικό κύκλο, είναι καλύτερες υπό όρους κατά τη διάρκεια μιας άνθησης και υπό όρους χειρότερες κατά τη διάρκεια μιας ύφεσης (Amato & Furfine, 2003).

Επίσης φάνηκε ότι οι αλλαγές των αξιολογήσεων παρουσιάζουν αυτοσυσχέτιση και δεν είναι ανεξάρτητες καθώς μετά από μια υποβάθμιση ακόλουθη πιο εύκολα μια υποβάθμιση παρά μια αναβάθμιση και στη διάρκεια του χρόνου οι αξιολογήσεις γίνονται κατά μέσο όρο χειρότερες ως πιθανό αποτέλεσμα των αυστηρότερων νομικών πλαισίων.

Οι αξιολογήσεις της πιστοληπτικής ικανότητας δεν έπρεπε να κυμαίνονται προκυκλικά. Δεν αποτελούν μέτρο απόλυτου κινδύνου πιθανότητας πτώχευσης αλλά σχετικού κινδύνου διαχωρίζοντας τις εταιρείες σε ασφαλή και επικίνδυνες σε ένα συγκεκριμένο χρονικό διάστημα. Αρχικά σχεδιάστηκαν για να εκφράζουν μακροπρόθεσμες απόψεις που δεν επηρεάζονται από βραχυπρόθεσμες αλλαγές στον επιχειρηματικό κύκλο.

Οι αξιολογήσεις γενικά χειροτερεύουν με τη πάροδο του χρόνου και αυτό μπορεί να είναι αποτέλεσμα της επιρροής από κυκλικούς παράγοντες. Μια ερμηνεία είναι ότι εφαρμόζονται αυστηρότερα πρότυπα αξιολόγησης.

Το ίδιο το χρηματοπιστωτικό σύστημα είναι προκυκλικό. Υψηλά επίπεδα ανάπτυξης οδηγούν σε μεγαλύτερης αξίας εξασφαλίσεις και τη χαλάρωση πιστωτικών περιορισμών που καθιστούν την πρόσβαση στη χρηματοδότηση μέσω δανεισμού ευκολότερη. Αλλά και οι προδιαγραφές τραπεζικών δανείων είναι πιο χαλαρές σε περιόδους ανάπτυξης σε σχέση με την αυστηρότητα που χαρακτηρίζει τις περιόδους ύφεσης.

Η ύφεση επέρχεται ραγδαία και συμβαίνει για μικρότερη χρονική διάρκεια σε αντίθεση με την ανάπτυξη που επέρχεται με αργούς ρυθμούς και έχει συνήθως μεγαλύτερη διάρκεια. Αυτές οι δύο φάσεις επηρεάζουν διαφορετικά τον οικονομικό κύκλο και επακόλουθα τις αξιολογήσεις στις οποίες η επίδραση των υφέσεων είναι πιο έντονη. Μάλιστα σε δυσχερείς οικονομικές συγκυρίες οι οργανισμοί αξιολόγησης έχουν την τάση να υποβαθμίζουν πιο εύκολα τις επιχειρήσεις.

Η μόχλευση μακροπρόθεσμη ή βραχυπρόθεσμη είναι ένα μέτρο κινδύνου που σχετίζεται με τη κεφαλαιακή δομή, δείχνει το μέγεθος των υποχρεώσεων της επιχείρησης και σχετίζεται αρνητικά με τις αξιολογήσεις. Εναλλακτικά εξετάζονται μέτρα που δείχνουν αν οι οικονομικές συνθήκες είναι σχετικά ισχυρές ή αδύναμες σε σύγκριση με το ποσοστό της βιώσιμης ανάπτυξης της οικονομικής δραστηριότητας.

Οι αριθμοδείκτες και τα θεμελιώδη μεγέθη επιπλέον μας παρέχουν αρκετά στοιχεία για τον επιχειρηματικό κίνδυνο. Αυξήσεις στα λειτουργικά έσοδα μετά τις αποσβέσεις θα έπρεπε να έχουν θετική επίδραση στις αξιολογήσεις. Υψηλό περιθώριο κέρδους είναι ενδεικτικό της ικανότητας της επιχείρησης να δημιουργήσει χρηματοροές και γενικότερα αντικατοπτρίζει την αξία των περιουσιακών της στοιχείων, στοιχείο που θα έπρεπε να έχει θετική επίδραση στις αξιολογήσεις.

Ο επιχειρηματικός κίνδυνος περιγράφεται από διάφορους παράγοντες: το μέγεθος της επιχείρησης, μεγαλύτερες επιχειρήσεις είναι περισσότερο αναγνωρίσιμες κατέχουν μεγαλύτερο μερίδιο αγοράς και συνεπώς έχουν μεγαλύτερη διαφοροποίηση και χαμηλότερο επιχειρηματικό κίνδυνο.

Εταιρείες με χαμηλές αξιολογήσεις είναι πιθανόν να είναι πιο ευαίσθητες στις κυκλικές διακυμάνσεις και υπόκεινται σε εντονότερο έλεγχο. Είναι ωστόσο χρονοβόρο και με μεγάλο κόστος να παρακολουθούνται όλες οι εταιρείες από τους οργανισμούς αξιολόγησης σε καθημερινή βάση που οδηγεί στην ακαμψία των αποτελεσμάτων τους.



Επομένως εξετάζοντας ένα δείγμα αξιολογήσεων που περιλαμβάνει τις αρχικές αξιολογήσεις και τις μετέπειτα αναθεωρήσεις μπορούμε να συμπεριλάβουμε εταιρείες που γνωρίζουμε πότε έχουν ελεγχθεί.

Τα αποτελέσματα από εμπειρικές μελέτες δείχνουν ότι δεδομένων των λοιπών παραγόντων σταθερών μια εταιρεία με αξιολόγηση AA χρειάζεται περίπου 7,5 χρόνια για να μεταβεί στη χαμηλότερη κλίμακα A και μια εταιρεία με αξιολόγηση BBB χρειάζεται περίπου 6,9 χρόνια για να μεταβεί στην υψηλότερη BB. Σχετικά με την προβλεπτική τους ικανότητα υπάρχει συνήθως απόκλιση κατά μια κατηγορία. Συγκεκριμένα τείνουν να υποεκτιμούν τις χαμηλότερες κατηγορίες και να υπερεκτιμούν τις υψηλότερες κατηγορίες με εξαίρεση τη χρεοκοπία D.

Στη περίπτωση που περιλαμβάνουμε στο δείγμα τις αρχικές αξιολογήσεις και τις αναθεωρήσεις τους παρατηρούμε ότι μια μεταβολή στη κατάσταση του οικονομικού κύκλου, δεδομένων των λοιπών παραγόντων σταθερών, αλλαγές στις αξιολογήσεις συμβαίνουν μόνο κατά μια κατηγορία. Χαρακτηριστικό είναι το γεγονός ότι επηρεάζονται οι ακραίες κατηγορίες, οι πολύ υψηλές και οι πολύ χαμηλές.

Οι οργανισμοί αξιολόγησης αναθεωρούν τις αξιολογήσεις λαμβάνοντας υπόψη περισσότερο τις μακροπρόθεσμες παρά τις βραχυπρόθεσμες διακυμάνσεις στη κατάσταση μιας επιχείρησης. Ο μικρός αριθμός αλλαγών και η έλλειψη ευαισθησίας στους οικονομικούς κύκλους μπορεί να υποκρύπτει έλλειψη συχνών ελέγχων. Ωστόσο όταν πραγματοποιούνται αλλαγές στις αξιολογήσεις τείνουν να υπερβάλλουν λαμβάνοντας υπόψη τη κατάσταση της συνολικής οικονομίας και γίνονται πιο αισιόδοξοι/απαισιόδοξοι στην περίοδο ανάπτυξης/ύφεσης.

Οι οργανισμοί είναι ανένδοτοι στο ότι δεν ενσωματώνουν ευθέως την ψυχολογία της αγοράς στις διαβαθμίσεις (αν και χρησιμοποιούν τις τιμές της αγοράς σαν διαγνωστικό εργαλείο) αλλά αντιθέτως κάνουν κάθε προσπάθεια να αποκλείσουν προσδοκίες της αγοράς σχετικά με τις κυκλικές διακυμάνσεις.

### 3.4.8. Διαφάνεια Τραπεζών & Αξιολογήσεις

Οι τράπεζες και οι ασφαλιστικές επιχειρήσεις είναι εγγενώς πιο αδιαφανείς από ότι άλλες επιχειρήσεις. Η αβεβαιότητα για τις τράπεζες προέρχεται από τα δάνεια και τα περιουσιακά τους στοιχεία. Η ύπαρξη και μεταρρύθμιση της τραπεζικής νομοθεσίας είναι απαραίτητη, οι κίνδυνοι που λαμβάνονται κατά τη διαδικασία της διαμεσολάβησης είναι δύσκολο να παρατηρηθούν. Χωρίς τη σταθεροποίηση της κυβέρνησης -ασφάλιση καταθέσεων, δανειστής εσχάτης ανάγκης, εποπτεία και ρύθμιση των τραπεζικών κινδύνων- η αδιαφάνεια των τραπεζών εκθέτει το σύνολο του χρηματοπιστωτικού συστήματος σε συστημικό κίνδυνο. Μεταξύ των προτεινόμενων πυλώνων της μεταρρύθμισης είναι η αυξημένη πειθαρχία της αγοράς των τραπεζών, μέσω υποχρεωτικής έκδοσης χρέους μειωμένης εξασφάλισης από τράπεζες ή εταιρείες χαρτοφυλακίου, και η αύξηση της διαφάνειας των τραπεζών μέσω της αυξανόμενης δημοσιοποίησης.

Ως "εξουσιοδοτημένοι ελεγκτές" οι τράπεζες υποτίθεται ότι πρέπει να δανείζουν σε δανειολήπτες που απαιτούν εντατικό έλεγχο και παρακολούθηση. Δάνεια σε αδιαφανείς δανειολήπτες, ωστόσο, μπορεί να προκαλέσουν αδιαφανείς τράπεζες (Morgan, 2002).

Η υψηλή μόχλευση στις τράπεζες μπορεί να επιτείνει την αβεβαιότητα επί των περιουσιακών στοιχείων τους. Τα περιουσιακά στοιχεία παρουσιάζουν στους τραπεζίτες άφθονες ευκαιρίες για υψηλή μόχλευση. Οι οργανισμοί αξιολόγησης διακρίνουν τις τράπεζες και τις ασφαλιστικές εταιρείες από άλλα είδη επιχειρήσεων γιατί είναι περισσότερο αδιαφανείς.

Αν η υποτιθέμενη αδιαφάνεια των τραπεζών καθιστά τους κινδύνους πιο δύσκολο να ποσοτικοποιηθούν, θα πρέπει να παρατηρήσουμε πιο συχνή και ευρύτερη διαφωνία στις αξιολογήσεις των τραπεζών. Η αυξημένη αβεβαιότητα σε πιο αδιαφανείς τομείς συνεπάγεται μεγαλύτερο κίνδυνο υπερτιμολόγησης και υποτιμολόγησης, αλλά από τη στιγμή που ο συντηρητικός εκτιμητής ανησυχεί περισσότερο για την υπερτίμηση, σφάλει περισσότερο σχετικά με την ασφαλή πλευρά στους πιο αδιαφανή τομείς.

Η διαφορά στις τράπεζες εντοπίζεται στα περιουσιακά τους στοιχεία. Πάγια περιουσιακά στοιχεία, όπως εγκαταστάσεις, τείνουν να μειώσουν τις διαφορές μεταξύ των οργανισμών αξιολόγησης, αλλά φυσικά, αυτού του είδους περιουσιακά στοιχεία είναι σπάνια στις τράπεζες. Το κεφάλαιο, ένας άλλος σπάνιος πόρος τραπεζών, προκαλεί επίσης μικρότερες διαφορές, τόσο άμεσα όσο και έμμεσα, μέσω της αλληλεπίδρασης με διάφορα περιουσιακά στοιχεία.

Η διαφορά μεταξύ των βαθμολογητών για τις τράπεζες δεν είναι συμμετρική, αλλά μονόπλευρη, ιδιαίτερα εάν ένα εκτιμητής είναι πιο συντηρητικός από έναν άλλο. Η ασυμμετρία μεταξύ των βαθμολογητών θα είναι πιο έντονη σε πιο αδιαφανείς τομείς. Αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας έτειναν να είναι χαμηλότερες σε αυτές τις περιπτώσεις όχι μόνο για τις τράπεζες αλλά σε γενικές γραμμές.

Όταν ένας οργανισμός αξιολογεί πιο συντηρητικά από έναν άλλο, οι διαφορές μεταξύ τους θα είναι προφανώς μονόπλευρες και ακόμη περισσότερο στους πιο αδιαφανείς τομείς. Η αβεβαιότητα για τον ακριβή κίνδυνο μιας επιχείρησης θα προκαλέσει τους οργανισμούς αξιολόγησης να υπερεκτιμήσουν κάποιες σχετικά ριψοκίνδυνες επιχειρήσεις και να υποτιμήσουν κάποιες σχετικά ασφαλείς επιχειρήσεις. Οι συντηρητικοί βαθμολογητές ανησυχούν περισσότερο για το ενδεχόμενο υπερτιμολόγησης, ώστε να επιλέξουν να σφάλουν προς την ασφαλή πλευρά με την εφαρμογή αυστηρότερων προτύπων.

Η διαφορά στα πρότυπα προκαλεί μονόπλευρες διακρίσεις γενικά, σε όλους τους τομείς, και περισσότερο σε αδιαφανείς τομείς, επειδή ο αυξημένος κίνδυνος της υπερτιμολόγησης προκαλεί τον πιο συντηρητικό εκτιμητή να εφαρμόζει ακόμη πιο αυστηρά πρότυπα στον τομέα αυτό. Στην ουσία, συντηρητικοί βαθμολογητές σφάλουν περισσότερο σχετικά με την ασφαλή πλευρά σε περισσότερο αδιαφανείς τομείς, πράγμα που σημαίνει πιο μονόπλευρες διαφορές.

Η μοναδική φύση των περιουσιακών στοιχείων των τραπεζών, σε συνδυασμό με την υψηλή μόχλευση τους, δημιουργεί αβεβαιότητα για τους επενδυτές και αναλυτές. Σε σύγκριση με άλλες επιχειρήσεις, οι τράπεζες έχουν πολύ λίγα περιουσιακά στοιχεία.

Η απουσία των παγίων στοιχείων του ενεργητικού μπορεί να προκαλέσει και άλλα προβλήματα μεταξύ των ιδιοκτητών και διευθυντών των τραπεζών και των πιστωτών της. Τα χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία κατά κανόνα μπορεί να δημιουργήσουν αβεβαιότητα ασφάλειας για τους επενδυτές της τράπεζας. Οι αποταμιευτές αναθέτουν αυτό το ρόλο παρακολούθησης σε τράπεζες ή άλλους μεσάζοντες. Αυτή η εξουσιοδότηση μπορεί να είναι αποτελεσματική από την άποψη της κατανομής των κεφαλαίων, αλλά η αδιαφάνεια μπορεί να είναι μια αναπόφευκτη συνέπεια.

Σε αντίθεση με τα τραπεζικά δάνεια οι συναλλαγές περιουσιακών στοιχείων είναι διαφανείς και μεγαλύτερης ρευστότητας. Οι έμποροι μπορούν να αλλάξουν τις θέσεις πολύ γρήγορα. Η ρευστότητα δίνει τη δυνατότητα εμπορικών συναλλαγών και οι συναλλαγές αυτές είναι δύσκολο να ελεγχθούν.

