



ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ & ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ
ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ
ΑΝΑΛΥΣΗ ΓΙΑ ΣΤΕΛΕΧΗ



Αξιολόγηση Εταιριών & Αποδόσεις

ΚΟΥΛΟΥΡΗΣ ΛΑΜΠΡΟΣ Α.Μ.:ΜΧΑΝ-0828

ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ: ΚΟΥΡΟΓΕΝΗΣ ΝΙΚΟΛΑΟΣ
ΜΕΛΟΣ ΕΠΙΤΡΟΠΗΣ: ΧΡΗΣΤΟΥ ΧΡΙΣΤΙΝΑ
ΜΕΛΟΣ ΕΠΙΤΡΟΠΗΣ: ΣΤΑΪΚΟΥΡΑΣ ΠΑΝΑΓΙΩΤΗΣ

ΠΕΙΡΑΙΑΣ, ΜΑΡΤΙΟΣ 2010

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Θα ήθελα να ευχαριστήσω θερμά τον επιβλέποντα καθηγητή κ. Νικόλαο Κουρογένη για την πολύτιμη βοήθειά του και καθοδήγηση που μου παρείχε κατά την εκπόνηση της παρούσας διατριβής. Ακόμα θα ήθελα να εκφράσω τις θερμές μου ευχαριστίες στον Υποψήφιο Διδάκτορα του τμήματος κ. Αντώνη Αντύπα για τις συμβουλές του που πρόθυμα μου πρόσφερε. Κλείνοντας θα ήθελα να ευχαριστήσω την οικογένειά μου, η οποία με υπομονή και απόλυτη εμπιστοσύνη στηρίζει τα όνειρα και τις ανησυχίες μου. Θέλω να αφιερώσω την προσπάθειά μου και τον αγώνα μου στη μητέρα μου που έχει φύγει από τη ζωή.

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

	<i>Σελ.</i>
ΜΕΡΟΣ ΠΡΩΤΟ	
I. <u>Εισαγωγή</u>	5
II. <u>Ο ρόλος Των Οίκων Αξιολόγησης</u>	6
III. <u>Οι Σημαντικότεροι Οίκοι Αξιολόγησης</u>	7
<u>A. Εισαγωγή</u>	7
<u>B. Standard and Poor's</u>	8
<u>Γ. MOODY'S</u>	9
<u>Δ. FITCH</u>	10
IV. <u>Διαδικασία Και Αποτελέσματα Της Αξιολόγησης</u>	11
<u>A. Η Διαδικασία</u>	11
<u>B) Διαβαθμίσεις Αξιολογήσεων Πιστοληπτικής Ικανότητας</u>	13
<u>Γ) Υποβαθμίσεις Αξιολογήσεων</u>	14
<u>Δ. Αναβαθμίσεις Αξιολογήσεων</u>	16
<u>E. Αμοιβές οίκων αξιολόγησης</u>	17
<u>ΣΤ. Σύγκρουση Συμφερόντων</u>	18
V. <u>Αξιολογήσεις Εταιριών</u>	19
<u>A. Εταιρίες Υψηλού Και Χαμηλού Πιστωτικού Κινδύνου</u>	19
<u>B. Αξιολόγηση Εταιριών Και Κεφαλαιακή Διάρθρωση Των επιχειρήσεων</u>	20
VI. <u>Αξιολόγηση Κρατών Πριν και Μετά την Κρίση</u>	22
<u>A. Εισαγωγή</u>	22
<u>B. Αξιολόγηση Κρατών Πριν την Κρίση</u>	23
<u>Γ. Αξιολόγηση Κρατών Μετά την Κρίση</u>	24
<u>Δ. Αποτελέσματα Αξιολογήσεων πριν και Μετα την Κρίση</u>	25
VII. <u>Μέτρα Της Ευρωπαϊκής Ένωσης Για Τους Οίκους Αξιολόγησης</u>	
<u>A. Εισαγωγή</u>	26
<u>B. Τα Μέτρα</u>	26
<u>B. Βασιλεία II και Οίκοι Αξιολόγησης</u>	28
VIII. <u>Αξιολογήσεις Και Ασύμμετρη Πληροφόρηση</u>	33

<u>ΙΧ. Κριτική των οίκων αξιολόγησης Και Διεθνής Δεοντολογία</u>	35
<u>X. Ελλάδα Και Οίκοι Αξιολόγησης</u>	38
<u>XI. Αξιολογήσεις Και Stock Returns</u>	40
<u>XII. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ</u>	41
<u>ΜΕΡΟΣ ΔΕΥΤΕΡΟ</u>	
<u>ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΜΕΛΕΤΗ</u>	42
<u>I. Εισαγωγή</u>	42
<u>II. Διαμόρφωση Χαρτοφυλακίων Συνολικού Δείγματος</u>	43
<u>III. Έλεγχος Στατιστικής Σημαντικότητας Των Ανεξάρτητων Μεταβλητών</u>	50
<u>IV. Διαμόρφωση χαρτοφυλακίων πριν την κρίση</u>	54
<u>V. Έλεγχος Στατιστικής Σημαντικότητας Των Ανεξάρτητων Μεταβλητών</u>	55
<u>VI. Διαμόρφωση Χαρτοφυλακίου Κατά τη Διάρκεια της Κρίσης</u>	60
<u>VII. Έλεγχος Στατιστικής Σημαντικότητας Των Ανεξάρτητων Μεταβλητών</u>	61
<u>VIII. Συμπεράσματα</u>	65
<u>Βιβλιογραφία</u>	68

ΜΕΡΟΣ ΠΡΩΤΟ

I. Εισαγωγή

Οι οίκοι αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας, όπως η Moody's και Standard & Poor's και Fitch, είναι ιδιωτικές εταιρίες που αξιολογούν την αφερεγγυότητα ενός εκδότη ή ενός χρηματοπιστωτικού μέσου με την μορφή μιας συνοπτικής ανάλυσης, δηλαδή μιας αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας. Ακολουθώντας είναι πανταχού παρόντες στις χρηματοπιστωτικές αγορές και ασκούν σημαντικό έλεγχο στην ροή των πιστώσεων.

Στην παρούσα εργασία και συγκεκριμένα στο πρώτο μέρος θα αναλυθεί αρχικά η ιστορία των οίκων αξιολόγησης, και ιδίως των τριών μεγαλύτερων (Standard and Poors, Fitch, Moody's), ο ρόλος τους και η διαδικασία που ακολουθούν κατά την έκδοση των αξιολογήσεων της οικονομικής κατάστασης εταιριών, κρατών, ομολόγων πριν και μετά την κρίση. Θα μελετηθούν οι διαβαθμίσεις των αξιολογήσεων και πως οι λανθασμένες στρατηγικές που ακολουθούν μπορούν να οδηγήσουν τα κράτη και τις εταιρίες σε οικονομική κρίση. Επιπλέον θα εξετασθεί αν οι οίκοι αξιολόγησης έχουν ανακαλύψει τρόπους αντιμετώπισης της ασύμμετρης πληροφόρησης και ποια είναι η διεθνής δεοντολογία. Θα αναλυθούν επίσης τα μέτρα που έλαβε η Ευρωπαϊκή Ένωση σύμφωνα με τη Συνθήκη της Βασιλείας II για τη συμμόρφωση των οίκων αξιολόγησης και τη νέα θέση τους στο χρηματοπιστωτικό σύστημα. Τέλος, θα αναλυθεί η σχέση των αξιολογήσεων των εταιριών σύμφωνα με την κεφαλαιακή διάρθρωσή τους και η σχέση που έχουν οι αξιολογήσεις με τις αποδόσεις των μετοχών και πως συμπεριφέρονται οι εταιρίες υψηλού και χαμηλού κινδύνου σύμφωνα με τις αξιολογήσεις αυτές.

Στο δεύτερο μέρος, στο πλαίσιο της εμπειρικής μελέτης θα δημιουργηθούν τέσσερα χαρτοφυλάκια με άντληση πληροφοριών από την πηγή Bloomberg, τα οποία θα εξεταστούν σε δύο περιόδους, πριν την κρίση από 1/1/2004 έως 30/12/2006 και μετά την κρίση από 1/1/2007 έως 30/12/2009, για να μελετηθεί αν οι αξιολογήσεις που πραγματοποιήθηκαν παρουσίασαν και τις αναμενόμενες αποδόσεις. Τα

συμπεράσματα που θα προκύψουν θα αφορούν στον κίνδυνο, την αναμενόμενη απόδοση, το sharpe ratio και τον έλεγχο σημαντικότητας των χαρτοφυλακίων.