Επιδείνωση της αβεβαιότητας σε αυτά τα είδη των περιουσιακών στοιχείων προκαλεί η υψηλή μόχλευση στις τράπεζες. Εκτός από τους εγγενείς κινδύνους που συνδέονται με την υψηλή μόχλευση, οι μοχλευμένες επιχειρήσεις έχουν την τάση να αναλάβουν μεγαλύτερο κίνδυνο από ότι ζήτησαν οι πιστωτές. Οι τράπεζες μπορούν να πραγματοποιήσουν την αντικατάστασή αυτού του περιουσιακού στοιχείου τους μετά την αναδοχή του δανείου με πιο ριψοκίνδυνες στρατηγικές διαπραγμάτευσης. Οι τράπεζες με υψηλά επίπεδα κεφαλαίου τείνουν να έχουν καλή ποιότητα του ενεργητικού και συντηρητικές στρατηγικές, ενώ τράπεζες με χαμηλά επίπεδα κεφαλαίου συχνά είναι επιθετικές και επιρρεπείς κινδύνους.

Η αβεβαιότητα συνδέεται επίσης με την ασύμμετρη πληροφόρηση. Στο επίκεντρο του ενδιαφέροντος του κάθε δανειστή είναι κατά πόσο ο δανειζόμενος δύναται να εκπληρώσει τις υποχρεώσεις του.

Σε αυτό το σημείο είναι ουσιαστική η συμβολή των οίκων αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας καθώς εξαλείφουν το πρόβλημα της ασύμμετρης πληροφόρησης αξιολογώντας τη πιστωτική ποιότητα των ομολόγων που εκδίδονται από εταιρείες και κυβερνήσεις.

Η λογική της χρήσης των αξιολογήσεων, και της αυξανόμενης δημοτικότητάς τους πηγάζει από την ικανότητα τους να παρέχουν πληροφορίες οικονομικών κλίμακας και από την συνεισφορά τους στη λύση του προβλήματος διαμεσολάβησης. Η σχετική αδιαφάνεια των τραπεζών παρέχει κάποια δικαιολογία για την κρατική παρέμβαση στην τραπεζική αγορά, δεδομένου ότι διατρέχει συστημικό κίνδυνο και άλλα στελέχη του προέρχονται τελικά από την αδιαφάνεια των περιουσιακών στοιχείων των τραπεζών.

### **3.5. Φήμη - Ανταγωνισμός - Ποιότητα**

Οι δίκαιες και ακριβείς αξιολογήσεις παίζουν σημαντικό ρόλο στο χρηματοοικονομικό σύστημα. Ο ανταγωνισμός ωστόσο αποτελεί εμπόδιο οδηγώντας τους οργανισμούς αξιολόγησης σε περισσότερο ευνοϊκές και λιγότερο πληροφοριακές αξιολογήσεις που επηρεάζουν τη φήμη τους.

Η πιστωτική διαβάθμιση είναι η αξιολόγηση πιστοληπτικής ικανότητας μιας επιχείρησης ή ενός χρεογράφου, με βάση το ιστορικό δανεισμού και αποπληρωμής του εκδότη, στοιχεία ενεργητικού και παθητικού και της συνολικής απόδοσης της επιχείρησης. Αυτές οι αξιολογήσεις εκπληρώνουν μια βασική λειτουργία της διαβίβασης των πληροφοριών στις αγορές χρέους.

Οι εκδότες ζητούν αξιολογήσεις για διάφορους λόγους, συμπεριλαμβανομένης της βελτίωσης της εμπορευσιμότητας ή της τιμολόγησης των οικονομικών υποχρεώσεών τους, της βελτίωσης της εμπιστοσύνης των επιχειρηματικών τους αντισυμβαλλομένων κ.α.

Ορισμένες κατηγορίες θεσμικών επενδυτών υποχρεούνται να στηρίζονται στις αξιολογήσεις για τις επενδυτικές αποφάσεις τους. Υπάρχει επίσης μια σειρά ρυθμιστικών περιορισμών αναγκάζοντας ορισμένους επενδυτές να κατέχουν χρεόγραφα μόνο επενδυτικού βαθμού (δηλαδή, με πιστοληπτική ικανότητα BBB ή καλύτερα).

Η επαγγελματική σχέση που χτίζουν με τους πελάτες είναι μακρόχρονη και βασίζεται στις αξίες και τις νόρμες που μοιράζονται, στη ποιότητα των υπηρεσιών, στην εμπιστοσύνη που σχετίζεται με την και τις διαπροσωπικές σχέσεις, το προσανατολισμό στο πελάτη και τη συνεργασία (Chan-Lay & Sy, 2006).

Πολλές φορές οι οργανισμοί αξιολόγησης λαμβάνουν υπόψη τις απόψεις των θεσμικών επενδυτών για τις επιχειρήσεις και τις ενσωματώνουν στα αποτελέσματά τους. Η φήμη, οι αξίες και νόρμες και η μεθοδολογία αξιολογούνται ως πολύ σημαντικά συστατικά της ποιότητας.

Η παροχή αξιόπιστων αξιολογήσεων επομένως, είναι περίπλοκη εξαιτίας της ιδιόμορφης διάρθρωση της αγοράς του κλάδου. Οι βαθμολογίες που εκδίδονται από τους οργανισμούς αξιολόγησης, δημοσιοποιούνται δωρεάν και χρεώνονται οι εταιρείες οι οποίες αξιολογούνται. Οι εταιρείες αυτές θα προτιμούσαν αντί των πραγματικών αξιολογήσεων κάποιες πιο ευνοϊκές γεγονός που δημιουργεί ένα πρόβλημα υπηρεσιών εφόσον αποτελούν τη πηγή εσόδων των οργανισμών αξιολόγησης και έτσι δυνητικά θα θέσουν σε κίνδυνο την ποιότητα των αξιολογήσεων πιστοληπτικής ικανότητας. Το βασικό χαρακτηριστικό που θέτει την κατάσταση υπό έλεγχο είναι η ανησυχία των εταιρειών για τη φήμη τους ως πάροχοι ειλικρινών και ακριβών αξιολογήσεων.

Ο σχηματισμός φήμης μπορεί να βοηθήσει την υποστήριξη παροχής ποιότητας σε αγορές όπου προβλήματα πληροφόρησης την εμποδίζουν. Ωστόσο, η ποιότητα των προϊόντων του πωλητή μπορεί να αξιολογηθεί μόνο μετά τη χρήση. Η ρύθμιση, η κατασκευή και η συντήρηση της φήμης επηρεάζεται αρκετά από τον ανταγωνισμό, και συνήθως προς το χειρότερο.

Ο ανταγωνισμός θα μειώσει το αποτελεσματικότητα του μηχανισμού φήμης για δύο λόγους. Πρώτον, η φήμη είναι πολύτιμη μόνο αν προσφέρει μελλοντικά έσοδα. Δεδομένου ότι ο ανταγωνισμός μειώνει συνήθως τα μισθώματα, τα κίνητρο για τη διατήρηση της φήμης είναι αντίστοιχα μειωμένο. Δεύτερον, ο πειρασμός για μείωση των τιμών ώστε να προσελκύσουν επιχειρήσεις μπορεί να είναι ισχυρότερος, υπονομεύοντας και πάλι την φήμη για υψηλή ποιότητα των αξιολογήσεων της (Becker & Milbourn, 2010).

Από την άλλη πλευρά, ο ανταγωνισμός μπορεί να ενισχύσει την αποτελεσματικότητα της φήμης, αν η ύπαρξη ανταγωνιστικής επιλογής χρησιμοποιείται για να κάνει την απώλεια φήμης πραγματική απειλή. Ως εκ τούτου, η ποιότητα των αξιολογήσεων θα μπορούσε να αυξηθεί με τον ανταγωνισμό.

Η βιομηχανία πιστωτικών αξιολογήσεων παρέχει ένα φυσικό περιβάλλον για τη μελέτη της επίδρασης του ανταγωνισμού στη φήμη και την ικανότητά της να περιορίσει τα πιθανά προβλήματα των οργανισμών. Στην αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας, υπάρχουν τρία μέρη: οι οργανισμοί διαβάθμισης, οι επιχειρήσεις και οι επενδυτές. Οι οργανισμοί διαβάθμισης έχουν φήμη για την ποιότητα των αξιολογήσεων τους. Οι επενδυτές προσπαθούν να καθορίσουν την αξία των τίτλων χρησιμοποιώντας αυτές τις αξιολογήσεις είτε επιβάλλεται από νομοθετικές ρυθμίσεις. Οι επιχειρήσεις πρέπει να επιλέξουν ποιους οργανισμούς αξιολόγησης θα χρησιμοποιήσουν.

Οι θεωρίες φήμης θα ισχύουν για το τομέα της αξιολόγησης μόνο εάν οι επενδυτές και οι εκδότες αποδέχονται την υπάρχουσα φήμη και η παροχή της ποιότητας πρέπει να δημιουργεί ένα εύλογο κόστος, επειδή απαιτείται η συμβολή ειδικευμένου εργατικού δυναμικού.

Η αύξηση του μεριδίου αγοράς της Fitch, ως μέτρο ανταγωνισμού που αντιμετωπίζουν οι άλλες εταιρείες αξιολόγησης, S&P's και Moody's, έχει επιπτώσεις στην οικοδόμηση φήμης. Πρώτον, οι αξιολογήσεις που εκδίδονται από τις S&P's και Moody's βελτιώθηκαν καθώς ο ανταγωνισμός αυξάνεται. Δεύτερον, η συσχέτιση μεταξύ των αποδόσεων των ομολόγων και των αξιολογήσεων μειώθηκε. Τρίτον, εμφανίζονται αλλαγές στις αντιδράσεις τιμών μετοχών σε υποβαθμίσεις εταιρειών, μάλιστα η πτώση των τιμών είναι μεγαλύτερη όταν η υποβάθμιση συμβαίνει από την κατηγορία του επενδυτικού βαθμού στη κατηγορία του κερδοσκοπικού βαθμού.

Παρόλα αυτά τα αποτελέσματα αυτά μπορεί να είναι παραπλανητικά γιατί μπορεί η είσοδος μιας τρίτης εταιρείας αξιολόγησης στον κλάδο να συμπίπτει με περίοδο καλύτερων αποδόσεων. Δεν σημαίνει απαραίτητα κακή συμπεριφορά από τους οργανισμούς αξιολόγησης, μόνο ότι η ισορροπία στον τομέα της αξιολόγησης βασίζεται στα μισθώματα για να ανταμείψει τη δαπανηρή οικοδόμησης της φήμης σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα, και ότι η απουσία αυτών μειώνει τη φήμη τους. Δεύτερον, ο ανταγωνισμός μπορεί να μειώσει τα ολιγοπωλιακά μισθώματα.

Η υψηλής ποιότητας βαθμολογία θα πρέπει να είναι ακριβής, κατατοπιστική και ειλικρινής. Ως εκ τούτου, οι χαμηλότερης ποιότητας αξιολογήσεις, που επηρεάζονται περισσότερο από τις προτιμήσεις του εκδότη, είναι πιο ευνοϊκές για τους εκδότες και λιγότερο πληροφοριακές για την ποιότητα πίστωσης, θα είναι κατά μέσο όρο καλύτερες, δηλαδή, αξιολογήσεις πιο κοντά στην AAA κατηγορία.

Αν τα πρότυπα αξιολογήσεων επιδεινωθούν καθώς αυξάνεται ο ανταγωνισμός, οι υποβαθμίσεις θα πρέπει να είναι χειρότερες ειδήσεις δεδομένου ότι η υποβάθμιση έχει αποτύχει να περάσει ένα ακόμα χαμηλότερο όριο ποιότητας από ότι αρχικά. Αντιστρόφως, εάν τα πρότυπα αξιολογήσεων βελτιωθούν καθώς αυξάνεται ο ανταγωνισμός, οι υποβαθμίσεις θα πρέπει να οδηγήσουν σε μικρότερες τιμές μετοχών επειδή η υποβάθμιση γίνεται με αυστηρότερα πρότυπα ποιότητας.

Αν οι αξιολογήσεις είναι χαμηλότερης ποιότητας και πληροφόρησης, τότε είναι πιθανό οι επιχειρήσεις να έχουν μια προτίμηση για ευνοϊκότερες αξιολογήσεις. Ειδικότερα, πιο υπερχρεωμένες επιχειρήσεις είναι πιθανότερο να ενδιαφέρονται περισσότερο για τις αξιολογήσεις από λιγότερο χρεωμένες επιχειρήσεις. Οι επιπτώσεις του ανταγωνισμού θα είναι ισχυρότερες για τις επιχειρήσεις με υψηλότερη μόχλευση.

Ο ανταγωνισμός ωθεί τις αξιολογήσεις προς το υψηλότερο άκρο της κλίμακας αξιολόγησης (δηλαδή, προς την κατηγορία AAA). Αξιολογήσεις επενδυτικού βαθμού (δηλαδή κατηγορίας BBB- και πάνω) είναι πιο συχνές με υψηλό ανταγωνισμό, και αξιολογήσεις ομολόγων υψηλού κινδύνου (δηλαδή BB+ και κάτω) είναι πιο συχνές με χαμηλό ανταγωνισμό. Με άλλα λόγια, ο ανταγωνισμός συσχετίζεται με υψηλότερες βαθμολογίες.

Η επίδραση του ανταγωνισμού πρέπει να είναι εντονότερα αισθητή για τις επιχειρήσεις που ενδιαφέρονται περισσότερο για τις αξιολογήσεις τους. Χωρίς εξαίρεση, οι αλληλεπίδραση του ανταγωνισμού και του χρέους είναι θετική και ιδιαίτερα σημαντική. Αυτό είναι σύμφωνο με το επιχείρημα ότι ο ανταγωνισμός κάνει τους οργανισμούς αξιολόγησης να ανταποκρίνονται περισσότερο στις προτιμήσεις εταιρειών.



Ο ανταγωνισμός μειώνει το πληροφοριακό περιεχόμενο των αξιολογήσεων. Το συμπέρασμα είναι ότι οι αξιολογήσεις της πιστοληπτικής ικανότητας είναι λιγότερο ενημερωτικές για τις αποδόσεις όταν ο ανταγωνισμός είναι ισχυρότερος. Συνολικά, αυτό υποστηρίζει τις θεωρίες που προβλέπουν χαμηλότερη ποιότητα (λιγότερο πληροφόρηση) όταν υπάρχει μεγαλύτερος ανταγωνισμός.

Η μείωση της ποιότητας στις αξιολογήσεις θα μπορούσε να έχει δύο αντιφατικές επιδράσεις. Πρώτον, χαμηλότερης ποιότητας αξιολογήσεις θα πρέπει να αντιστοιχούν σε μείωση της ποιότητας των πιστωτών σε κάθε κατηγορία. Υπάρχει επίσης μια δεύτερη, μακροπρόθεσμη επίδραση αυτών των μεταβολών της ποιότητας. Αυτό σχετίζεται με το μειωμένο συνολικό πληροφοριακό περιεχόμενο που αντικατοπτρίζει του παράγοντες αυτούς, εκτός από την απλή πιστωτική ποιότητα.

Χαμηλής ποιότητας αξιολογήσεις αντανακλούν και άλλους παράγοντες εκτός από το μίσθωμα και οι αξιολογήσεις θα είναι λιγότερο συσχετισμένες με τη πιστοληπτική ικανότητα των δανειοληπτών. Κατά πάσα πιθανότητα θα τείνουν να μειώσουν την ποσότητα των πληροφοριών που αντιστοιχεί στις υποβαθμίσεις.

Ο ανταγωνισμός μετέβαλλε τις αξιολογήσεις σε πιο επιεικείς και μείωσε τον πήχη της ποιότητας για υποβαθμίσεις, καθιστώντας τις αναγγελθείσες υποβαθμίσεις χειρότερα νέα και τις σχετικές αποδόσεις μετοχικού κεφαλαίου πιο αρνητικές.