Η.Ο ρόλος Των Οίκων Αξιολόγησης

Οι οίκοι αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας, οι οποίοι ειδικεύονται στην ανάλυση και αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας των επιχειρήσεων και στην παροχή συμβουλών σε κρατικούς χρεωστικούς τίτλους, στο νέο χρηματοοικονομικό σύστημα αναμένεται να αποκτήσουν ηγετικό ρόλο στη διαχείριση τόσο των επιχειρήσεων όσο και στην ανάλυση του πιστωτικού κινδύνου των κρατών. Ο ρόλος τους έχει λάβει πρόσφατα νέα ώθηση με τη συνθήκη της Βασιλείας II. Οι οίκοι αξιολόγησης εξελίχθηκαν σε οικονομικούς κήσορες και καταλαμβάνουν το 90% των χρηματοπιστωτικών αξιολογήσεων. Με αρμοδιότητες μάλιστα και μικροοικονομικού και μακροοικονομικού χαρακτήρα, αφού στο μικροσκόπιο των αναλύσεών τους βάζουν τα χρέη και των επιχειρήσεων και των εθνικών οικονομιών.

Η διττή αυτή «αρμοδιότητα» θεωρείται η μία εκ των δύο αιτιών κριτικής που ασκούνται προς τους οίκους αξιολόγησης εν γένει. Διότι ενδεχόμενη κακή βαθμολόγηση μιας εταιρίας (μια υποβάθμιση των δυνατοτήτων που έχει να εξυπηρετήσει τα χρέη της για την ακρίβεια) έχει επίπτωση στους μετόχους και στους επενδυτές της συγκεκριμένης εταιρίας. Σε κάποιες χιλιάδες ανθρώπους, δηλαδή, που ανέλαβαν με δική τους πρωτοβουλία ένα επενδυτικό ρίσκο.

Περαιτέρω υποβάθμιση των δυνατοτήτων ενός κράτους να εξυπηρετήσει το χρέος του, ισοδυναμεί με κολασμό όλων των φορολογούμενων πολιτών του κράτους, εφόσον όλοι θα κληθούν να σηκώσουν το βάρος των επαχθέστερων όρων δανεισμού της χώρας τους. Προσπαθώντας να απαντηθούν κάποια ερωτήματα γύρω από τους οίκους η αγορά δεν παίρνει κάποια ικανοποιητική απάντηση. Γι' αυτό και με αφορμή τη σοβούσα κρίση πληθαίνουν οι φωνές που αμφισβητούν τη δικαιοδοσία και τον ρόλο των οίκων αξιολόγησης. Ο ρόλος τους είναι να κρίνουν τη μία ή την άλλη πολιτική, αλλά για τις χώρες που ζούν κατά πολύ με χρέη ο κίνδυνος υποβιβασμού επηρεάζει μεγάλες αποφάσεις, όπως για την αύξηση φόρων ή τη μείωση των

δημοσίων δαπανών. Μια επίπληξη από γνωστό οίκο μπορεί να επιταχύνει ένα πρόγραμμα λιτότητας

Αν μια χώρα ή μια εταιρία σταματήσει να αποπληρώνει, τότε μετατίθεται στην κατηγορία D (όπως default = παύση πληρωμών). Οι βαθμοί αυτοί μπορεί να συνοδεύονται από μια «προοπτική», θετική, σταθερή ή αρνητική, για τα δύο επόμενα χρόνια. Αν ο εκδότης (δηλαδή ο εκδότης ομολογιακού δανείου ή ο δανειζόμενος) «τεθεί υπό παρακολούθηση», αυτό σημαίνει ότι προειδοποιείται ο ίδιος και ο επενδυτής που αγοράζει αυτά τα ομόλογα ότι ενδέχεται να αλλάξει ο βαθμός. Τα ιδιογράμματα αυτά απευθύνονται στην ίδια την αγορά, η οποία αμέσως πιάνει το μήνυμα. Οι επενδυτές που αναζητούν ασφαλής ευκαιρίες για να τοποθετήσουν τα δολάρια, ευρώ ή γουάν τους στρέφονται στους βαθμούς αυτούς για να δουν τη φερεγγυότητα του ενός ή του άλλου. Οι οίκοι «παίζουν» με την επιθυμία για εξασφάλιση. Έτσι τα κράτη και οι εταιρίες που θέλουν να δανειστούν συχνά δεν έχουν άλλη επιλογή από το να ζητήσουν αξιολόγηση. Η αξιολόγηση επηρεάζει την πρόσβαση στην αγορά παραδέχονται γνωστοί οικονομικοί αναλυτές. Και το επίπεδο του βαθμού επίσης επηρεάζει το κόστος του δανείου.

Τέλος, οι οίκοι αξιολόγησης δεν θα πρέπει να ξεχαστεί ότι ο ρόλος τους στην παγκόσμια οικονομία είναι πάρα πολύ σημαντικός και παρέχουν στους επενδυτές σημαντικές πληροφορίες που τους βοηθά να αξιολογήσουν τους κινδύνους, ενώ παράλληλα μειώνει το κόστος των εκδοτών για την αναζήτηση κεφαλαίων. Πολλοί τους έχουν χαρακτηρίσει ως «τα μαντεία» των αγορών άλλοι ως τους τρεις «προφήτες» του χρηματοοικονομικού συστήματος.

III. Οι Σημαντικότεροι Οίκοι Αξιολόγησης

A. Εισαγωγή

Οι τρεις πλέον έγκυροι οίκοι πιστοληπτικής αξιολόγησης εταιριών και κρατών είναι η Standard & Poor's, η Moody's και η Fitch. Οι τρεις αυτοί οίκοι κατέχουν τη μερίδα του λέοντος στην παγκόσμια αγορά πιστοληπτικής αξιολόγησης, ελέγχοντας πάνω από το 95% της παγκόσμιας αγοράς. Στο πλαίσιο της παρούσας μελέτης και για την πληρέστερη κατανόηση του ρόλου των οίκων αξιολόγησης περιγράφεται συνοπτικά κατωτέρω η ιστορία και η δράση έκαστου οίκου.

B. Standard and Poor's

Η Standard and Poor's είναι θυγατρική της McGraw-Hill, ομίλου που δραστηριοποιείται στο χώρο των εκδόσεων και των ΜΜΕ στην Αμερική μεταξύ των οποίων και τέσσερις τηλεοπτικούς σταθμούς και μέχρι την 1^η Δεκεμβρίου το περιοδικό Business Work το οποίο πουλήθηκε στο Bloomberg. Στην αρχή η κύρια δραστηριότητά της ήταν αποκλειστικά οι εκτιμήσεις για κρατικά ομόλογα και άλλου είδους χρέη. Με τον συνεχή ανταγωνισμό και την εξέλιξη του κλάδου, θέλοντας να διατηρήσει την ηγεμονική της θέση, επεκτάθηκε στην αξιολόγηση χρηματοοικονομικών εγγυήσεων, τραπεζικών δανείων, αμοιβαίων κεφαλαίων και άλλου είδους χρεογράφων.

Η εταιρία ιδρύθηκε το 1906 ως Standard Statistics Bureau με κύριο σκοπό της την παροχή οικονομικών στοιχείων παρελθόντων ετών σε αποκλειστικά αμερικάνικες εταιρίες. Ύστερα από δέκα χρόνια ξεκίνησε τον προσδιορισμό και την δημοσιοποίηση αξιολογήσεων χρεών (debt ratings) εταιρικών ομολόγων, ενώ αργότερα ακολούθησαν οι αξιολογήσεις χρεών κρατών (sovereign debt ratings). Πλέον με ισχυρή παρουσία και στο χρηματιστήριο παρέχει υπηρεσίες και στους τομείς επενδυτικής έρευνας, διαμορφώνει χρηματιστηριακούς δείκτες (ο δείκτης s&p500 στο αμερικάνικο χρηματιστήριο και ο δείκτης s&p1200 για τις διεθνείς αγορές, με κεφάλαια που ξεπερνούν τα 1,5 τρις δολάρια να είναι συνδεδεμένα με την πορεία αυτών των δεικτών και χαρτοφυλάκια που ξεπερνούν τα 5 τρις δολάρια των οποίων η απόδοση συγκρίνεται με αυτούς τους δείκτες) παρέχει χρηματοοικονομικά στοιχεία, έρευνα και ανάλυση για επενδύσεις σταθερού εισοδήματος.