Οι αξιολογήσεις της πιστοληπτικής ικανότητας εκτελούν μια λειτουργία κρίσιμης σημασίας για το χρηματοπιστωτικό σύστημα. Η ποιότητα των αξιολογήσεων σίγουρα διατηρείται εν μέρει από το ενδιαφέρον για τη φήμη τους. Πρώτον, ο ανταγωνισμός συνδέεται με φιλικές αξιολογήσεις (είναι πιο κοντά στην υψηλότερη βαθμολογία AAA). Δεύτερον, οι αξιολογήσεις και οι αποδόσεις ομολόγων είναι λιγότερο συσχετισμένες (εξαρτάται από την ενημέρωση του κοινού σχετικά με τα ομόλογα και τους εκδότες). Τρίτον, τουλάχιστον βραχυπρόθεσμα, οι τιμές των μετοχών αντιδρούν περισσότερο σε υποβαθμίσεις όσο ο ανταγωνισμός αυξάνεται, ιδιαίτερα για υποβαθμίσεις μη επενδυτικού βαθμού.

Τα αποτελέσματα αυτά ενδέχεται να έχουν αρνητικές πολιτικές επιπτώσεις. Για τις ρυθμιστικές αρχές ο αυξανόμενος ανταγωνισμός στον τομέα της αξιολόγησης ενέχει τον κίνδυνο να θίγει ο μηχανισμός φήμης που κρύβεται πίσω από την παροχή καλής ποιότητας αξιολογήσεων. Το σύστημα θα λειτουργεί καλύτερα όταν ο ανταγωνισμός δεν είναι έντονος.

Τα αποτελέσματα για το επίπεδο του ανταγωνισμού και η αποδοτικότητα των μηχανισμών φήμης προσφέρει υποστήριξη για τα μοντέλα που υποστηρίζουν ότι ο ανταγωνισμός μειώνει τα μελλοντικά έσοδα και αυξάνει τα βραχυπρόθεσμα κέρδη, καθιστώντας έτσι την φήμη δύσκολο να διατηρηθεί. Προφανώς, οι επιπτώσεις αυτές ενδέχεται να μην ισχύουν σε άλλες αγορές.

Τέλος το καθεστώς του ολιγοπωλίου κατέστησε τις εταιρείες αυτές να ενδιαφέρονται λιγότερο για τη φήμη τους. Οι κριτικές που δέχτηκαν οι εταιρείες για την αργή αντίδραση τους στη μεταβολή της διαβάθμισης των ομολόγων από επενδυτικά σε κερδοσκοπικά συνοδεύτηκαν από τα απαραίτητα μέτρα.

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς επέτρεψε την είσοδο περισσότερων εταιρειών στην κατηγορία των εθνικά αναγνωρισμένων στατιστικών οργανισμών αξιολόγησης, καθιέρωσε ορισμένα κριτήρια, επέβαλλε περιορισμούς στη σύγκρουση συμφερόντων που απαιτούσαν μεγαλύτερη διαφάνεια και έτσι περιορίστηκε η εξουσία της. Οι ρυθμιστικές προσπάθειες απέφεραν ορισμένα προβλήματα όπως περιόρισαν την ευλυγισία, αύξησαν το κόστος και έγιναν επιφυλακτικοί με τις καινοτομίες.

## 4. Εμπειρική Ανάλυση

### 4.1. Δεδομένα

Για το αντικείμενο της παρούσας διατριβής συγκρίναμε τρεις δείκτες πιθανότητας πτωχεύσεως τραπεζών για δώδεκα ευρωπαϊκές χώρες (Αυστρία, Βέλγιο, Δανία, Γαλλία, Γερμανία, Ελλάδα, Ιρλανδία, Ιταλία, Ολλανδία, Πορτογαλία, Ισπανία και Ηνωμένο Βασίλειο) το χρονικό διάστημα 2000 έως 2010. Επιλέξαμε πέντε μεγάλες τράπεζες για κάθε χώρα για το λόγο της συγκέντρωσης όσο δυνατόν περισσότερων στοιχείων και για τους τρεις δείκτες παράλληλα.

Για τον υπολογισμό του z-score συλλέξαμε λογιστικά δεδομένα για εξήντα τράπεζες των ανωτέρω χωρών από τη βάση δεδομένων Bankscore που αφορούσαν στη χρονική περίοδο 1996 έως 2000. Ωστόσο, χρησιμοποιήσαμε μόνο το z-score των ετών εκείνων για το οποίο υπήρχαν δεδομένα για κάθε έτος της πενταετίας βάση του τύπου υπολογισμού (1), ώστε να μην αλλοιωθούν τα αποτελέσματα.

Για τον υπολογισμό των πιστοληπτικών διαβαθμίσεων συλλέξαμε από τη βάση δεδομένων Bloomberg, για τις ίδιες τράπεζες, τις αλλαγές στις αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας για τη χρονική περίοδο 2000 έως 2010, όπου αυτό ήταν δυνατό. Ως κύρια εταιρεία αξιολόγησης επιλέχθηκε η Standard and Poor's (S&P), έπειτα η Moody's και τέλος η Fitch, καθώς είναι γνωστό ότι η κάθε εταιρεία αξιολόγησης δεν αξιολογεί όλες τις τράπεζες. Μετατρέψαμε τις αξιολογήσεις σε αριθμητική κλίμακα με βάση τους Cantor & Packer (1994) όπως στον Πίνακα (2).

Ο τρίτος δείκτης που επιθυμούσαμε να υπολογίσουμε αρχικά ήταν η 'απόσταση χρεοκοπίας' (distance to default). Ωστόσο, η βάση δεδομένων του Bloomberg υπολογίζει την 'απόσταση χρεοκοπίας' (distance to default) μόνο για μη χρηματοοικονομικά ιδρύματα με συνέπεια την έλλειψη δεδομένων που είχε ως αποτέλεσμα να υπολογίσουμε την πιθανότητα χρεοκοπίας προσεγγίζοντας την αγορά των CDS. Συλλέξαμε δεδομένα που αφορούσαν στην τιμή δεκαετούς CDS των χωρών για το χρονικό διάστημα 2000 έως 2010 και ορισμένων τραπεζών. Δεν έχουν πάρει όλες οι τράπεζες στο δείγμα μας θέση σε CDS (Πίνακας 3).

Εφόσον ολοκληρώθηκε η συλλογή δεδομένων εισάγαμε τα δεδομένα σε υπολογιστικά φύλλα ταξινομώντας τα σε χρονολογική σειρά ξεκινώντας από 03/01/2000 έως 31/12/2010 και σχηματίσαμε γραφήματα για κάθε χώρα. Τα γραφήματα περιλαμβάνουν το z-score, την πιστοληπτική διαβάθμιση, την τιμή του CDS για κάθε τράπεζα και την τιμή του CDS για κάθε χώρα.

Στον πρωτεύων κατακόρυφο άξονα (αριστερά) εμφανίζονται οι τιμές του CDS, στο δευτερεύων κατακόρυφο άξονα (δεξιά) εμφανίζονται οι τιμές του z-score και της πιστοληπτικής διαβάθμισης και στον οριζόντιο άξονα, τον άξονα του χρόνου δεν έχουμε εισάγει τις ημέρες Σάββατο και Κυριακή.

#### **4.2. Ποιοτική Ανάλυση**

Στο γράφημα της Αυστρίας για την BAWAG (Γράφημα 1) παρατηρούμε κυρίως ότι το CDS της χώρας εμφανίζει την ίδια εικόνα με το CDS της τράπεζας με τη διαφορά ότι το δεύτερο είναι ελαφρώς μετατοπισμένο προς τα πάνω και αρχικά, τουλάχιστον για την άνοδο, προς τα δεξιά. Οι αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας είναι αρχικά υψηλές ύστερα μειώνονται και τη τελευταία χρονική περίοδο 2007 έως 2010 παραμένουν σταθερές σε χαμηλά επίπεδα. Το z-score εμφανίζει μια οριακή αύξηση την ίδια χρονική περίοδο.

Στο γράφημα του Βελγίου για την Fortis (Γράφημα 2) παρατηρούμε ότι το CDS της χώρας ξεκινά στα τέλη του 2008 παράλληλα με την εμφάνιση ενός μέγιστου στο CDS της τράπεζας και έπειτα ακολουθούν την ίδια πορεία. Οι αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας εμφανίζουν μια απότομη μείωση το ίδιο διάστημα και έπειτα αρχίζουν να αυξάνονται μέχρι το 2010. Το z-score εμφανίζει μια οριακή αύξηση τα δύο τελευταία έτη.

Στο γράφημα της Δανίας για την Danske (Γράφημα 3) παρατηρούμε κυρίως ότι το CDS της χώρας ξεκινά πιο αργά από το CDS της τράπεζας, τέλη του 2008 και είναι μετατοπισμένο προς τα κάτω. Οι αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας είναι αρχικά υψηλές και σχετικά σταθερές για μεγάλο χρονικό διάστημα και μειώνονται μετά την εμφάνιση του κρατικού CDS. Το z-score εμφανίζει μια μεγάλη μείωση και οριακή αύξηση την ίδια χρονική περίοδο.

Στο γράφημα της Γαλλίας για την Societe Generale (Γράφημα 4) παρατηρούμε ότι το CDS της χώρας εμφανίζει την ίδια εικόνα με το CDS της τράπεζας με τη διαφορά ότι το δεύτερο είναι ελαφρώς μετατοπισμένο προς τα πάνω και αριστερά. Εξαίρεση αποτελεί το «καρφί» που εμφανίζεται στην εκκίνηση του κρατικού CDS και κάποιες έντονες κορυφές του CDS της τράπεζας. Οι αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας αρχίζουν να μειώνονται με την αύξηση των CDS. Το z-score εμφανίζει μια αύξηση τη χρονική περίοδο 2009 έως 2010.

Στο γράφημα της Γερμανίας για την Deutsche Bank (Γράφημα 8) παρατηρούμε κυρίως ότι το CDS της χώρας εμφανίζει την ίδια εικόνα με το CDS της τράπεζας με τη διαφορά ότι το δεύτερο είναι ελαφρώς μετατοπισμένο προς τα πάνω και αριστερά, και κάποια συγκεκριμένα μικρά χρονικά διαστήματα το CDS της Deutsche Bank εμφανίζει μεγαλύτερες κορυφές. Οι αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας είναι αρχικά υψηλές ύστερα μειώνονται τη τελευταία χρονική περίοδο 2007 έως 2010 και παραμένουν σταθερές σε χαμηλά επίπεδα. Το z-score εμφανίζει αύξηση την ίδια χρονική περίοδο.

Στο γράφημα του Ηνωμένου Βασιλείου για την HSBC (Γράφημα 27) παρατηρούμε ότι το CDS της χώρας εμφανίζει την ίδια εικόνα με την τράπεζα από τα τέλη του 2008 και μετά. Οι αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας είναι στα ίδια επίπεδα γενικά. Το z-score εμφανίζει μείωση την ίδια χρονική περίοδο. Τα γραφήματα για τις υπόλοιπες τράπεζες, RBS, Lloyds και Barclays (Γραφήματα 24,25,26) εμφανίζουν την ίδια εικόνα. Παρατηρούμε ότι το CDS της χώρας, που ξεκινά αργότερα, είναι μετατοπισμένο προς τα κάτω και δεξιά σε σχέση με τα CDS των τραπεζών. Οι αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας είναι αρχικά υψηλές και μειώνονται τη τελευταία χρονική περίοδο 2007 έως 2010. Το z-score εμφανίζει μείωση την ίδια χρονική περίοδο.

Στο γράφημα της Ελλάδας (Γράφημα 11) βλέπουμε να ταυτίζεται το CDS της χώρας με το CDS της τράπεζας από το 2009 και μετά. Τη προηγούμενη χρονική περίοδο είναι διαφορετικά. Οι αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας μειώνονται σημαντικά τη χρονική περίοδο 2009 έως 2010. Το z-score ακολουθεί και αυτό μειωτική πορεία το διάστημα 2008 έως 2010.

Στο γράφημα της Ιρλανδίας για την Allied Irish Banks (Γράφημα 13) το CDS της χώρας εμφανίζει τελείως διαφορετική εικόνα με το CDS της τράπεζας και ταυτόχρονα βρίσκεται σε χαμηλότερο επίπεδο. Οι αξιολογήσεις πιστοληπτικής μειώνονται σημαντικά το διάστημα 2008 έως 2010 όπως και το z-score.

Στο γράφημα της Ιταλίας για την Unicredit Spa (Γράφημα 14) τα δύο CDS έχουν την ίδια ημερομηνία εκκίνησης και κινούνται μαζί σε χαμηλά επίπεδα μέχρι τα τέλη του 2007. Από τότε μέχρι τις αρχές του 2008 το CDS της τράπεζας είναι λίγο πιο ψηλά και συνεχίζουν αργότερα την ίδια πορεία. Οι αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας είναι σχετικά σταθερές, μειώνονται με αργό ρυθμό. Το z-score εμφανίζει μια οριακή μείωση την χρονική περίοδο 2009 έως 2010.

Στο γράφημα της Ολλανδίας για την ING (Γράφημα 16) το CDS της χώρας εμφανίζει την ίδια εικόνα με το CDS της τράπεζας με τη διαφορά ότι το πρώτο είναι μετατοπισμένο προς τα κάτω και αριστερά, δηλαδή ξεκινάει πιο αργά, και έχει μικρότερες διακυμάνσεις. Οι αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας είναι αρχικά υψηλές και σταθερές, ύστερα μειώνονται σημαντικά τη χρονική περίοδο 2009 έως 2010. Το z-score εμφανίζει μια οριακή αύξηση την ίδια χρονική περίοδο.

Στο γράφημα της Πορτογαλίας για την Banco Comercial (Γράφημα 21) παρατηρούμε ότι το CDS της χώρας εμφανίζει την ίδια εικόνα με το CDS της τράπεζας με τη διαφορά ότι το δεύτερο είναι ελαφρώς μετατοπισμένο προς τα πάνω. Οι αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας είναι αρχικά υψηλές ύστερα μειώνονται και τη τελευταία χρονική περίοδο 2007 έως 2010 παραμένουν σταθερές σε χαμηλά επίπεδα. Το z-score εμφανίζει μια οριακή αύξηση την ίδια χρονική περίοδο.

Στο γράφημα της Ισπανίας για την Banco Bilbao (Γράφημα 22) το CDS της χώρας εμφανίζει γενικά την ίδια εικόνα με το CDS της τράπεζας, το οποίο αρχικά προηγείται. Οι αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας είναι υψηλές και σταθερές για μεγάλο χρονικό διάστημα, στη συνέχεια αυξάνονται οριακά τη κρίσιμη περίοδο. Το z-score την ίδια χρονική περίοδο μειώνεται αισθητά.

## 5. Συμπεράσματα

Όσον αφορά στο z-score, η αύξηση του σημαίνει τη μείωση πιθανότητας χρεοκοπίας. Υπάρχουν επαρκή στοιχεία, για την πλειοψηφία των τραπεζών, μόνο για τη περίοδο 2008 έως 2010 και παρατηρούμε ανοδικές ή καθοδικές κινήσεις που δε συμφωνούν απαραίτητα με τις κινήσεις της αγοράς των CDS. Όταν συμφωνούν αυτό γίνεται με κάποια εμφανή καθυστέρηση ή με μειούμενο ρυθμό.

Ωστόσο πρέπει να τονίσουμε ότι το z-score έχει υπολογιστεί με στοιχεία των πέντε περασμένων περιόδων με ίδιους συντελεστές στάθμισης και πιθανόν να επηρεάζεται αρκετά από θετικά αποτελέσματα του παρελθόντος. Είναι ένας στατικός δείκτης πιστωτικού κινδύνου που 'βλέπει το παρελθόν'. Μας βοηθά να εκτιμήσουμε περισσότερο τη δύναμη της τράπεζας από λογιστικής πλευράς.

Ένας ακόμα λόγος που το z-score αυξάνεται σε αντίθεση με τις προσδοκίες μας και τις αξιολογήσεις, που σε αυτές τις περιπτώσεις μειώνονται, είναι πιθανόν ότι η αυξημένη κερδοφορία που υπονοεί ο δείκτης από τον τύπο υπολογισμού του οφείλεται στην μεγαλύτερη έκθεση των πιστωτικών ιδρυμάτων σε κίνδυνο.

Μέχρι τα μέσα του 2008 οι αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας ήταν γενικά υψηλές χωρίς συχνές μεταβολές και αντανάκλυσαν το κλίμα της οικονομικής ευημερίας. Η ποιότητα των αξιολογήσεων τέθηκε υπό αυστηρό έλεγχο μετά το ξέσπασμα της κρίσης του 2008 και ασκήθηκε σε αυτές έντονη κριτική σε θέματα που αφορούσαν έλλειψη διαφάνειας, ελαττωματικές μεθοδολογίες, συγκρούσεις συμφερόντων, κακή επικοινωνία, ανεπαρκές προσωπικό και πολυπλοκότητα που οδηγούσε στην έλλειψη κατανόησης από τους επενδυτές.

Ο λόγος ήταν ότι, παρόλο που στηρίζονται σε ποσοτικούς και ποιοτικούς παράγοντες, απέτυχαν να αντιδράσουν έγκαιρα πόσο μάλλον να προβλέψουν τη κρίση και τις δυσάρεστες συνέπειες είτε γιατί βλέπουν μακροπρόθεσμα είτε γιατί δεν ήθελαν να προκαλέσουν οι ίδιες την κρίση μέσω των αυτοεπιβεβαιούμενων προσδοκιών.

Αξιοσημείωτο είναι το γεγονός ότι με το ξέσπασμα της κρίσης οι εταιρείες αξιολόγησης δε δίσταζαν να υποβαθμίζουν. Παρατηρούμε πιο συχνές υποβαθμίσεις, σε μικρά χρονικά διαστήματα και περισσότερο σε εταιρείες που είχαν ήδη χαμηλή αξιολόγηση. Πάλι όμως υπάρχει μια μικρή καθυστέρηση στις αντιδράσεις τους σε σχέση με την αγορά των CDS.

Μέχρι τα τέλη του 2007 η αγορά των CDS δεν παρουσιάζει κάποιο ιδιαίτερο χαρακτηριστικό. Η κατάρρευση της Lehman Brothers στα μέσα του 2008 σηματοδοτεί την εκκίνηση για αναθεώρηση της πιστοληπτικής ικανότητας πολλών εταιρειών και πιστωτικών ιδρυμάτων και στο πλαίσιο της πανευρωπαϊκής ύφεσης αρκετών ευρωπαϊκών χωρών. Τα CDS μπορούν να χρησιμοποιηθούν ως εργαλεία μέτρησης πιστωτικού κινδύνου με την ιδιότητα τους ως δικλείδα ασφαλείας στη περίπτωση αδυναμίας πληρωμής.

Από τον Αύγουστο του 2007 και μετά παρατηρείται μια αύξηση των τιμών των CDS την Ευρώπη που προκλήθηκε κυρίως από τα αυξημένα ασφάλιστρα. Τα υψηλά ασφάλιστρα των CDS μπορεί να σημαίνουν αποστροφή των επενδυτών προς τον κίνδυνο και μείωση ρευστότητας της αγοράς, ανησυχία για τον αυξανόμενο ρυθμό υποβαθμίσεων, απώλειες κεφαλαίων από χρέος. Η ραγδαία αύξηση λοιπόν των τιμών αντικατοπτρίζει την αύξηση του πιστωτικού κινδύνου τόσο από πλευράς πιστωτικών ιδρυμάτων όσο και από πλευράς κυβερνήσεων.

Όσον αφορά στη σχέση ανάμεσα στα δύο CDS που ακολουθούν την ίδια πορεία είναι γνωστό ότι τα πιστωτικά ιδρύματα στηρίζονται από τα κράτη στα οποία εδρεύουν. Αν η χώρα αντιμετωπίζει τη περίπτωση της αθέτησης πληρωμών τότε η λειτουργία των τραπεζών επηρεάζεται έντονα. Μια τέτοια περίπτωση θα είχε μεγάλο αντίκτυπο σε αυτές. Στη περίπτωση που η οικονομία της χώρας είναι υγιής η δυσλειτουργία των τραπεζών οφείλεται σε άλλους παράγοντες και δεν επηρεάζουν απαραίτητα την οικονομία της χώρας.

Το τελευταίο τρίμηνο του 2008 υιοθετήθηκαν πολλά πακέτα σωτηρίας για της τράπεζες της Ευρωζώνης με αποτέλεσμα τη μεταφορά του κινδύνου από το χρηματοπιστωτικό τομέα στις κυβερνήσεις. Η αύξηση των CDS στα μέσα του 2009 μπορεί να σχετίζεται με τις αυξημένες ανησυχίες της αγοράς για πιθανή επίλυση των προβλημάτων των τραπεζών με την κρατικοποίησή τους.



Σε αυτό το σημείο κρίνεται απαραίτητο να κάνουμε τη διάκριση των χωρών και των τραπεζών σε μεγάλες και μικρές (Πίνακας 4). Σε μεγάλες χώρες όπως η Γαλλία και η Γερμανία παρατηρούμε από τα γραφήματα (Γράφημα 4,8) ότι τα CDS των τραπεζών προηγούνται των κρατικών CDS. Πρόκειται χώρες με ισχυρό τραπεζικό τομέα που αποτελεί τον πυλώνα τον οικονομιών των χωρών αυτών. Ειδικά για τη Deutsche Bank, ένα από τα μεγαλύτερα πιστωτικά ιδρύματα, αυτό σημαίνει ότι η γερμανική κυβέρνηση έχει τη θέληση και τη δυνατότητα να στηρίξει τη τράπεζα.

Σε μικρές χώρες όπως η Ελλάδα (Γράφημα 11) συμβαίνει το αντίθετο. Το CDS της χώρας προηγείται του CDS της τράπεζας που ανήκει στη κατηγορία των μεγάλων τραπεζών. Επίσης η ταυτόχρονη ραγδαία αύξηση της τιμής τους δείχνει την θέληση της χώρας να στηρίξει το τραπεζικό σύστημα χωρίς απαραίτητα να σημαίνει ότι έχει αυτή τη δυνατότητα.

Τα CDS είναι δυναμικοί δείκτες καθώς επηρεάζονται από τις εξελίξεις της αγοράς και τις εκτιμήσεις των επενδυτών και μεταβάλλονται συχνά. Ωστόσο η αγορά των CDS είναι ακόμα σχετικά μικρή σε σχέση άλλα δευτερογενή εργαλεία παρότι έχει αυξηθεί αρκετά τα τελευταία χρόνια.

## Βιβλιογραφία

- Agresti, A. M., Baudino, P. and Poloni, P. (2008) 'The ECB and IMF indicators for the macro-prudential analysis of the banking sector: a comparison of the two approaches', *European Central Bank, Occasional Paper Series (99)*.
- Allred, M., Singenello, R., Lee, Y., Mann, W., Rajat, A. and Sridhar, V. (2011) 'Company Credit Ratings: CRAT<GO>, Framework, Methodology & Usage US and Canadian Non Financial Issuers', *Bloomberg*.
- Amato, J. and Furfine, C. (2003) 'Are credit ratings procyclical?', *BIS Monetary and Economic Department, Working Papers (129)*.
- Annaert, J., De Ceuster, M., Van Roy, P. and Vespro, C. (2010) 'What determines euro area bank CDS spreads?', *National Bank of Belgium Working Paper Research (190)*.
- Becker, B. and Milbourn, T. (2010) 'How did increased competition affect credit ratings?', *Harvard Business School Working Paper (09-051)*.
- Cantor, R. and Packer, F. (1994) 'The Credit Rating Industry', *FRBNY Quarterly Review*, pp. 1-26.
- Cantor, R. and Packer, F. (1996) 'Determinants and Impact of Sovereign Credit Ratings', *FRBNY Economic Policy Review*, pp. 37-54.
- Chan-Lau, J. and Sy, A. (2006) 'Distance-to-Default in Banking: A Bridge Too Far?', *IMF Working Paper (06/215)*.
- Duff, A. and Einig, S. (2009) 'Credit ratings quality: The perceptions of market participants and other interested parties', *The British Accounting Review (41)*, pp. 141-153.
- Estrella, A. (2000) 'Credit Ratings and Complementary Sources of Credit Quality Information', *Basel Committee on Banking Supervision Working Papers (3)*.
- (2010) 'The Uses and Abuses of Sovereign Credit Ratings', *IMF Global Financial Stability Report*, ch. 3.

Gonzalez, F., Haas, F., Johannes, R., Persson, M., Toledo, L., Violi, R., Wieland, M. and Zins, C. (2004) 'Market Dynamics Associated with Credit Ratings: A Literature Review', *European Central Bank, Occasional Paper Series (16)*.

Iannotta, G. (2006) 'Testing for Opaqueness in the European Banking Industry: Evidence from Bond Credit Ratings', *Journal of Financial Services Research* 30, pp. 287–309.

Morgan, P. D. (2002) 'Rating Banks: Risk and Uncertainty in an Opaque Industry', *American Economic Review (92)*, pp. 874-888.

White, L. (2010) 'Markets: The Credit Rating Agencies', *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 24, pp. 211-226.

(1999) 'Annex V: Credit Ratings and the Recent Crises, in International Capital Markets-Developments, Prospects and Key Policy Issues', *IMF*, pp. 180-199.

Beim, D. and Calomiris, C. (2001) *Emerging Financial Markets*, McGraw-Hill/Irwin.

Brigham, E. and Ehrhardt, M. (2011) *Financial Management: Theory and Practice*, 13<sup>th</sup> ed. South-Western, United States of America.

Dermine, J. (2009) *Bank Valuation and Value-Based Management: Deposit and Loan Pricing, Performance Evaluation, and Risk Management*, McGraw-Hill, United States of America.

Hull, J. (2009) *Options, Futures, and other Derivatives*, 7<sup>th</sup> ed. Pearson, New Jersey.

Mishkin, F. (2009) *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*, 2<sup>nd</sup> ed. Pearson, United States of America.

Lindgreen, C. J., Garcia, G. and Saal, M. (1996) *Bank Soundness and Macroeconomic Policy*, IMF, Washington D.C.

Αντζουλάτος, Α. (2011) *Κυβερνήσεις Χρηματαγορές και Μακροοικονομία ...πλοήγηση στον κόσμο της οικονομίας και των αγορών*, Εκδόσεις Διπλογραφία, Αθήνα.

Κόντος, Γ. (2010) *Λογιστική Τραπεζών και εταιρειών Leasing & Factoring*, β'εκδ., Εκδόσεις Διπλογραφία, Αθήνα.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΑΙΑ

## Πίνακες

<b>ΠΙΝΑΚΑΣ 1</b>			
<b>Bloomberg</b>	<b>Moody's</b>	<b>S&amp;P/Fitch</b>	<b>DBRS</b>
AAA	Aaa	AAA	AAA
A2H	Aa1	AA+	AAH
A2	Aa2	AA	AA
A2L	Aa3	AA-	AAL
A1H	A1	A+	AH
A1	A2	A	A
A1L	A3	A-	AL
B3H	Baa1	BBB+	BBBH
B3	Baa2	BBB	BBB
B3L	Baa3	BBB-	BBBL
B2H	Ba1	BB+	BBH
B2	Ba2	BB	BB
B2L	Ba3	BB-	BBL
B1H	B1	B+	BH
B1	B2	B	B
B1L	B3	B-	BL
C3H	Caa1	CCC+	CCCH
C3	Caa2	CCC	CCC
C3L	Caa3	CCC-	CCCL
C2	Ca	CC	CC
C1	C	C	C
DDD		D	D

<b>ΠΙΝΑΚΑΣ 2</b>		
<b>Moody's</b>	<b>S&amp;P&amp; Fitch</b>	<b>Μετατροπή σε αριθμητική κλίμακα</b>
Aaa	AAA	21
Aa1	AA+	20
Aa2	AA	19
Aa3	AA-	18
A1	A+	17
A2	A	16
A3	A-	15
Baa1	BBB+	14
Baa2	BBB	13
Baa3	BBB-	12
Ba1	BB+	11
Ba2	BB	10
Ba3	BB-	9
B1	B+	8
B2	B	7
B3	B-	6
Caa	CCC(+/-)	3,4,5
Ca	C	2
D	D	1

ΠΙΝΑΚΑΣ 3		
Τράπεζα	Χώρα	CDS
UniCredit Bank Austria AG	Αυστρία	
Raiffeisen Bank International AG	Αυστρία	
BAWAG PSK Group	Αυστρία	√
Kommunalkredit Austria AG	Αυστρία	
Oesterreichische Postsparkasse AG-PSK AG	Αυστρία	
Fortis Bank SA/ NV-BNP Paribas Fortis	Βέλγιο	√
KBC Bank NV	Βέλγιο	
Dexia Bank Belgium-Dexia Bank	Βέλγιο	
ING Belgium SA/NV-ING	Βέλγιο	
Argenta Spaarbank-ASPA	Βέλγιο	
Danske Bank A/S	Δανία	√
Nykredit Realkredit A/S	Δανία	
Nordea Bank Danmark Group-Nordea Bank Danmark A/S	Δανία	
Jyske Bank A/S (Group)	Δανία	
Nykredit Bank A/S	Δανία	
BNP Paribas	Γαλλία	√
Société Générale	Γαλλία	√
Credit Agricole Corporate and Investment Bank-Credit Agricole CIB	Γαλλία	
Natixis	Γαλλία	√
Banque Fédérative du Crédit Mutuel	Γαλλία	√
Deutsche Bank AG	Γερμανία	√
Commerzbank AG	Γερμανία	√
UniCredit Bank AG	Γερμανία	√
Deutsche Postbank AG	Γερμανία	
Landesbank Berlin Holding AG-LBB Holding AG	Γερμανία	
National Bank of Greece SA	Ελλάδα	
EFG Eurobank Ergasias SA	Ελλάδα	√
Alpha Bank AE	Ελλάδα	√
Piraeus Bank SA	Ελλάδα	
Agricultural Bank of Greece	Ελλάδα	
Allied Irish Banks plc	Ιρλανδία	√
Irish Life & Permanent Plc	Ιρλανδία	
Ulster Bank Ireland Limited	Ιρλανδία	
Citibank Europe Plc	Ιρλανδία	
Commerzbank Europe (Ireland)	Ιρλανδία	
UniCredit SpA	Ιταλία	√
Intesa Sanpaolo	Ιταλία	√
Banca Monte dei Paschi di Siena SpA-Gruppo Monte dei Paschi di Siena	Ιταλία	√
Cassa di Risparmio di Parma e Piacenza SpA	Ιταλία	
Banca Carige SpA	Ιταλία	

<b>ΠΙΝΑΚΑΣ 3 ... συνέχεια</b>		
ING Bank NV	Ολλανδία	√
RBS Holdings NV	Ολλανδία	
SNS Bank N.V.	Ολλανδία	√
NIBC Bank NV	Ολλανδία	√
LeasePlan Corporation NV	Ολλανδία	
Caixa Geral de Depositos	Πορτογαλία	√
Banco Comercial Português, SA-Millennium bcp	Πορτογαλία	√
Banco Espirito Santo SA	Πορτογαλία	√
Caixa Economica Montepio Geral	Πορτογαλία	
BANIF - Banco Internacional do Funchal, SA	Πορτογαλία	
Banco Santander SA	Ισπανία	√
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria SA	Ισπανία	√
Banco Financiero y de Ahorros SA-Bankia	Ισπανία	
Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona-LA CAIXA	Ισπανία	
Banco Espanol de Crédito SA, BANESTO	Ισπανία	
Barclays Bank Plc	Ηνωμένο Βασίλειο	√
Royal Bank of Scotland Plc (The)	Ηνωμένο Βασίλειο	√
Lloyds TSB Bank Plc	Ηνωμένο Βασίλειο	√
HSBC Bank plc	Ηνωμένο Βασίλειο	√
Goldman Sachs International	Ηνωμένο Βασίλειο	