Σήμερα απασχολεί πάνω από 10.000 εργαζόμενους και έχει γραφεία σε πάνω από 22 χώρες. Αναπτύσσοντας δραστηριότητες εκτός από τις χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης και σε χώρες τις αμερικανικής ηπείρου και στην Λατινική Αμερική. Σύμφωνα με στοιχεία έχει πραγματοποιήσει εκτιμήσεις σε 150.000 τίτλους σε περισσότερες από 50 χώρες, κατέχει δε και αυτή προδιαγραφή NRSRO. Τα λειτουργικά της κέρδη διαμορφώθηκαν στα 2,65 δις δολάρια το 2009.

Γ. MOODY'S

Η Moody's Investors Service είναι η πιο αξιόπιστη και ευρέως χρησιμοποιούμενη στο χρηματοπιστωτικό σύστημα για την αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας, της έρευνας και της ανάλυσης των κινδύνων. Ιδρύθηκε το 1900 με την επωνυμία John Moody & Company από τον John Moody (1868-1958). Η εταιρία είχε σαν κύριο σκοπό τη συλλογή πληροφοριών που αφορούσαν στην κεφαλαιοποίηση, διαχείριση και οικονομική κατάσταση των εταιριών. Λόγω της κρίσης της αγοράς μετοχών, η εταιρία μη διαθέτοντας τα επαρκή κεφάλαια οδηγήθηκε σε πώληση. Μετά από δύο χρόνια επανήλθε στην αγορά, προχώρησε σε έκδοση βιβλίου με αναλύσεις για σιδηροδρομικές εταιρίες καταγράφοντας συμπεράσματα και αξιολογήσεις για την ποιότητα επένδυσης και στα χρεόγραφα. Με την ανάλυση μετοχών και ομολόγων έγινε η πρώτη εταιρία αξιολόγησης της αγοράς. Από το 1924 η Moodys καλύπτει σχεδόν το 100% της αμερικάνικης αγοράς ομολόγων παρέχοντας στους επενδυτές αξιόπιστες αξιολογήσεις με σκοπό τη ορθότερη διαχείριση του πιστωτικού κινδύνου. Μετά το 1940, η εταιρία είναι επίσημα αναγνωρισμένος επενδυτικός σύμβουλος και εκτός αυτού έχει την προδιαγραφή NRSRO. Η πολιτική που εφαρμόζει για την αμοιβή της είναι να χρεώνει εκ των προτέρων για μια αξιολόγηση και κάνει σπάνια εκτιμήσεις αν δεν της έχει ζητηθεί. Σε περιπτώσεις που ο πελάτης δεν είναι ευχαριστημένος από την έρευνα μπορεί να ζητήσει να μην δημοσιευθεί η έρευνα. Με άλλα λόγια οι αξιολογήσεις αυτές βασίζονταν σε δημοσιευμένες πληροφορίες και δεν πραγματοποιούνται κατόπιν αίτησης των εκδοτών των χρεογράφων. Η μεγάλη εξειδίκευση των αναλυτών της Moody's συμβάλλει στη δημιουργία σταθερών, διαφανών και ενοποιημένων χρηματοπιστωτικών αγορών, την προστασία της ακεραιότητας της πίστωσης.

Εκτός από τις βασικές δραστηριότητες σε αναλύσεις, η Moody's προβλέπει τα ερευνητικά δεδομένα και αναλυτικά εργαλεία για την αξιολόγηση του πιστωτικού κινδύνου, και διατηρεί ηγετική θέση στην αγορά πιστωτικών απόψεων και κρίσεων. Η ανεξαρτησία και η ακεραιότητα της Moody's έχει κερδίσει την εμπιστοσύνη των συμμετεχόντων στην αγορά κεφαλαίων σε όλο τον κόσμο και η ανάλυση της για το χρέος γραμμής καλύπτει περισσότερο από εκατό κυρίαρχα έθνη. Η πιστοληπτική αξιολόγηση και οι επενδυτές έχουν βοηθήσει στην έρευνα και στην ανάλυση των

πιστωτικών κινδύνων που σχετίζονται με τίτλους σταθερής απόδοσης. Η εν λόγω ανεξάρτητη αξιολόγησή της έχει συμβάλει στη βελτίωση της αποτελεσματικότητας στις αγορές σταθερού εισοδήματος και άλλες υποχρεώσεις σε συμβόλαια και παράγωγα παρέχοντας αξιόπιστη και ανεξάρτητη αξιολόγηση.

Εκτός από τις εξειδικευμένες υπηρεσίες της, η Moody's δημοσιεύει και έρευνες προσανατολισμένες στις πιστώσεις, συμπεριλαμβανομένων εις βάθος ερευνών για τις μεγάλες εκδόσεις χρέους, μελέτες για την αγορά και εγχειρίδια γνώμη πίστωσης κ.λπ.

Η Moody's διατηρεί γραφεία στα μεγαλύτερα χρηματοοικονομικά κέντρα του κόσμου και απασχολεί περίπου 4.000 άτομα σε όλο τον κόσμο, συμπεριλαμβανομένων περισσότερων από 1.000 αναλυτών. Στο ενεργητικό της εγγράφονται αξιολογήσεις χρέους 100 χωρών, 12.000 εταιρικές εκδόσεις ομολόγων, 29.000 δημόσιες εκδόσεις και 96.000 σύνθετα χρηματοδοτικά προϊόντα. Η εταιρία έχει επίσης επεκταθεί στις αναπτυσσόμενες αγορές μέσω κοινών επιχειρήσεων ή συμφωνιών με την υπαγωγή των τοπικών οργανισμών αξιολόγησης. Η Moodys είναι ο πρώτος οίκος αξιολόγησης που εισήχθη στο χρηματιστήριο και τα έσοδα της το 2008 διαμορφώθηκαν σε 1,8 δις δολάρια.

A. FITCH

Η Fitch, η οποία ανήκει σε όμιλο με έδρα το Παρίσι, είναι η μικρότερη από τους τρεις οίκους αξιολόγησης. Έχει τις ρίζες της στην Fitch Publishing Company, η οποία ιδρύθηκε το 1913. Λόγω του ανταγωνιστικού περιβάλλοντος και θέλοντας να αντεπεξέλθει σε αυτό ζητώντας μεγαλύτερο μερίδιο αγοράς συγχωνεύθηκε το 1997 με την IBCA Group του Λονδίνου. Ο συγκεκριμένος οίκος έχει παρατηρηθεί ότι αξιολογεί ευμενέστερα τις εταιρίες, θέλοντας να αποδυναμώσει το φαινόμενο «rating shopping» δηλαδή τη μεροληπτική στάση που έχουν οι οίκοι αξιολόγησης με τις εταιρίες. Η Fitch είναι η πρώτη εταιρία που εισήγαγε τη γνωστή κλίμακα αξιολόγησης (AAA, B, C...). Μαζί με τους άλλους δύο οίκους αξιολόγησης αναγνωρίστηκε το 1975 από την επιτροπή κεφαλαιαγοράς (Securities and Exchanges Commission Sec) ως εθνικά αναγνωρισμένος οργανισμός στατιστικής και αξιολόγησης (NRSRO).

Στις αρχές του 1990 και με τη συνεχή αναδιοργάνωση κεφαλαίων και αλλάζοντας τη διαχειριστική της ομάδα, η Fitch σημείωσε τεράστια επιτυχία στην παγκόσμια αγορά και επεκτάθηκε στην περιοχή των χρεογράφων (structured finance) παρέχοντας στους επενδυτές πρωτογενή έρευνα (original research), αυστηρές παρακολουθήσεις και συνεχείς ελέγχους καθώς και πολύπλοκες ερμηνείες στην ανάλυση πιστωτικού κινδύνου. Η παρουσία της επεκτείνεται στις κεφαλαιαγορές 150 χωρών. Εκτός από την εξειδικευμένη ανάλυση πιστωτικού κινδύνου, περιλαμβάνεται η παροχή στοιχείων, αναλύσεων και άλλων συναφών εργασιών. Αξίζει να σημειωθεί ότι ο μεγαλύτερος μέτοχος της είναι ο γαλλικός όμιλος Holding Fimalac, ενώ το 40% αυτής ανήκει στον όμιλο Hearst, ενός από τους ισχυρότερους ομίλους MME στην Αμερική και στον κόσμο, αφού ελέγχει πάνω από 64 εφημερίδες, 200 περιοδικά και 28 τηλεοπτικούς σταθμούς. Τέλος, η Fitch απασχολεί 2.100 εργαζόμενους και έχει γραφεία σε 49 χώρες.