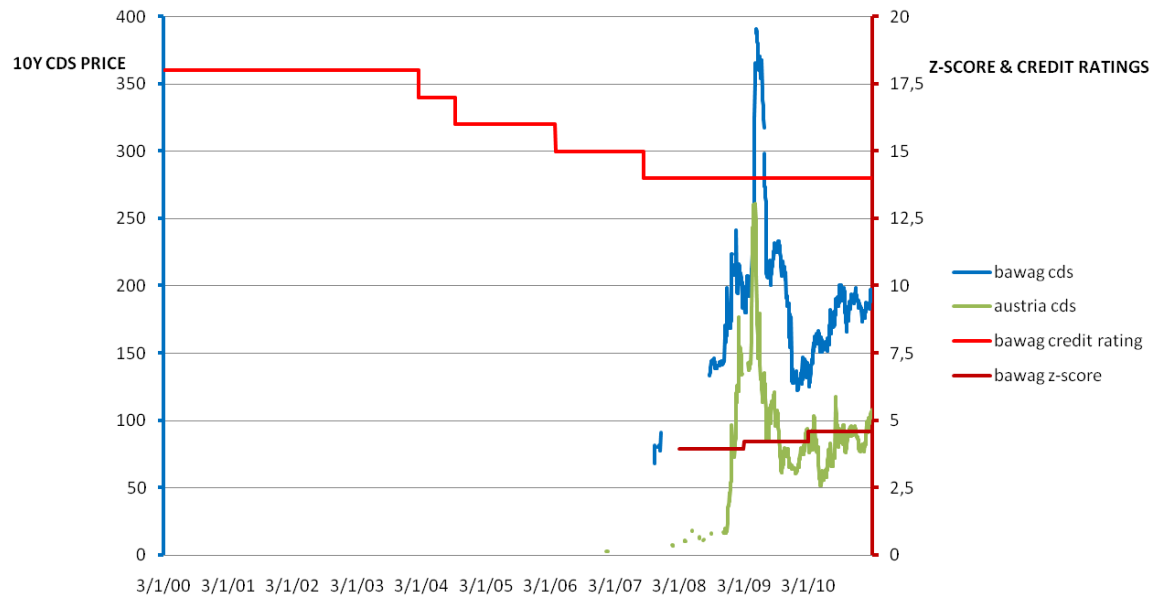


<b>ΠΙΝΑΚΑΣ 4</b>		
<b>Τράπεζα</b>	<b>Χώρα</b>	<b>Προηγείται το CDS της τράπεζας</b>
BAWAG PSK Group	Αυστρία	
Fortis Bank SA/ NV-BNP Paribas	Βέλγιο	
Danske Bank A/S	Δανία	√
BNP Paribas	Γαλλία	√
Société Générale	Γαλλία	√
Natixis	Γαλλία	
Banque Fédérative du Crédit Mutuel	Γαλλία	
Deutsche Bank AG	Γερμανία	√
Commerzbank AG	Γερμανία	√
UniCredit Bank AG	Γερμανία	√
EFG Eurobank Ergasias SA	Ελλάδα	
Alpha Bank AE	Ελλάδα	
Allied Irish Banks plc	Ιρλανδία	
UniCredit SpA	Ιταλία	
Intesa Sanpaolo	Ιταλία	
Banca Monte dei Paschi di Siena	Ιταλία	
ING Bank NV	Ολλανδία	√
SNS Bank N.V.	Ολλανδία	
NIBC Bank NV	Ολλανδία	
Caixa Geral de Depositos	Πορτογαλία	
Banco Comercial Português,	Πορτογαλία	
Banco Espírito Santo SA	Πορτογαλία	
Banco Santander SA	Ισπανία	
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria SA	Ισπανία	
Barclays Bank Plc	Ηνωμένο Βασίλειο	
Royal Bank of Scotland Plc (The)	Ηνωμένο Βασίλειο	
Lloyds TSB Bank Plc	Ηνωμένο Βασίλειο	
HSBC Bank plc	Ηνωμένο Βασίλειο	

## Γραφήματα

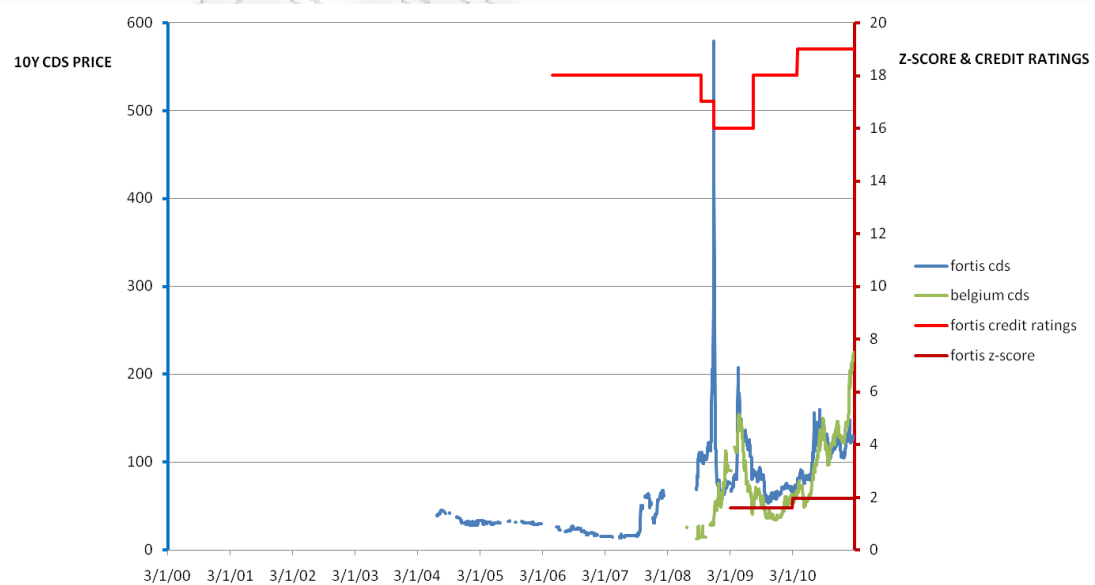
### Γράφημα 1

BAWAG PSK, Αυστρία



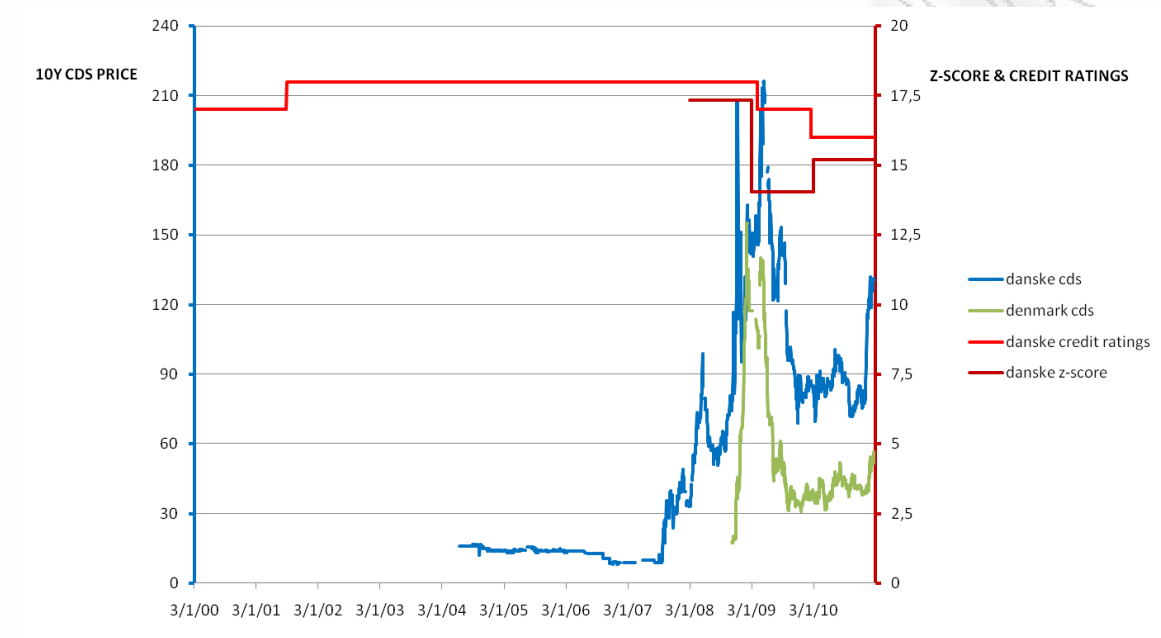
### Γράφημα 2

Fortis Bank SA/NV, Βέλγιο



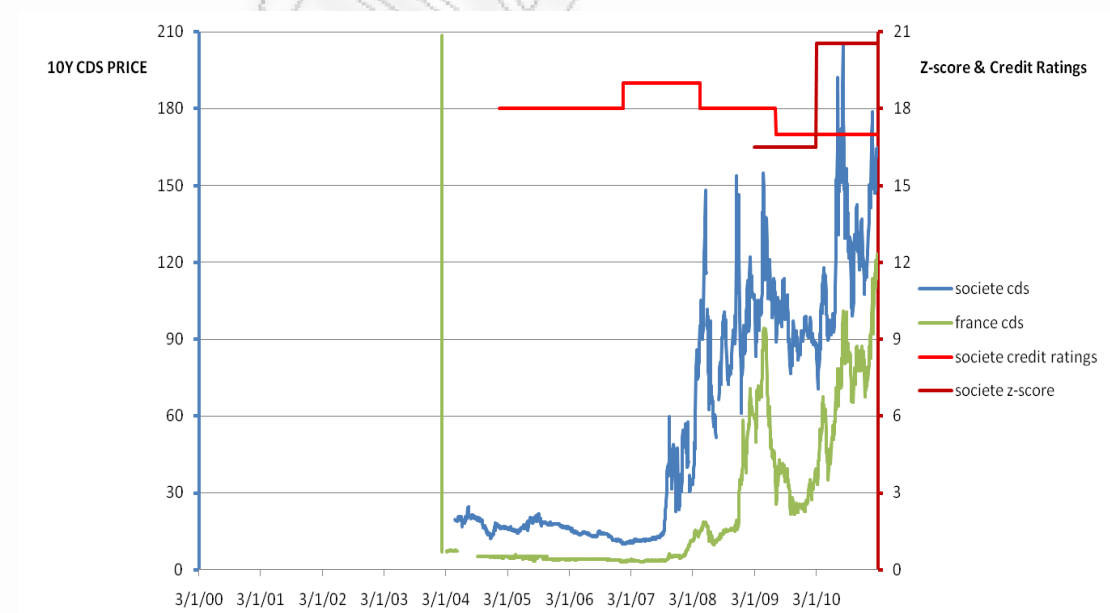
### Γράφημα 3

Danske Bank A/S, Δανία



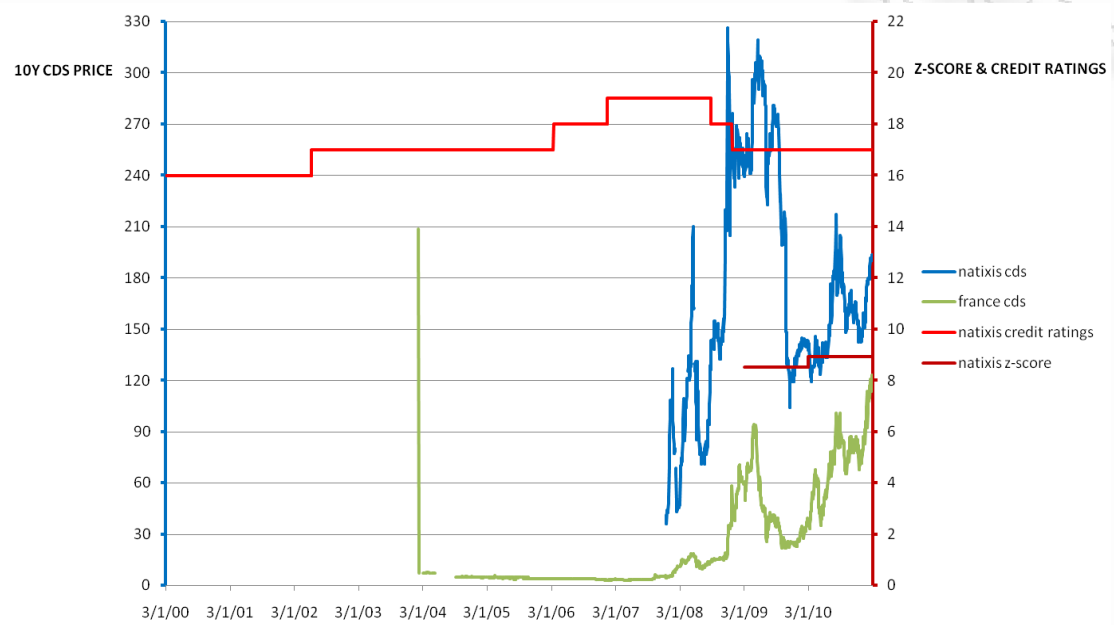
### Γράφημα 4

Societe Generale SA, Γαλλία



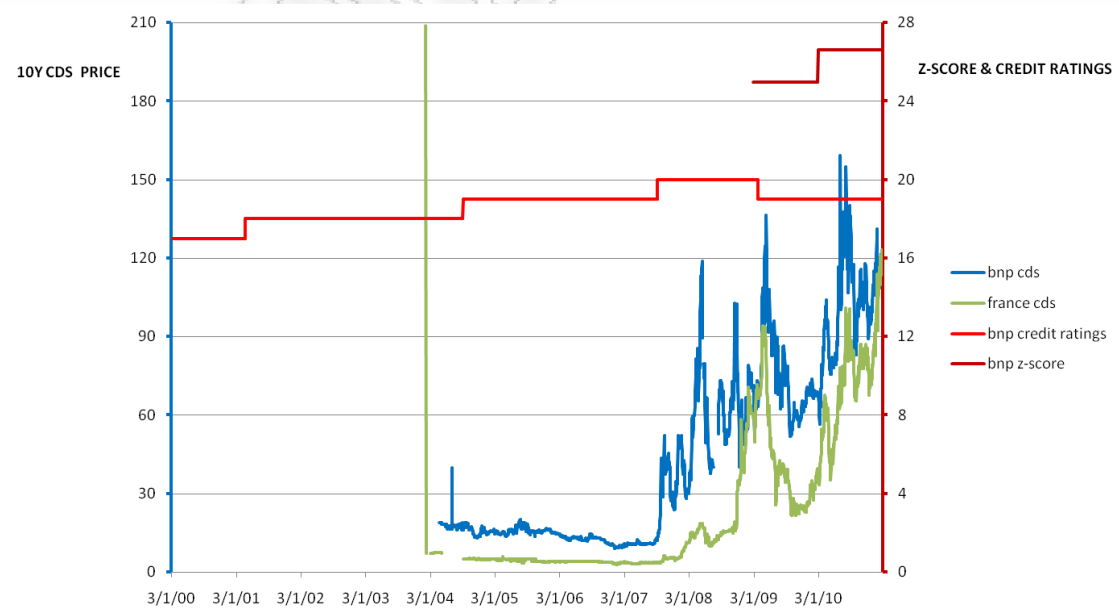
## Γράφημα 5

NATIXIS, Γαλλία



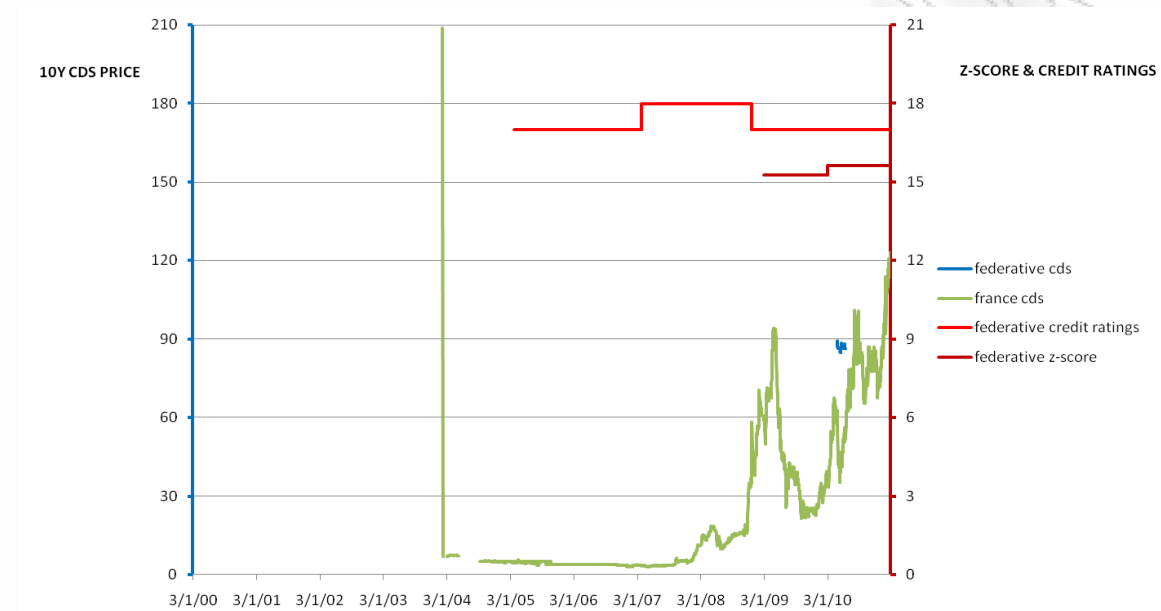
## Γράφημα 6

BNP Paribas SA, Γαλλία



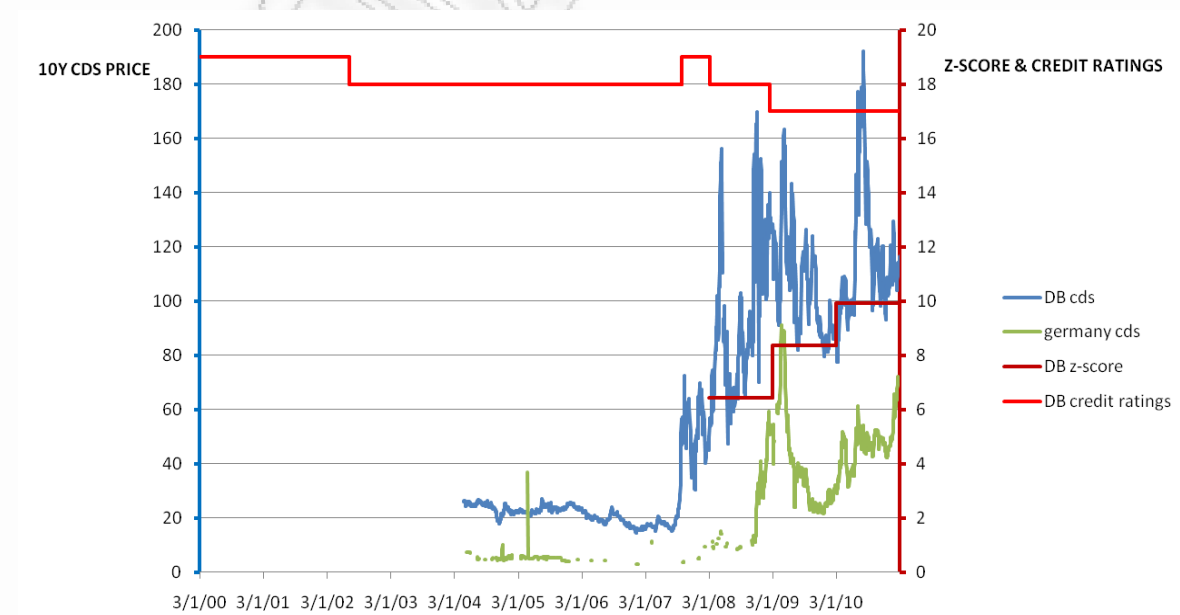
## Γράφημα 7

Banque Federative du Credit Mutuel SA, Γαλλία



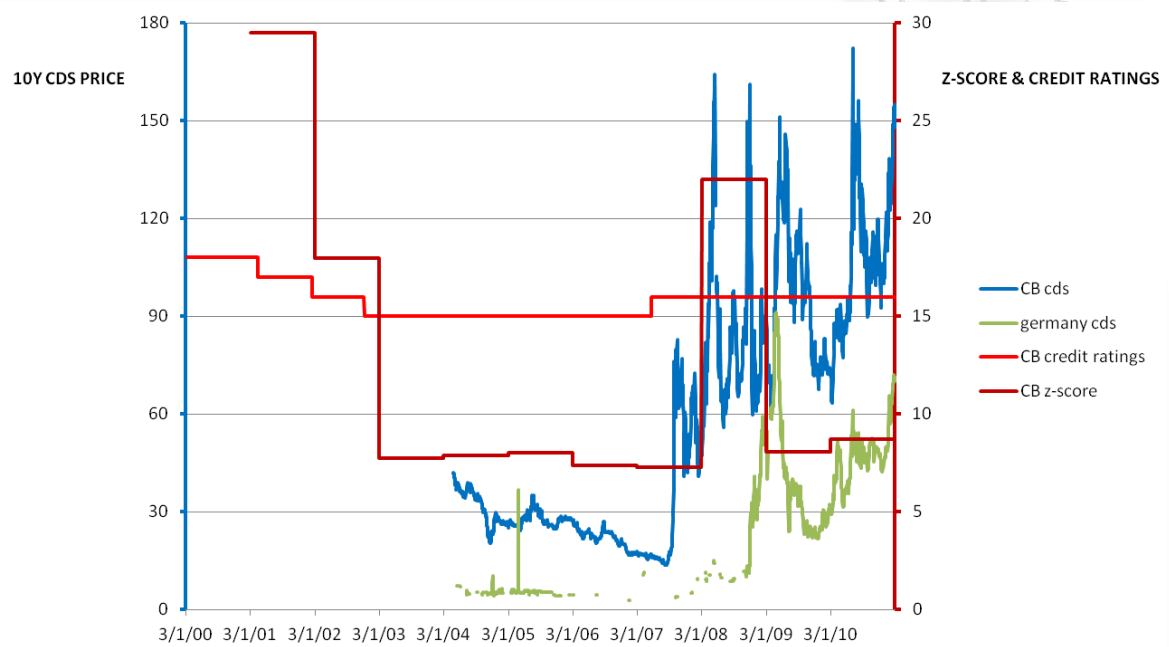
## Γράφημα 8

Deutsche Bank AG, Γερμανία



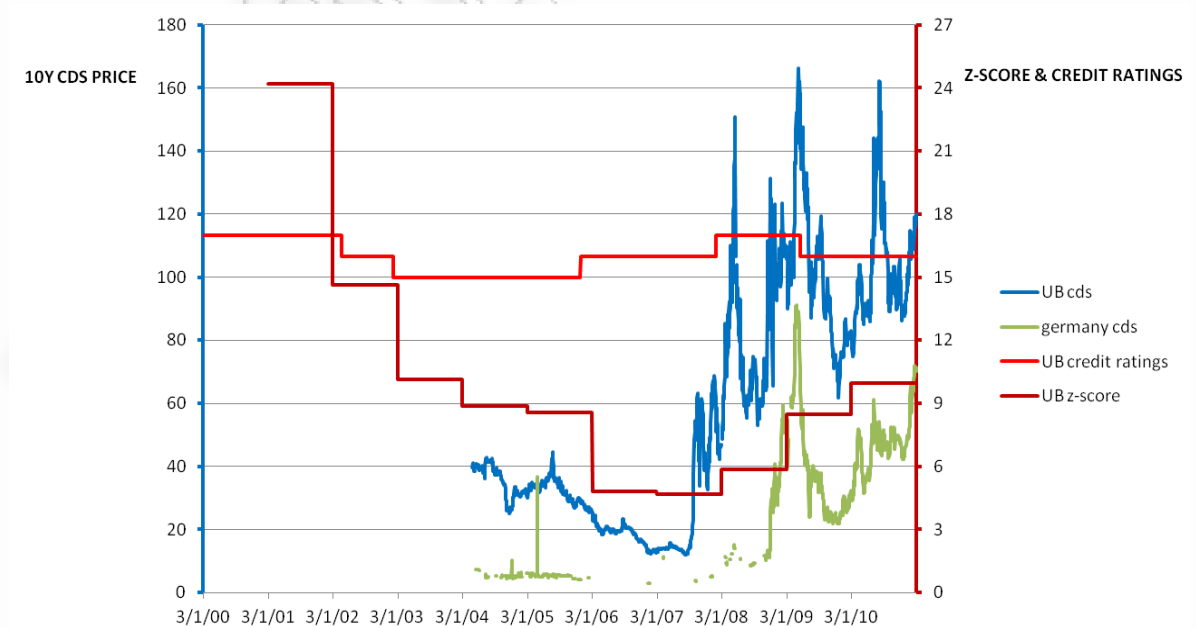
## Γράφημα 9

Commerzbank AG, Γερμανία