IV. Διαδικασία Και Αποτελέσματα Της Αξιολόγησης

A. Η Διαδικασία

Η επιρροή που ασκούν οι οίκοι αξιολόγησης με τις ανακοινώσεις των υποβαθμίσεων στο επενδυτικό κοινό είναι τεράστια. Το αποτέλεσμα των διαβαθμίσεων εξαρτάται τόσο από την ανεξάρτητη και αμερόληπτη στάση των οίκων αξιολόγησης και των εταιριών που αξιολογούνται, όσο και από την διαφάνεια της διαδικασίας αξιολόγησης.

Αρκετοί οίκοι στηρίζουν την ανάλυση τους σε ποιοτικές και ποσοτικές αναλύσεις και άλλοι χρησιμοποιούν ποσοτικά μοντέλα. Χρησιμοποιούν περισσότερο την τυποποιημένη μέθοδο και σημαντικό ρόλο παίζουν οι στατιστικές έρευνες. Τις περισσότερες φορές η μορφή των αξιολογήσεων είναι συνάρτηση του όγκου δεδομένων αλλά και της ποιότητας.

Η διαδικασία είναι απλή και γίνεται μεταξύ του οίκου αξιολόγησης και της εταιρίας που επιθυμεί την αξιολόγησή της. Κατ' αρχήν ο οίκος αξιολόγησης επιλέγεται από την εκάστοτε εταιρία που θέλει να αξιολογηθεί. Ομάδα οικονομικών αναλυτών που αποτελείται από 5 άτομα και πάνω, συστήνει επιτροπή αξιολόγησης (rating committee) προκειμένου να λάβει όλες τις πληροφορίες και τα οικονομικά

στοιχεία της αξιολογούμενης εταιρίας. Οι πληροφορίες που λαμβάνουν υπόψη, είναι συνήθως οι λογιστικές και οικονομικές καταστάσεις της εταιρίας. Σε πολλές χώρες και ιδιαίτερα στην Αμερική, οι εταιρίες αξιολογούνται είτε το έχουν ζητήσει είτε όχι, και αφού παρουσιαστεί το αποτέλεσμα δηλαδή η διαβάθμιση, ο οίκος αξιολόγησης ανακοινώνει τον λόγο που τον οδήγησε σε αυτή την αξιολόγηση είτε στην επίσημη ιστοσελίδα του είτε στα μέσα μαζικής ενημέρωσης. Η διαβάθμιση αυτή επαναξιολογείται στο τέλος του χρόνου από τον οίκο αξιολόγησης και μπορεί να μεταβληθεί ανάλογα με την πορεία της οικονομίας και τις εκάστοτε συνθήκες. Η εταιρία που αξιολογείται σε περίπτωση που δεν αποδέχεται την αξιολόγηση έχει το δικαίωμα να ζητήσει επαναξιολόγηση.

Οι εταιρίες που δεν χρησιμοποιούν συστηματικά τη διαδικασία της αξιολόγησης του πιστωτικού κινδύνου από τους οίκους αξιολόγησης πολλές φορές κατηγορούνται για πλαστά θετικά αποτελέσματα. Οι ίδιες υποστηρίζουν ότι υπάρχει μεροληψία μεταξύ των οίκων, για να αποφύγουν αρνητικές διαβαθμίσεις και άλλες αρνητικές επιπτώσεις.

Οι συνέπειες για μια εταιρία με αρνητική κλίμακα είναι τεράστιες και το management της εταιρίας είναι ο τομέας που επηρεάζεται πιο πολύ σε αντίστοιχη περίπτωση. Τα πιο σημαντικά στοιχεία της διαδικασίας είναι τα outlooks και τα watchlists. Το outlook μπορεί να είναι θετικό, αρνητικό ή σταθερό, αφού αφορά στην πιθανή πορεία μιας αξιολόγησης μεσοπρόθεσμα. Ενώ μια εταιρία είναι σε κατάσταση watchlist, όταν πρόκειται να αλλάξει η διαβάθμισή της λόγω των οικονομικών συνθηκών γίνεται μια επανεξέταση των οικονομικών πληροφοριών, εφόσον η επιχείρηση είναι σε κατεύθυνση αλλαγής. Αξίζει να σημειωθεί ότι πολλές φορές για να είναι αξιόπιστη η αξιολόγηση και να υπάρχει αντικειμενικότητα και σαφήνεια στα αποτελέσματα, οι οίκοι δεν ανακοινώνουν τους οικονομικούς αναλυτές που θα προβούν στην ανάλυση για να μην υπάρξουν φαινόμενα μεροληψίας.

Τέλος, η διαδικασία που ακολουθούν οι οίκοι αξιολόγησης συνήθως είναι χρονοβόρα γιατί απαιτεί μεγάλο όγκο πληροφοριών και πρόσθετα στοιχεία ώστε να φτάσουν στο ικανοποιητικό αποτέλεσμα και όχι να καθυστερήσουν την αγορά και τον επενδυτή, δίνοντας λανθασμένες πληροφορίες.

B) Διαβαθμίσεις Αξιολογήσεων Πιστοληπτικής Ικανότητας

Οι διαβαθμίσεις είναι τα αποτελέσματα που δημοσιεύουν οι οίκοι αξιολόγησης με σκοπό να μετρήσουν την αξιοπιστία των εταιριών και κατά πόσο ανταποκρίνονται στις δανειακές και λοιπές τους υποχρεώσεις. Είναι πληροφορίες που μοιράζουν στις εταιρίες οι διεθνείς οίκοι αξιολόγησης. Συνήθως η διαβάθμιση αφορά την ικανότητα ενός οργανισμού να ανταπεξέλθει στις οικονομικές συνθήκες και άλλες φορές αφορά ομόλογα ή τις οικονομίες κρατών. Οι πληροφορίες αυτές βασίζονται σε πληροφορίες από λογιστικές καταστάσεις των εταιριών ή από ετήσιες οικονομικές καταστάσεις που δημοσιεύουν ή πολλές φορές από την ανταγωνιστική θέση που κατέχουν στον κλάδο τους.

Χαμηλός Πιστωτικός Κίνδυνος				Μέσος Πιστωτικός Κίνδυνος			Υψηλός Πιστωτικός Κίνδυνος			Μη Διαβαθμισμένες
AA	A	BB	B	C	D	E	F	G	H	N.R. / N.T.

Οι διαβαθμίσεις έχουν αποκτήσει μεγάλη φήμη αφού δημιουργούν οικονομίες κλίμακας με αποτέλεσμα να λύνουν το μεγάλο πρόβλημα της ασύμμετρης πληροφόρησης μεταξύ των εταιριών και των επενδυτών συμβάλλοντας δραστικά στην ανάπτυξη της παγκόσμιας αγοράς χρήματος και κεφαλαίου. Μέσω των διαβαθμίσεων οι δανειζόμενοι μπορούν να ελέγχουν τις εταιρίες με χαμηλό κόστος διαμεσολάβησης. Έτσι οι διαβαθμίσεις παίζουν πολύ σημαντικό ρόλο στην χρηματοπιστωτική αγορά γιατί πολλές φορές είτε με υποβαθμίσεις είτε με αναβαθμίσεις κάποιου οργανισμού ο επενδυτής ακολουθεί και διαγράφει μια πορεία.

Τα σύμβολα που βρίσκονται από τις διαβαθμίσεις είναι το (AAA, BB, C+) και άλλα παρεμφερή. Οι οίκοι αξιολόγησης χρησιμοποιούν διαφορετική κλίμακα και χρησιμοποιούν αυτά τα σύμβολα με διαφορετικό τρόπο. Αξίζει να σημειωθεί ότι οικονομικοί αναλυτές αναφέρουν ότι οι διαβαθμίσεις πιστοληπτικής ικανότητας είναι διαφορετικές από τις συστάσεις των αναλυτών για την καθαρή θέση μιας εταιρίας.

Δηλαδή οι διαβαθμίσεις θα πρέπει να λαμβάνονται υπόψη ως αξιολογήσεις του πιστωτικού κινδύνου ενός οργανισμού και όχι επενδυτικής συμβουλής.