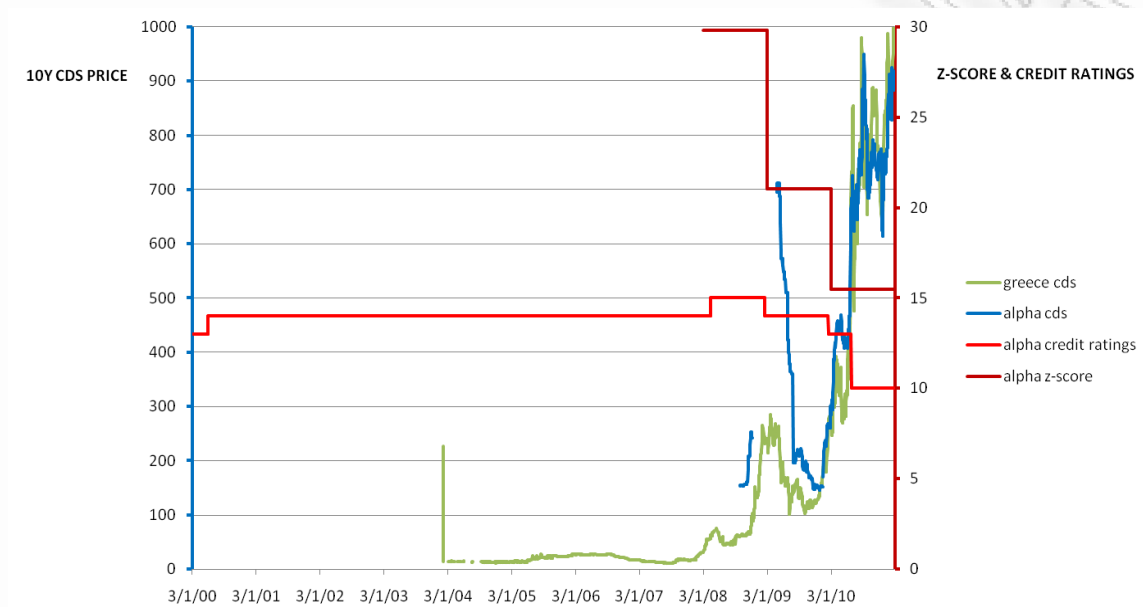
## Γράφημα 10

UniCredit Bank AG, Γερμανία



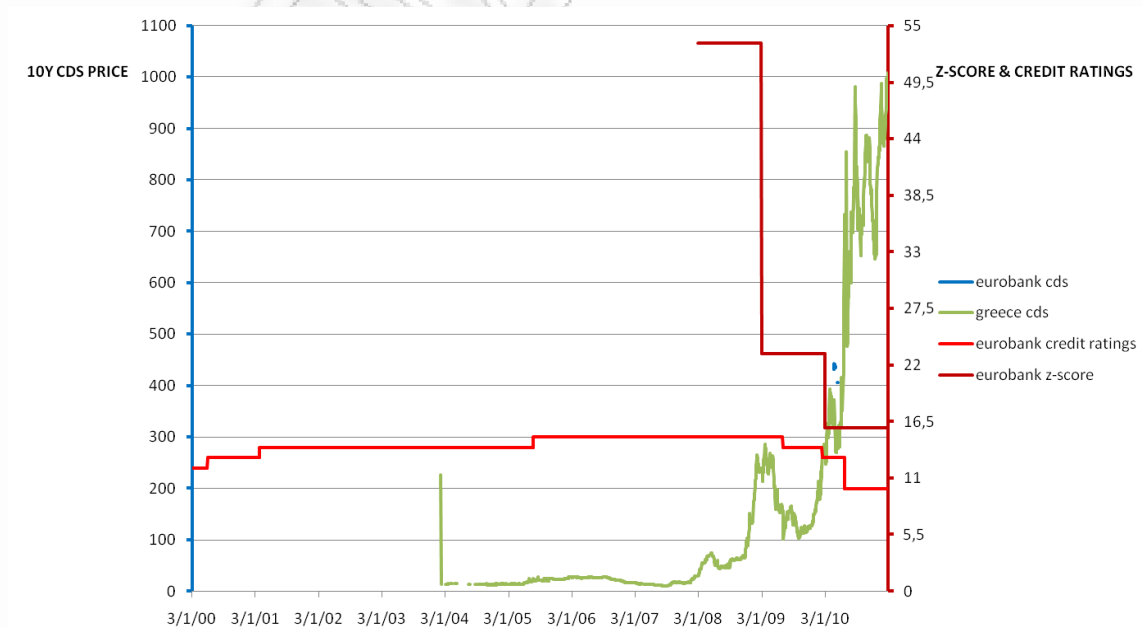
## Γράφημα 11

Alpha Bank ΑΕ, Ελλάδα



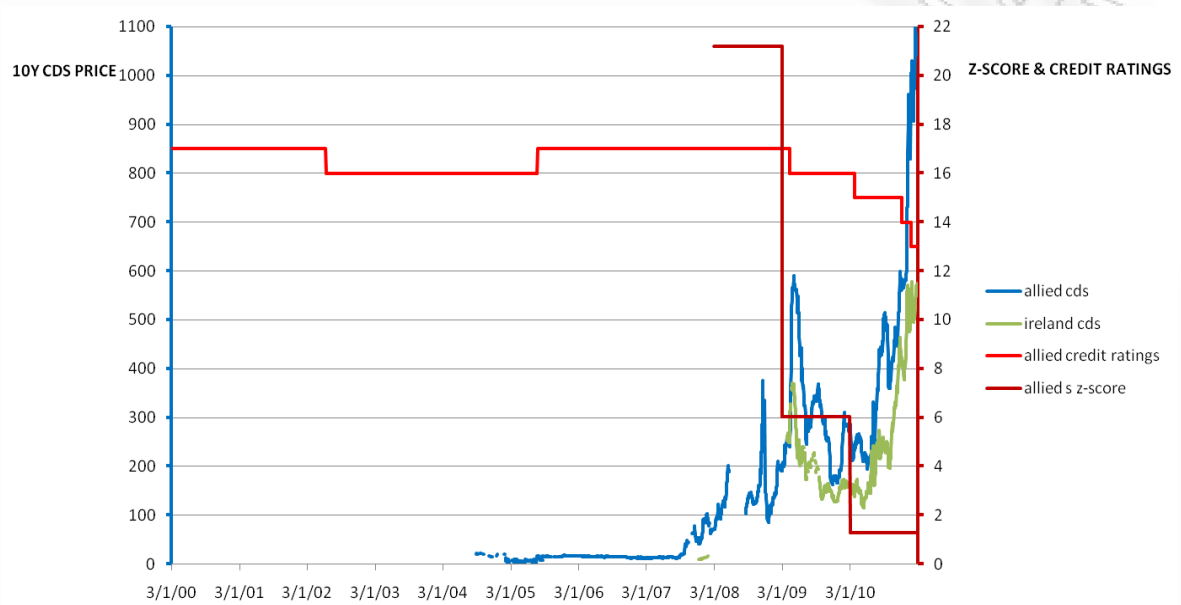
## Γράφημα 12

EFG Eurobank Ergasias SA, Ελλάδα



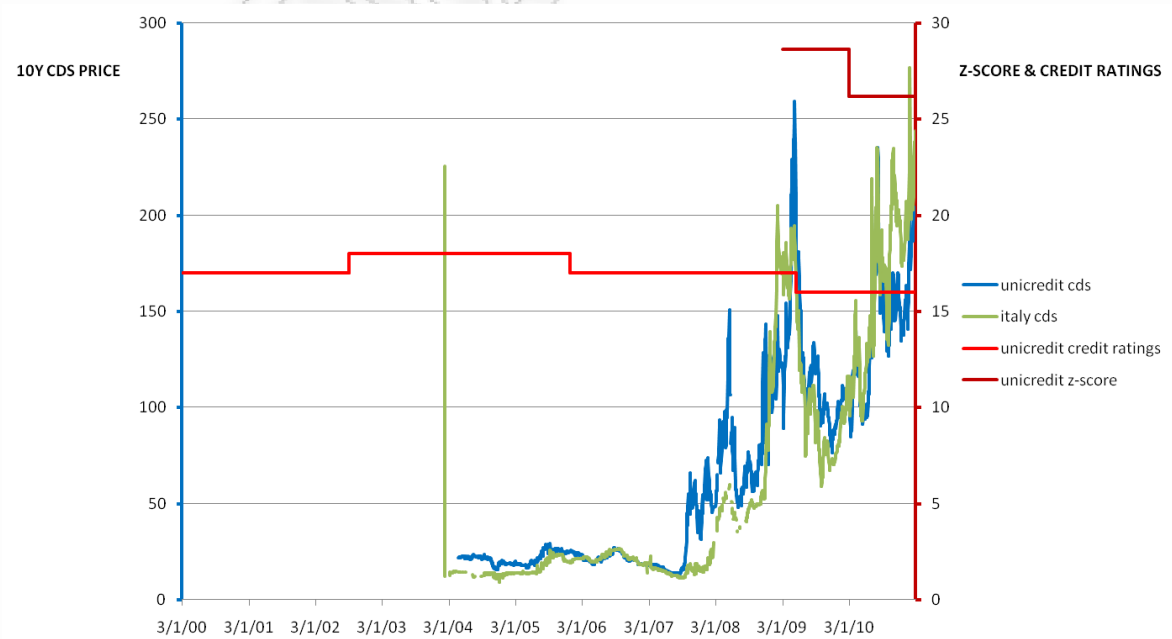
### Γράφημα 13

Allied Irish Banks PLC, Ιρλανδία



### Γράφημα 14

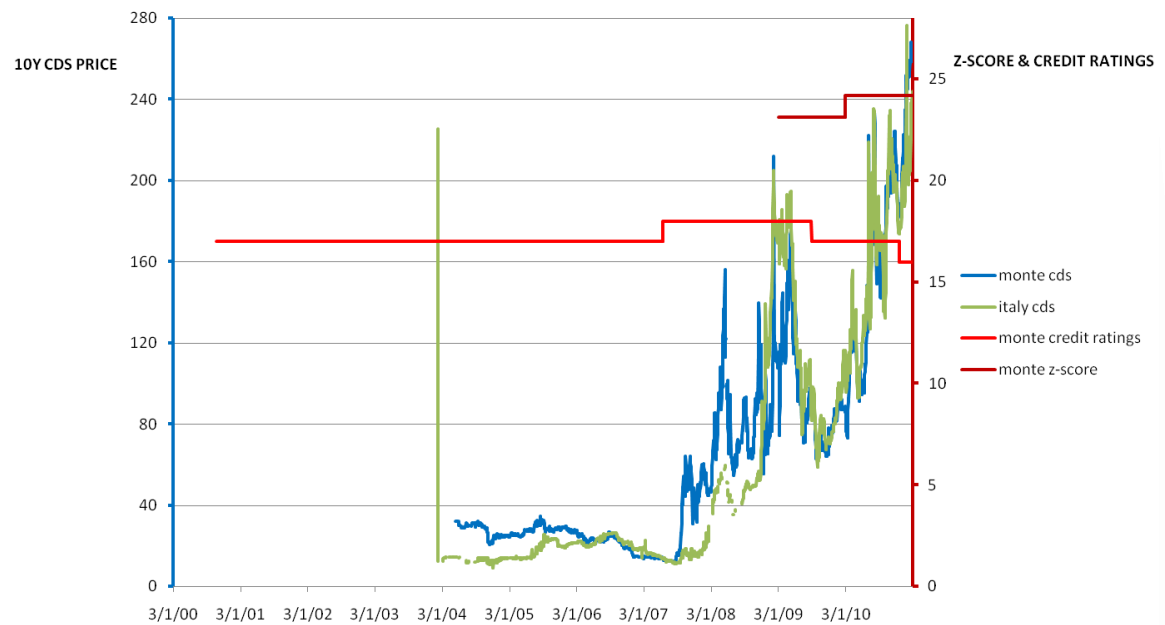
UniCredit SpA, Ιταλία





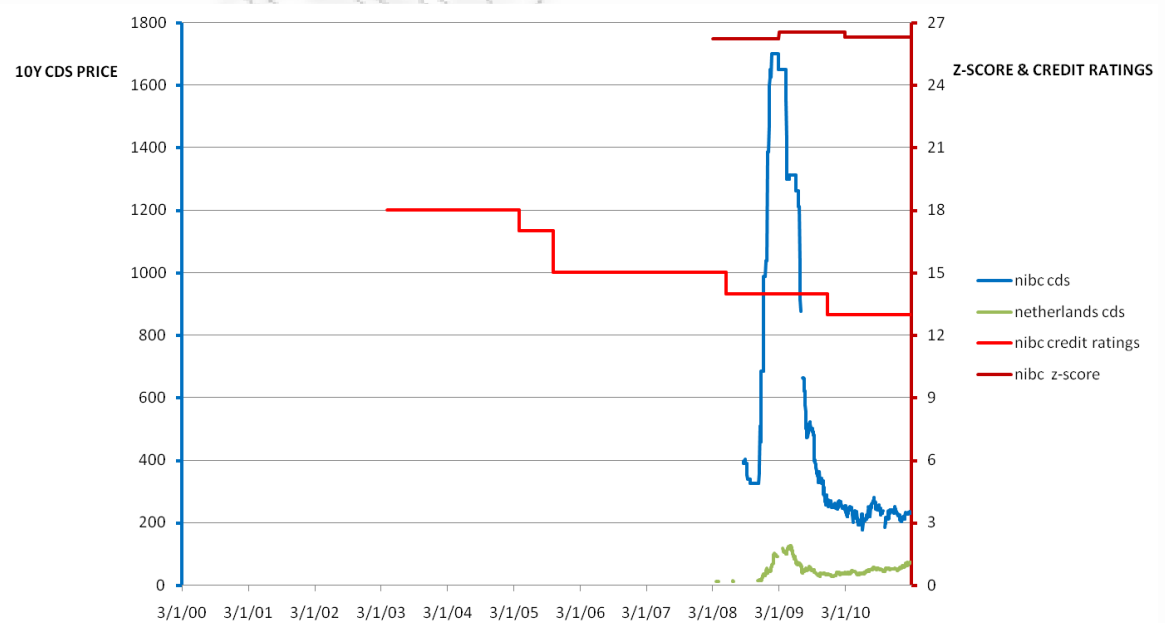
## Γράφημα 15

Banca Monte dei Paschi di Siena SpA, Ιταλία



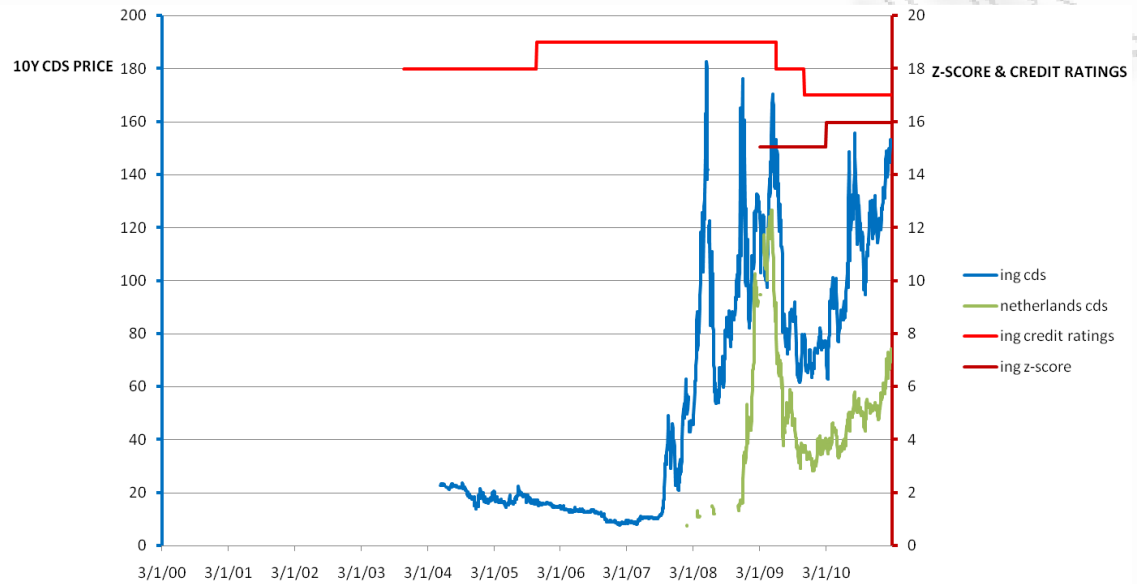
## Γράφημα 16

NIBC Bank NV, Ολλανδία



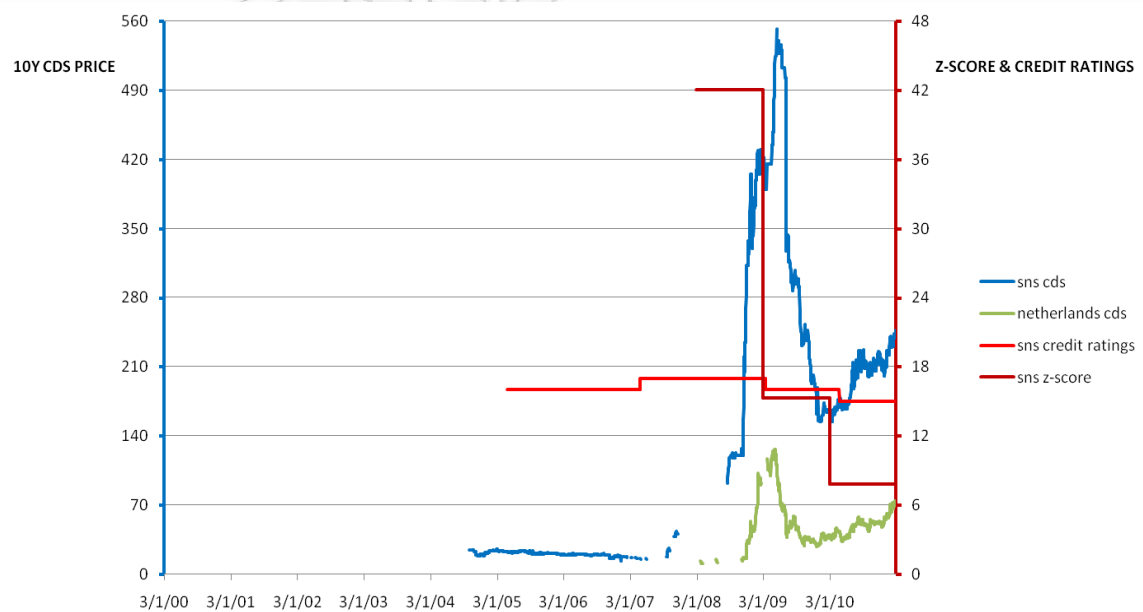
## Γράφημα 17

ING Bank NV, Ολλανδία



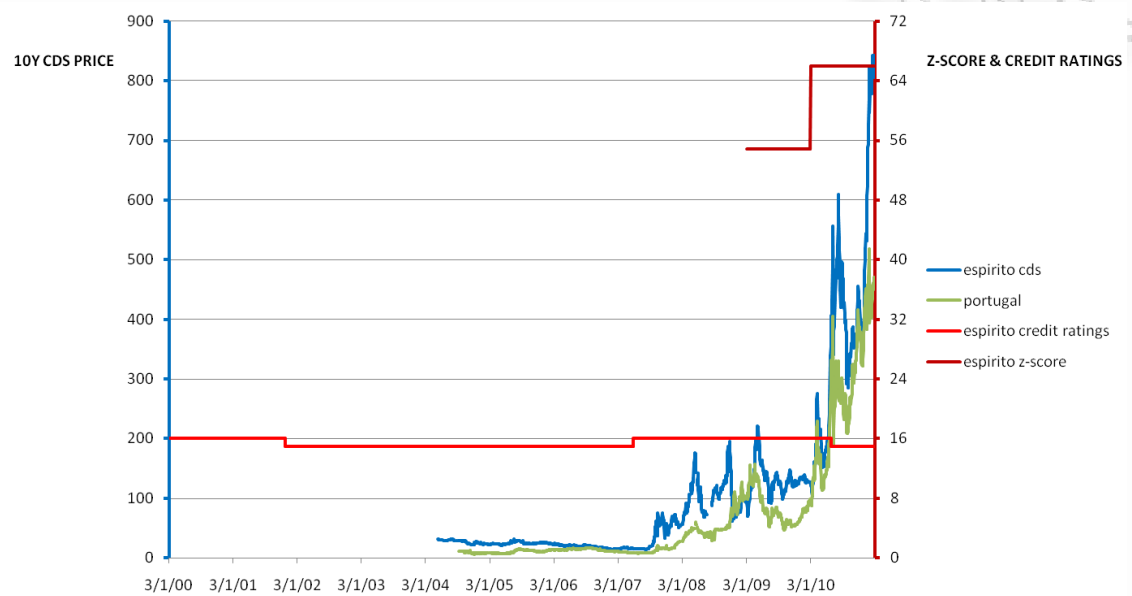
## Γράφημα 18

SNS Bank NV, Ολλανδία



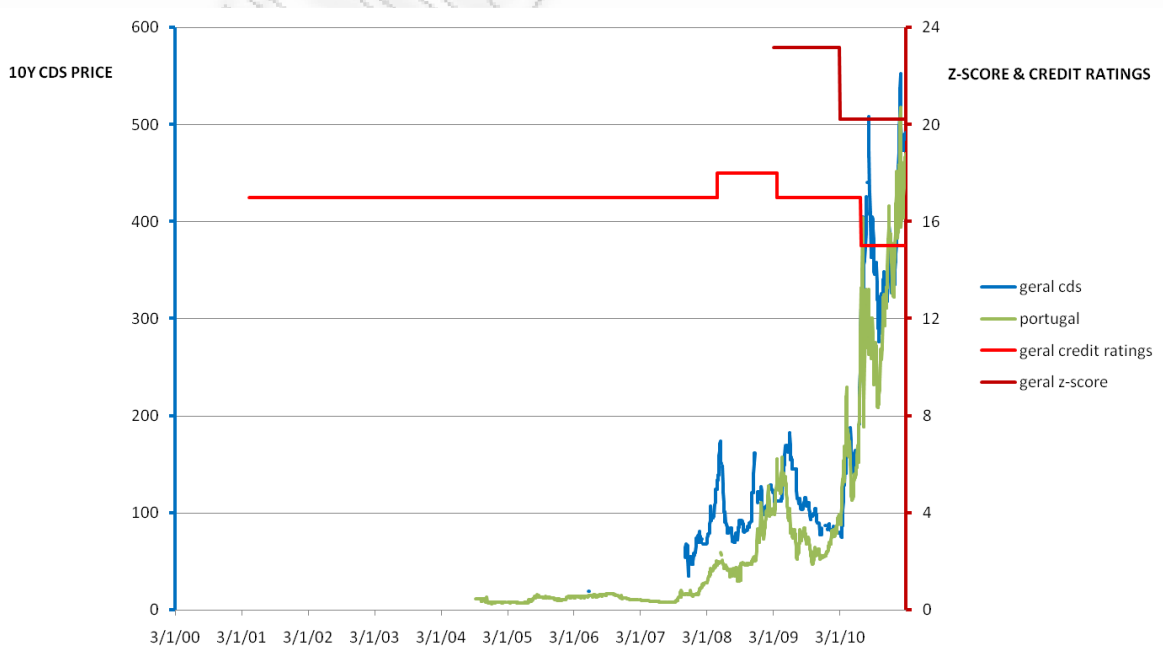
## Γράφημα 19

Banco Espirito Santo SA, Πορτογαλία



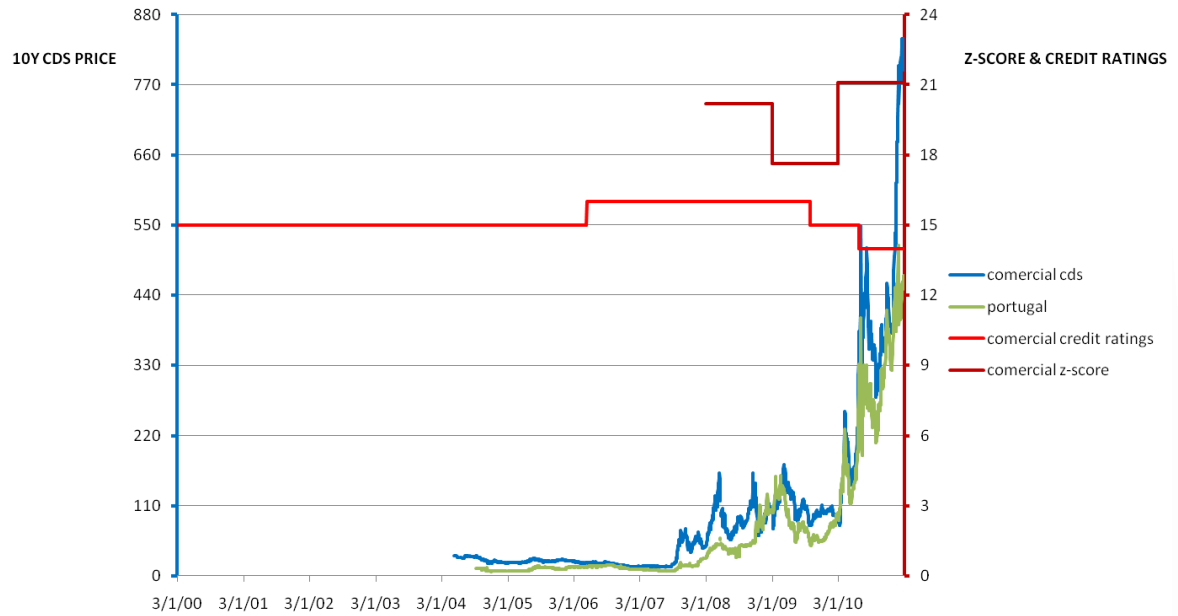
## Γράφημα 20

Caixa Geral de Depositos SA, Πορτογαλία



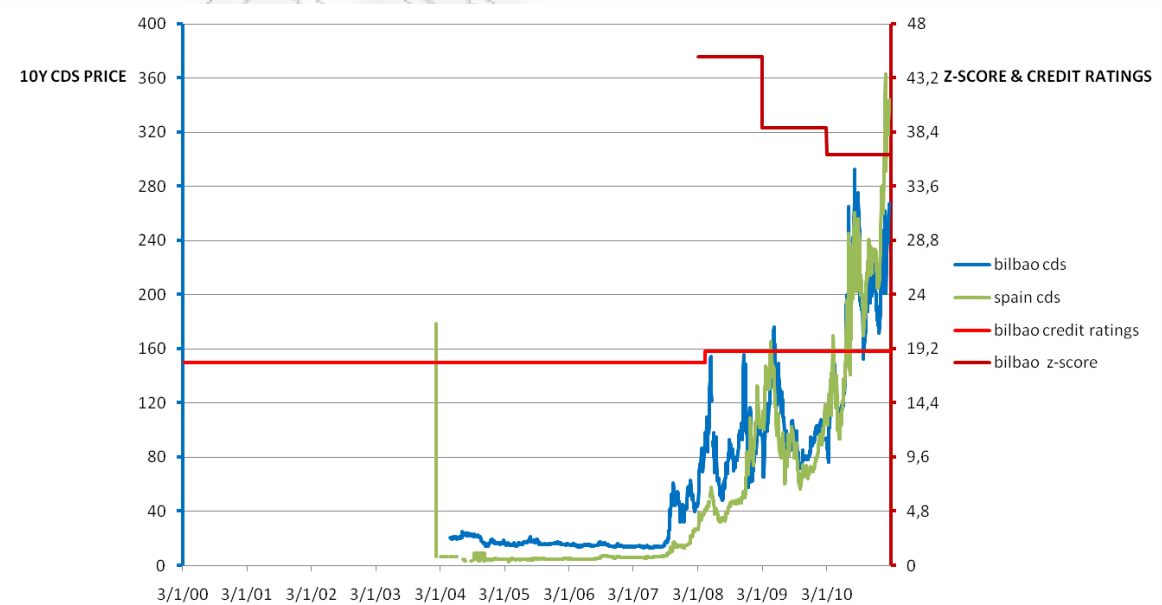
## Γράφημα 21

Banco Comercial Portugues SA , Πορτογαλία



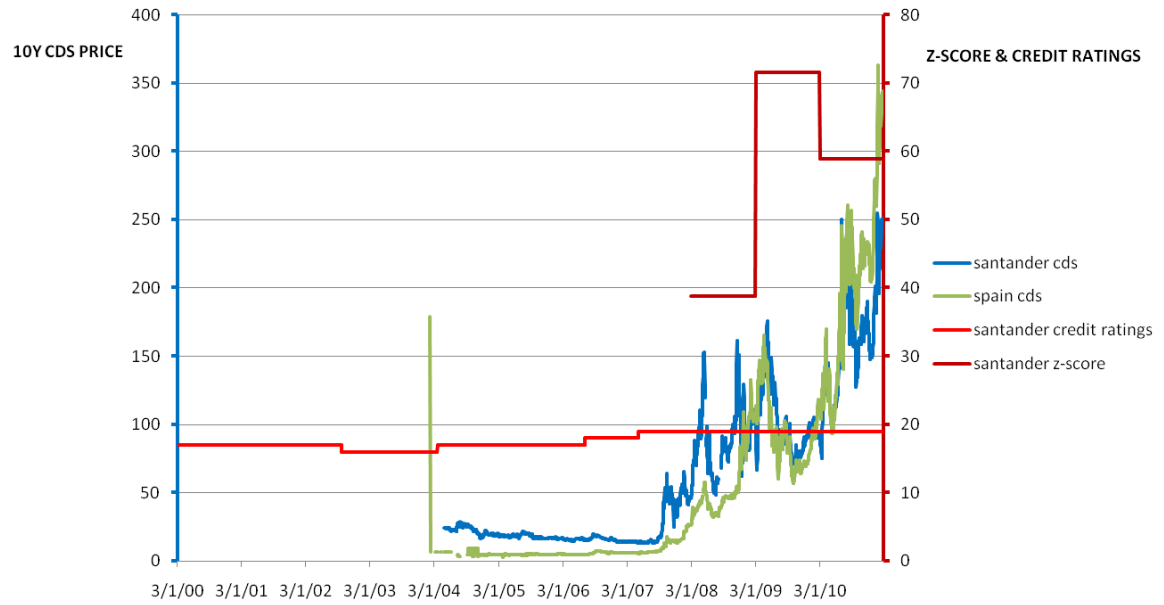
## Γράφημα 22

Banco Bilbao Vizcaya Argentaria SA, Ισπανία



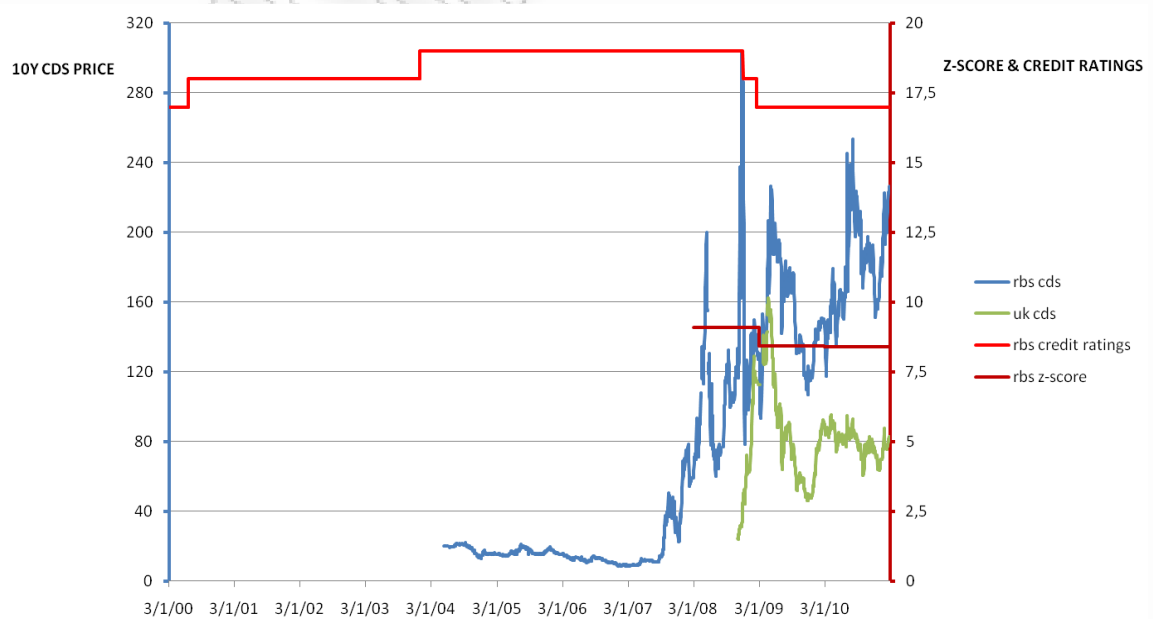
## Γράφημα 23

Banco Santander SA, Ισπανία



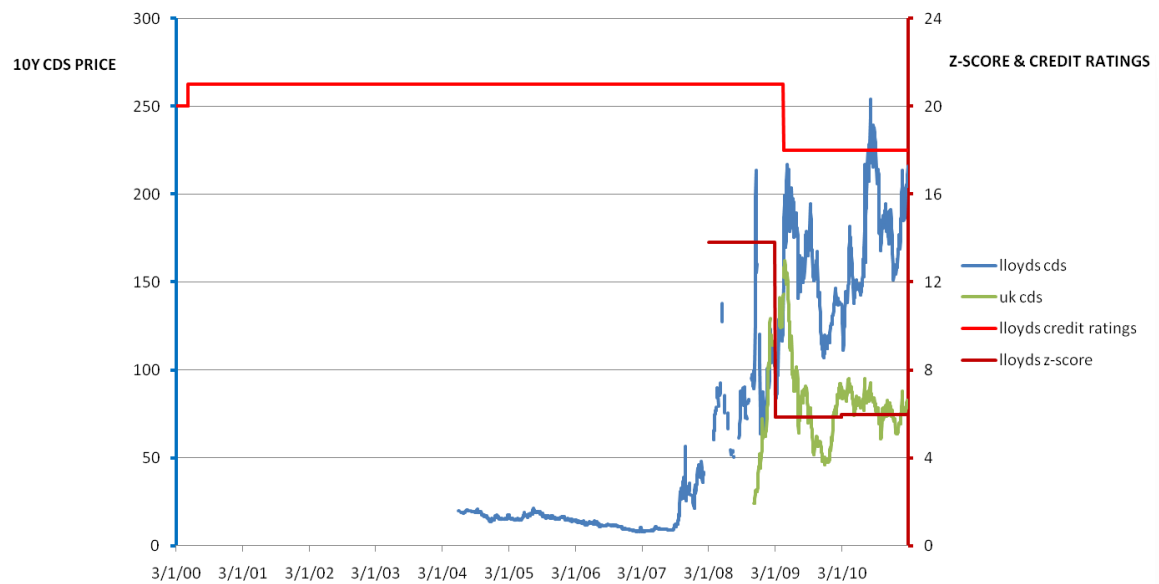
## Γράφημα 24

Royal Bank of Scotland PLC, Ηνωμένο Βασίλειο



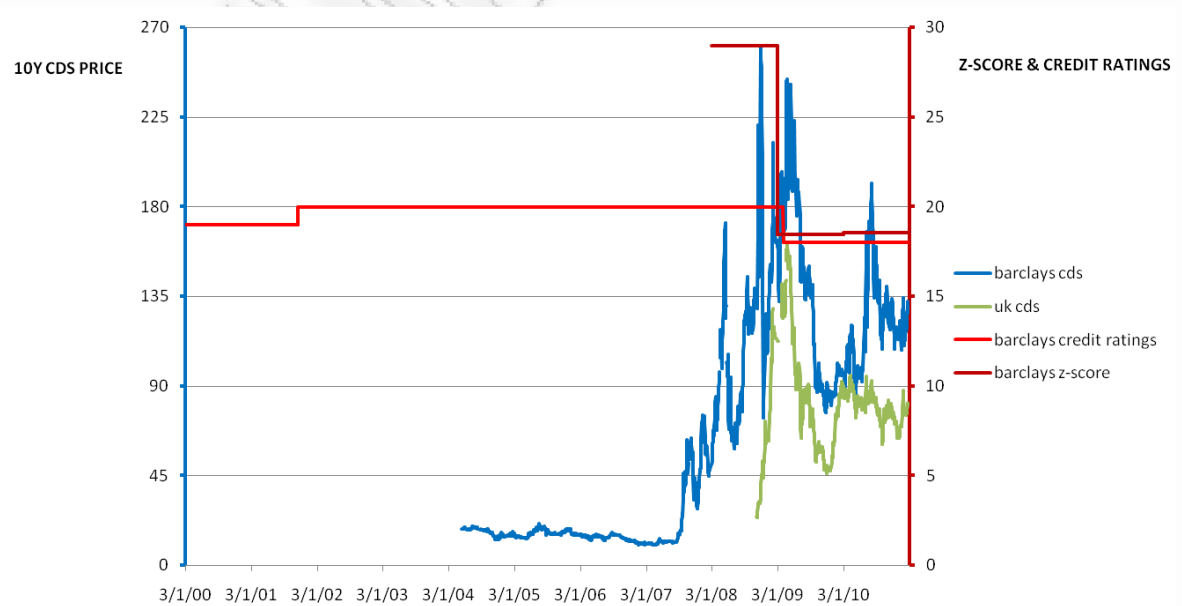
## Γράφημα 25

Lloyds TSB Bank PLC, Ηνωμένο Βασίλειο



## Γράφημα 26

Barclays Bank PLC, Ηνωμένο Βασίλειο



**Γράφημα 27**

HSBC Bank PLC, Ηνωμένο Βασίλειο