Λόγω του ότι οι διαβαθμίσεις αφορούν περισσότερο την ανάλυση του πιστωτικού κινδύνου οι αναλυτές θέλουν να επικεντρωθούν περισσότερο σε αυτό τον τομέα και οι επενδυτές να μην αξιοποιούν την διαβάθμιση σαν εκτίμηση επένδυσης

Rating symbols

Table 1: Rating symbols for long-term and short-term debt

Interpretation	Moody's		Standard and Poor's		Fitch	
	Long-term	Short-term	Long-term	Short-term	Long-term	Short-term
Investment-grade ratings						
Highest credit quality	Aaa		AAA		AAA	
High credit quality	Aa1 Aa2 Aa3	Prime-1	AA+ AA AA-	A1+	AA+ AA AA-	F1
Strong payment capacity	A1 A2 A3	Prime-2	A+ A A-	A1	A+ A A-	
Adequate payment capacity	Baa1 Baa2 Baa3	Prime-3	BBB+ BBB BBB-	A2 A3	BBB+ BBB BBB-	F2 F3
Speculative-grade ratings						
Speculative Credit risk developing, due to economic changes	Ba1 Ba2 Ba3		BB+ BB BB-	B	BB+ BB BB-	B
Highly speculative, credit risk present, with limited margin safety	B1 B2 B3	Not prime	B+ B B-		B+ B B-	
High default risk, capacity depending on sustained, favourable conditions	Ca1 Ca2 Ca3		CCC+ CCC CCC- CC	C	CC+ CCC CCC- CC	C
Default, Although prospect of partial recovery	Ca, C		C, D	D	C, D	D

Γ) Υποβαθμίσεις Αξιολογήσεων

Εξετάζοντας βαθύτερα τη χρηματοοικονομική κρίση μπορούμε να βρούμε αρκετές αιτίες για το πρόβλημα όπως: οι άπληστοι τραπεζίτες, η απεισκευσία των επενδυτών, οι ρυθμιστικές αρχές που βρίσκονται σε αιχμαλωσία κ.λ.π. Στον

κατάλογο των αιτιών θα μπορούσε να προστεθούν και οι οίκοι αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας, όπως η Moody's, η S&P και η Fitch. Εξασφαλίζοντας αμφίβολες ασφάλειες με υποθήκη και υποτιμώντας τον κίνδυνο αθέτησης και τον αποκλεισμό, οι εταιρίες διαδραμάτισαν σημαντικό ρόλο στη διόγκωση της στεγαστικής φούσκας. Για τη σωστή μεταρρύθμιση του συστήματος το πρώτο βήμα που πρέπει να γίνει είναι να ελεγχθούν αυστηρά οι οίκοι. Δυστυχώς όμως αυτό δεν είναι εύκολη υπόθεση δεδομένου ότι όλα αυτά τα χρόνια οι κυβερνήσεις έχουν δώσει στους οργανισμούς βαρύνοντα ρόλο στη λειτουργία του χρηματοοικονομικού συστήματος.

Ο ρόλος των οίκων αξιολόγησης στη δημιουργία της οικονομικής φούσκας των τελευταίων ετών είναι γνωστός. Λιγότερο προφανής είναι ο ρόλος τους στην επιτάχυνση της συντριβής. Οι εταιρίες αυτές αλλάζουν τις αξιολογήσεις τους σε συχνή βάση, έτσι ώστε οι αλλαγές όταν συμβαίνουν είναι καθυστερημένες, γενικευμένες και μεγάλες. Σε διάστημα λίγων μηνών μεταξύ του τέλους του 2007 και στα μέσα του 2008, οι οργανισμοί συλλογικά υποβάθμισαν το αστρονομικό ποσό των 1,9 τρις δολάρια σε ενυπόθηκες ασφάλειες, όπου τίτλοι με αξιολόγηση AAA μέσα σε λίγες ημέρες είχαν υποβαθμιστεί σε CCC. Επειδή πολλοί θεσμικοί επενδυτές απαγορεύεται να έχουν στην κατοχή τους χαμηλής αξιολογήσεως τίτλους, οι υποβαθμίσεις αναγκαστικά οδήγησαν σε αναγκαστική πώληση, μεγαλώνοντας τον πανικό και εμποδίζοντας άλλους επενδυτές να εισέλθουν στην αγορά και να αγοράσουν τα προβληματικά χρέη φτηνά. Στην πραγματικότητα το σημερινό σύστημα ωθεί πολλούς μεγάλους επενδυτές να αγοράσουν ακριβά και να πουλήσουν φθηνά.

Τα τελευταία απογοητευτικά αποτελέσματα θα πρέπει να κάνουν τους επενδυτές να ταξινομήν όλες τις προσφορές και να αξιολογούν με καλύτερα κριτήρια. Η πρόσφατη οικονομική κρίση είναι ένα μάθημα για όσους αγοράζουν AAA περιουσιακά στοιχεία και γενικά προϊόντα με υψηλές βαθμολογίες να αξιολογούν με καλύτερο τρόπο και να μην παρασύρονται από τις τάσεις της αγοράς. Εντούτοις, αξίζει να σημειωθεί ότι οι υπηρεσίες αυτές ασκούν μεγάλη επιρροή στην παγκόσμια αγορά και είναι αδύνατον το σύστημα να μην εξαρτάται από αυτούς. Οι υποβαθμίσεις των αξιολογήσεων δημιούργησαν μεγάλο πρόβλημα στην χρηματοοικονομική αγορά θέτοντας ζήτημα ρευστότητας σε αρκετά κράτη και

μεγαλώνοντας τον πιστωτικό κίνδυνο τετελεσμένα και χωρίς να υπάρχει περιθώριο αντιμετώπισης της κατάστασης.

Είναι επίσης γνωστό ότι πολλοί οίκοι αξιολόγησης πιστωτικού κινδύνου καταφεύγουν σε υποβαθμίσεις μετά την κρίση και όχι πριν, πράγμα το οποίο με την επικινδυνότητα της κατάστασης και της ευρύτερης μη ψύχραιμης συμπεριφοράς μπορεί να οδηγήσει σε μεγαλύτερες και άσχημες καταστάσεις.

Δεν θα ήμασταν ίσως υπερβολικοί εάν ισχυριζόμασταν ότι τόσο το μέλλον του καπιταλιστικού συστήματος όσο και η σημερινή ή οι μελλοντικές κρίσεις του παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού συστήματος βρίσκονται σε άμεση σχέση με τις τρεις αμερικανικές εταιρείες αξιολόγησης με το «trio inferno». Ας μην ξεχνάμε ότι ακριβώς αυτές, δίνοντας βαθμολογία «AAA» σε πολλά «μη αξιολογήσιμα» CDOs, βασισμένα στα γνωστά μας ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια χαμηλής εξασφάλισης (subprimes), οδήγησαν το παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα στο χείλος της αβύσσου - θα είχε μάλλον καταστραφεί εάν δεν παρενέβαιναν, αμέσως και από κοινού, όλα τα κράτη για να το διασώσουν, διακινδυνεύοντας μια δημοσιονομική κρίση άνευ προηγουμένου.

Δ.Αναβαθμίσεις Αξιολογήσεων

Η διαβάθμιση των επιχειρήσεων σε ζώνες πιστοληπτικής ικανότητας προκύπτει από την αξιολόγηση συγκεκριμένων χαρακτηριστικών τους και αποτυπώνεται σε κλίμακα διαβάθμισης (AA, A, BB, B, C, D, E, F, G, H). Σε κάθε διαβάθμιση αντιστοιχεί συγκεκριμένη πιθανότητα εμφάνισης ασυνέπειας. Όσο υψηλότερη είναι η διαβάθμιση στην οποία κατατάσσεται η επιχείρηση, τόσο μικρότερη είναι η πιθανότητα εμφάνισης ασυνέπειας ή και πτώχευσης. Αντίθετα, όσο χαμηλότερη είναι η διαβάθμιση στην οποία κατατάσσεται η επιχείρηση τόσο μεγαλύτερη είναι η πιθανότητα εμφάνισης ασυνέπειας ή και πτώχευσης. Έτσι στις διαβαθμίσεις AA έως και B κατατάσσονται επιχειρήσεις χαμηλού πιστωτικού κινδύνου, ενώ στις διαβαθμίσεις F έως και H κατατάσσονται επιχειρήσεις υψηλού πιστωτικού κινδύνου.

Στο μέσο της κλίμακας διαβάθμισης, δηλαδή στις κατηγορίες C, D και E, κατατάσσονται οι επιχειρήσεις μέσου πιστωτικού κινδύνου. Η πιστοληπτική διαβάθμιση (credit rating) των επιχειρήσεων επηρεάζεται θετικά όταν μια σειρά συγκεκριμένων ποιοτικών και ποσοτικών χαρακτηριστικών ή και συνδυασμός των χαρακτηριστικών αυτών βελτιώνεται και αρνητικά όταν τα παραπάνω χαρακτηριστικά ή οι συνδυασμοί τους επιδεινώνονται. Τέτοια χαρακτηριστικά μπορεί

να είναι οικονομικά στοιχεία όπως λογαριασμοί ισολογισμών ή αριθμοδείκτες, αλλά και ποιοτικά χαρακτηριστικά όπως τα έτη παρουσίας στην αγορά, ο κλάδος δραστηριοποίησης, ο αριθμός των απασχολουμένων, οι εισαγωγές, οι εξαγωγές, κλπ.

E. Αμοιβές οίκων αξιολόγησης

Στην αρχή της ιστορίας τους οι οίκοι παρείχαν αξιολογήσεις σε εκδότες χρεογράφων χωρίς να ζητούν κάποια αμοιβή γι'αυτή τους την υπηρεσία, και κάλυπταν τα λειτουργικά τους έξοδα αποκλειστικά από τις δημοσιεύσεις. Η ζήτηση όμως για αξιολογήσεις μεγάλωνε και τα έσοδα από τις δημοσιεύσεις δεν ήταν επαρκή. Έτσι, οι οίκοι καθιέρωσαν την αμοιβή από τους εκδότες χρεογράφων. Η χρηματοπιστωτική αγορά είχε γίνει πλέον ανταγωνιστική και για να μπορέσουν να διατηρήσουν την κυριαρχία τους αποφάσισαν να αμείβονται από τους οργανισμούς που ζητούσαν αξιολόγηση.

Η πιο σημαντική αφορμή για τους οίκους αξιολόγησης ήταν η πτώχευση αρκετών εταιριών που έδωσε το έναυσμα στους επενδυτές να αναρωτηθούν για την οικονομική λειτουργία πολλών εταιριών και να προβούν σε ρευστοποίηση των επενδύσεων τους. Η ζήτηση για αξιολογήσεις και για οικονομική σταθερότητα της αγοράς μετέτρεψε τους οίκους αξιολόγησης σε ρυθμιστές του χρηματοπιστωτικού συστήματος και μάλιστα τους πιο καλά αμειβόμενους. Οι αμοιβές διαφέρουν και ποικίλουν, αναλόγως το μέγεθος και τον τύπο των χρεογράφων. Στις αμοιβές υπάρχουν αρκετές κλίμακες. Υπάρχουν και χαμηλά όρια και ανώτατα όρια αμοιβών, οι αμοιβές των εκδοτών πολλές φορές είναι αρκετά χαμηλές. Η Moody's, η Fitch και S&P έχουν συγκεκριμένη λίστα τιμών για τις αξιολογήσεις: 0,0325% για εκδόσεις πάνω από 500.000.000\$ με ελάχιστη αμοιβή 25.000\$ και μέγιστη 130.000\$.

Η ύπαρξη αμοιβής κάνει τους οίκους αξιολόγησης να εφαρμόζουν αποτελεσματικές μεθόδους και να τους ωθούν σε καλές αξιολογήσεις προκειμένου να ικανοποιήσουν τους πελάτες τους. Από την άλλη πλευρά το να δώσουν μια καλή αξιολόγηση θα τους κάνει να διατηρήσουν τη φήμη τους και την εμπιστοσύνη των επενδυτών. Αντιθέτως μια κακή αξιολόγηση θα έχει απώλεια εμπιστοσύνης από πλευρά επενδυτών, απαξίωση των αξιολογήσεων και το φυσικό επακόλουθο να μειωθεί η αμοιβή τους, αφού οι εκδότες χρεογράφων δεν θα τους εμπιστεύονται.

Οι οίκοι αξιολόγησης επικρίνονται για τον τρόπο πληρωμής τους, καθώς αμείβονται από τους ίδιους τους κρινόμενους για φερεγγυότητα. Το θέμα είναι ταμπού γιατί όλοι παραπέμπουν σε ζητήματα εμπιστευτικότητας των συμβολαίων και είναι αδύνατον να μάθει κανείς τους όρους πληρωμής των συμβάσεων που συνάπτουν οι οίκοι αξιολόγησης με τον εκάστοτε αξιολογούμενο. Επιπλέον, προτού δημοσιευθούν, τα συμπεράσματα της αξιολόγησης υποβάλλονται πρώτα στο πελάτη. Οι καχύποπτοι ωστόσο επισημαίνουν ότι η αμοιβή των οίκων αποτελείται από ένα σταθερό τμήμα αλλά και ένα τμήμα αναλογικό προς το ύψος του δανείου. Οι οίκοι έχουν επομένως συμφέρον ο βαθμός να είναι καλός, για να μπορέσει ο πελάτης τους να εκδώσει μαζικά νέους τίτλους για χρηματοδότηση του χρέους και το δεύτερο τμήμα της αμοιβής τους έτσι να είναι μεγαλύτερο. Άλλωστε, πριν από την κρίση των subprimes, οι οίκοι σταθερά τα αξιολογούσαν στην κορυφή (AAA), σπρώχνοντας έτσι τους επενδυτές σε όλα αυτά τα δομημένα προϊόντα που αποδείχθηκαν «τοξικά».

ΣΤ. Σύγκρουση Συμφερόντων

Οι οίκοι αξιολόγησης είναι οι υπεύθυνοι της μεταβολής των διαβαθμίσεων πιστοληπτικής ικανότητας λόγω της συνεχούς ροής πληροφοριών που λαμβάνουν από τις εταιρίες ή από τα διεθνή οικονομικά συστήματα. Άρα είναι φυσιολογικό μέσα από την ανάγκη για βελτίωση των αποτελεσμάτων των αξιολογήσεών τους και την απόλυτη κυριαρχία στην παγκόσμια αγορά να υπάρχει σύγκρουση συμφερόντων μεταξύ των οίκων.

Οι οίκοι αξιολόγησης δεν χρεώνουν τους επενδυτές για τις πληροφορίες που παρέχουν, γιατί η κύρια πηγή εσόδων τους είναι η πώληση των εκδόσεων τους. Αυτή η λογική που ακολουθούν έχει σαν άμεσο αποτέλεσμα να μην υπάρχει πρόβλημα διαρροής πληροφοριών και διαδικασιών αφού αναγκάζονται μαζί με τα αποτελέσματά τους να δημοσιοποιούν και τον λόγο που τους οδήγησε σε αυτή την απόφαση και να τον αιτιολογούν. Συνοψίζοντας, μπορούμε να πούμε πως οι αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας έχουν θετικά χαρακτηριστικά όμως μέσω των εταιριών που αξιολογούν είναι φανερό ότι υπάρχει ένα είδος σύγκρουσης συμφερόντων. Η πρακτική να πληρώνουν οι εκδότες δημιουργεί μια ενδεχόμενη «σύγκρουση». Η εξάρτηση των οργανισμών από τις εταιρίες που αξιολογούν θα μπορούσε να τους παρακινήσει να αξιολογούν τους εκδότες περισσότερο ελαστικά

και να μετριάσουν την διάθεσή τους για αρνητική αξιολόγηση. Αυτή η ενδεχόμενη σύγκρουση μπορεί να επιδεινωθεί από τις χρεώσεις των οργανισμών καθώς οι εκδότες ασκούν σημαντική επιρροή στους οίκους. Αυτό το συγκεκριμένο μοντέλο πληρωμής του εκδότη δημιουργεί συγκρούσεις συμφερόντων αλλά οι οίκοι έχουν αποδείξει ότι καταφέρνουν να διατηρούν την φήμη τους και να μην επηρεάζονται.

Για να μπορέσουν οι οίκοι να διατηρήσουν την ανταγωνιστικότητά τους και το επενδυτικό τους κοινό, θα πρέπει να αντιμετωπίσουν την σύγκρουση συμφερόντων και να την περιορίσουν. Γι αυτό και τα μέτρα που πήρε η Ευρωπαϊκή Επιτροπή περιελάμβανε δημοσίευση των διαδικασιών που ακολουθούν και πλήρης ενημέρωση για τη μεθοδολογία τους.

V. Αξιολόγηση Εταιριών

A. Εταιρίες Υψηλού Και Χαμηλού Πιστωτικού Κινδύνου

Όσον αφορά στις υποβαθμίσεις οι εταιρίες με χαμηλό συντελεστή έχουν μια δραματική επιδείνωση στις λειτουργικές και χρηματοοικονομικές τους επιδόσεις όπως μετράται από τη βιομηχανία προσαρμοσμένων λογιστικών αναλογιών συμπεριλαμβανομένων την ανάπτυξη των πωλήσεων, το περιθώριο κέρδους, την καθαρή ταμειακή ροή και γενικά τον κύκλο εργασιών του ενεργητικού. Η χρηματοπιστωτική κρίση επιφέρει σοβαρότερες συνέπειες για τα αποθέματα χαμηλού κινδύνου από ότι τα αποθέματα υψηλού κινδύνου. Ενώ η επιδείνωση των θεμελιωδών οικονομικών και λειτουργικών επιδόσεων γύρω από τις υποβαθμίσεις πρέπει να αναμένεται, παρατηρούμε ότι η επιδείνωση των χαμηλών αποθεμάτων τόσο πριν όσο και μετά τις υποβαθμίσεις δεν προβλέπεται από την αγορά, όπως αποδεικνύεται από τις προβλέψεις των αναλυτών και όπως προκύπτει από τα κέρδη. Οι αναθεωρήσεις των προβλέψεων των αναλυτών και τα κέρδη γύρω από τις υποβαθμίσεις είναι αρνητικά και πολύ μεγαλύτερα σε απόλυτες τιμές για τα αποθέματα χαμηλού συντελεστή για πάνω από ένα έτος μετά την υποβάθμιση.

Αξίζει να σημειωθεί ότι τα ιδρύματα μειώνουν κατά 50% τις εκμεταλλεύσεις τους σε αποθέματα με χαμηλό συντελεστή στην περίοδο των υποβαθμίσεων, ενώ στα

αποθέματα υψηλής ποιότητας δεν αλλάζουν. Αυτή η πίεση πώλησης είναι σταθερή και η πτώση των τιμών των χαμηλών κυμαίνεται πτωτικά σε σχέση με τα υψηλής ποιότητας. Η αρνητική σχέση μεταξύ του πιστωτικού κινδύνου και των αναμενόμενων αποδόσεων οδηγείται από την κακή επίδοση των τιμών των χαμηλής ποιότητας αποθεμάτων που βγαίνει από τις υποβαθμίσεις. Οι υποβαθμίσεις είναι μεγαλύτερες σε μέγεθος και συχνότητα στα low-rated αποθέματα απ'ότι στα high-rated αποθέματα.

Πολλές εμπειρικές μελέτες και αναλύσεις που έχουν πραγματοποιηθεί από αναλυτές μεγάλων οίκων αξιολόγησης πιστωτικού κινδύνου έχουν βρεθεί λύσεις στο δύσκολο ερώτημα που τίθεται αν τα υψηλά πιστωτικού κινδύνου αποθέματα πραγματοποιούν χαμηλότερες αποδόσεις απ'ότι τα χαμηλού κινδύνου αποθέματα.

Θεωρητικά, οι risk-averse επενδυτές θα πρέπει να απαιτούν ένα θετικό ασφάλιστρο κινδύνου για την αγορά αποθεμάτων υψηλού πιστωτικού κινδύνου. Εμπειρικά ωστόσο θεωρούμε ότι τα χαμηλού κινδύνου αποθέματα παράγουν αποδόσεις 1.16% το μήνα και 7,60% το χρόνο υψηλότερες απ'ότι θα κέρδιζαν τα υψηλού πιστωτικού κινδύνου. Η διαφορά στις αποδόσεις μεταξύ υψηλού και χαμηλού κινδύνου αποθεμάτων προέρχεται από τις υποβαθμίσεις των αξιολογήσεων πιστοληπτικής ικανότητας, ενώ δεν υπάρχει διαφορετική απόδοση σε σταθερές περιόδους, δεν υπάρχει αλλαγή της αξιολόγησης συνήθως σε συνθήκες που βελτιώνονται οι συνθήκες πίστωσης. Στην ουσία οι αρνητικές αποδόσεις των αποθεμάτων χαμηλής αξιολόγησης όταν έχουμε υποβαθμίσεις προκύπτει λόγω του γεγονότος ότι η λειτουργική και χρηματοοικονομική εικόνα των low-rated stocks είναι ουσιαστικά χειρότερη απ'ότι των high-rated stocks.

B. Αξιολόγηση Εταιριών Και Κεφαλαιακή Διάρθρωση Των επιχειρήσεων

Οι αξιολογήσεις της πιστοληπτικής ικανότητας επηρεάζουν άμεσα και τις αποφάσεις διάρθρωσης του κεφαλαίου των επιχειρήσεων. Εταιρίες οι οποίες βρίσκονται κοντά σε μια αναβάθμιση ή σε μια υποβάθμιση της πιστοληπτικής ικανότητας έχουν ζήτημα λιγότερου χρέους σε σχέση με το μετοχικό κεφάλαιο από τις επιχειρήσεις που δεν είναι κοντά σε αλλαγή της αξιολόγησής τους. Αυτή η

συμπεριφορά είναι συνεπής με διακριτά κόστη και οφέλη στις αλλαγές των ratings αλλά δεν εξηγείται από τις παραδοσιακές θεωρίες διάρθρωσης του κεφαλαίου. Οι υπεύθυνοι φαίνεται να παίρνουν πολύ σοβαρά τις αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας όταν παίρνουν αποφάσεις για διάρθρωση κεφαλαίου. Ένα πρόσφατο παράδειγμα στην Αμερική το οποίο δημοσιεύτηκε από γνωστή εφημερίδα ανέφερε ότι εκδόθηκαν περισσότερο από 1 δις δολάρια σε νέες μετοχές ελπίζοντας να προλάβουν μια πιθανή υποβάθμιση στις αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας. Οι αξιολογήσεις αυτές είναι η δεύτερη μεγαλύτερη ανησυχία για τους CFOs για τον προσδιορισμό της διάρθρωσης του κεφαλαίου τους και το 57,1% θεωρεί ότι η μέτρηση του πιστωτικού κινδύνου από τους οίκους αξιολόγησης και τα αποτελέσματα αυτών είναι πολύ σημαντικά για το πως θα επιλέξουν το κατάλληλο ποσό οφειλής για την εταιρία τους.

Επιπλέον αρκετοί οικονομικοί κύκλοι αναφέρουν ότι οι αξιολογήσεις της πιστοληπτικής ικανότητας κατατάσσονται πολύ ψηλότερα από πολλούς παράγοντες που προτείνεται από τις παραδοσιακές θεωρίες διάρθρωσης του κεφαλαίου, όπως «το φορολογικό πλεονέκτημα της έκπτωσης τόκων». Η επιρροή των αξιολογήσεων πάνω στις αποφάσεις διάρθρωσης του κεφαλαίου δεν έχουν ερευνηθεί επίσημα αλλά οι τελευταίες μελέτες αποδεικνύουν ότι η αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας λαμβάνεται υπόψη από αυτούς που παίρνουν αποφάσεις για τη διαχείριση κεφαλαίων λόγω των διακριτών κόστων ή οφέλων που συνδέονται με διαφορετικά επίπεδα διαβάθμισης.

Η σημασία των αξιολογήσεων πιστοληπτικής ικανότητας στην λήψη αποφάσεων σε σχέση με την κεφαλαιακή δομή μιας εταιρίας συνάγεται από το γεγονός ότι εταιρίες όταν βρίσκονται κοντά σε αλλαγή της αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας εκδίδουν λιγότερο καθαρό χρέος σε σχέση με την καθαρή θέση, ενώ συμβαίνει το αντίστροφο σε εταιρίες που η διαβάθμιση της αξιολόγησης παραμένει σταθερή. Αυτές οι ανησυχίες έχουν να κάνουν συγκεκριμένα με τον κίνδυνο αθέτησης. Από την άλλη πλευρά εταιρίες ενός δεδομένου επιπέδου διαβάθμισης θα εκδίδουν περισσότερο χρέος κατά μέσο όρο εάν κοντά σε μια αναβάθμιση, βρίσκεται καλύτερης ποιότητας πίστωση. Η χαμηλή αξιολόγηση μιας εταιρίας μπορεί να επιφέρει αρκετά προβλήματα λόγω ότι η εταιρία αυτή γίνεται πιο επιρρεπής σε μια οικονομική κρίση σε σχέση με άλλες εταιρίες υψηλής αξιολόγησης.

Αν και τα τελευταία χρόνια υψηλές βαθμολογίες και παραλήψεις έχουν συμβάλει στην επέκταση της οικονομικής κρίσης.

Οι διακριτές δαπάνες ή οφέλη που συνδέονται με μια αλλαγή στην βαθμολογία δείχνουν ότι υπάρχει μια ασυνεχής σχέση μεταξύ μόχλευσης και σταθερή αξία, ενώ οι δημοσιονομικές ανησυχίες έδειξαν ότι δεν παρατηρείται τέτοια ασυνέχεια σε παρόμοιες εμπειρικές μελέτες. Για το λόγο αυτό, οι μεταβλητές που ελέγχουν την χρηματοοικονομική κατάσταση μιας εταιρείας, περιλαμβάνονται στις εμπειρικές δοκιμές για τον εντοπισμό αποτελεσμάτων αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας που είναι διαφορετικά από οποιεσδήποτε οικονομικές επιπτώσεις.

VI. Αξιολόγηση Κρατών Πριν και Μετά την Κρίση

A. Εισαγωγή

Οι αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας κρατών διαδραματίζουν κρίσιμο ρόλο και καθορίζουν σε μεγάλο βαθμό, ποιες χώρες έχουν την απαραίτητη πρόσβαση στις διεθνείς κεφαλαιαγορές. Ορισμένες μελέτες έχουν δείξει ότι οι αλλαγές στις αξιολογήσεις της πιστοληπτικής ικανότητας έχουν σημαντικό αντίκτυπο στην απόδοση κρατικών ομολόγων. Μετά από μια περιστασιακή επιθεώρηση των αξιολογήσεων στα κράτη δεν εκπλήσσει το γεγονός ότι οι χώρες με τις χαμηλότερες αξιολογήσεις δεν είναι σε θέση να δανειστούν από τις διεθνείς κεφαλαιαγορές συνολικά και εξαρτώνται από επίσημα δάνεια πολυμερών οργανισμών ή από επιμέρους κυβερνήσεις. Η αξιολόγηση κρατών επηρεάζει επίσης τους όρους κατά τους οποίους ο ιδιωτικός τομέας μπορεί να δανειστεί από τις διεθνείς πηγές.

Αξίζει να σημειωθεί ότι για τις βιομηχανικές χώρες, η πρόσβαση στην αγορά κεφαλαίων λαμβάνεται ως δεδομένη, ενώ στις αναδυόμενες αγορές η πρόσβαση στις διεθνείς αγορές κεφαλαίου είναι επισφαλής και με μεγάλες διακυμάνσεις. Αποτέλεσμα που δείχνει ότι οι αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας που πραγματοποιούνται στις αναδυόμενες χώρες διαδραματίζουν ρόλο βαρύνουσας σημασίας. Σε περίπτωση αλλαγών στις αξιολογήσεις κρατών θα υπάρξουν προβλήματα στην πρόβλεψη μιας νομισματικής ή μιας τραπεζικής κρίσης. Παρ' όλα αυτά, οι βιομηχανικές χώρες είχαν το μερίδιό τους από τις νομισματικές κρίσεις όπως

η Γαλλία και το Ηνωμένο Βασίλειο στην μεγάλη κρίση του 1992-1993 μέσω του μηχανισμού συναλλαγματικών ισοτιμιών. Στην πράξη ωστόσο στις αναδυόμενες αγορές υπάρχει μια στενή σχέση μεταξύ τραπεζικής κρίσης και νομισματικής κρίσης. Οι πολυάριθμες οικονομικές κρίσεις από το 1990 μέχρι και σήμερα και τα τεράστια πακέτα εγγυήσεων σε μια προσπάθεια να παρακάμψουν την πιθανότητα αθέτησης, πιστοποιούν αυτή την στενή σχέση. Ως εκ τούτου, εάν οι αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας είναι διορατικές τότε υπάρχει μεγάλο ενδεχόμενο οι οικονομικές κρίσεις στις αναδυόμενες χώρες να προηγούνται συστηματικά με υποβαθμίσεις. Ωστόσο από πρόσφατα ανεπίσημα στοιχεία δεν προκύπτει ότι οι οικονομικές κρίσεις δημιουργούνται από υποβαθμίσεις αξιολογήσεων πιστοληπτικής ικανότητας λόγω ότι κανένας δεν μπορεί να προβλέψει την κρίση. Ένα μεγάλο ερώτημα που γεννάται είναι αν η οικονομική κρίση είναι μέρος των οίκων αξιολόγησης να προβλέψουν δυσκολίες αντιμετώπισης του χρέους ή είναι πιο γενικευμένη και συστηματική.

Ένα μεγάλο μέρος οικονομικών αναλυτών που εξετάζουν τις σχέσεις των οικονομικών κρίσεων με τις αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας κρατών καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι κανένας δεν μπορεί να προβλέψει την κρίση αλλά μπορούν να παρουσιάσουν κάποιες ενδείξεις από τις υψηλές ή τις χαμηλές αξιολογήσεις που απορρέουν από τα οικονομικά στοιχεία που οι ίδιοι συλλέγουν. Οι Calvo & Reinhart (2000) υποστήριξαν ότι ένας από τους λόγους που στις αναδυόμενες χώρες μπορεί να φοβούνται υποτιμήσεις ή μεγάλες αποσβέσεις είναι ότι αυτές ακολουθούνται από έλλειψη πρόσβασης στις διεθνείς πιστωτικές αγορές, η οποία με την σειρά της οδηγεί σε αυστηρές πτώσεις.

B. Αξιολόγηση Κρατών Πριν την Κρίση

Είναι γνωστό ότι οι αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας κρατών και οι εκάστοτε αλλαγές που πραγματοποιούνται με τις υποβαθμίσεις ή τις αναβαθμίσεις ανάλογα με την πορεία της οικονομίας κάθε χώρας είναι άριστα συνδεδεμένες με οικονομική ή νομισματική κρίση. Ίσως το πιο σημαντικό απ'όλα αυτά είναι να εντοπίσουμε αν υπάρχουν αποδεικτικά στοιχεία στο αν οι υποβαθμίσεις των αξιολογήσεων από τους διάφορους οίκους προηγούνται των οικονομικών κρίσεων.

Γενικά, οι οικονομικές κρίσεις είναι δύσκολο να προβλεφθούν και μάρτυρες της κακής απόδοσης είναι τα διεθνή spreads επιτοκίων και νομισμάτων. Συγκεκριμένα, ωστόσο, από τα τελευταία αποτελέσματα παρουσιάζεται μια ενδεικτική προσφορά αν και σαφή απάντηση στο ερώτημα αυτό δεν υπάρχει. Φαίνεται ότι οίκοι αξιολόγησης έχουν την τάση να επικεντρώνονται στην "λάθος" δέση βασικών στοιχείων όταν πρόκειται για πρόβλεψη των κρίσεων. Για παράδειγμα, μεγάλο βάρος έχει δοθεί στην ανάλυση του χρέους το οποίο τείνει να γίνει φτωχός προάγγελος των οικονομικών πιέσεων. Υποτίθεται, πολύ εξελιγμένα συστήματα διαχείρισης κινδύνου που ανέλαβαν την αξιολόγηση όλων αυτών των προϊόντων για τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα από τις εταιρείες αξιολόγησης πιστοληπτικού κινδύνου θα έφερναν σωστά αποτελέσματα τα οποία δεν ήλθαν, ενώ ήταν φανερό ότι υπήρχαν πολλές περιπτώσεις παραβίασης του ισχύοντος κανονιστικού πλαισίου λόγω «σύγκρουσης συμφερόντων».

Έτσι, φθάσαμε στις αρχές του 2007, όπου τοποθετείται και η έναρξη της τελευταίας κρίσης. Η αναστροφή της τάσης συνεχούς ανόδου των τιμών των ακινήτων στις ΗΠΑ συνοδεύτηκε με την κρίση στην αγορά ενυπόθηκων δανείων υψηλού κινδύνου (subprime loans). Η αγορά χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών άρχισε να κλυδωνίζεται καθώς αρκετά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα ήταν εκτεθειμένα σε πολύπλοκα δομημένα προϊόντα τα οποία, αν και είχαν βαθμολογηθεί με άριστα (AAA triple A) από τις εταιρείες αξιολόγησης πιστοληπτικού κινδύνου βασιζόνταν σε δανειακές συμβάσεις οι οποίες ήταν στο μεγαλύτερο ποσοστό τους επισφαλείς. Γενικά πριν την κρίση παρατηρείται το εξής φαινόμενο: οι οίκοι αξιολόγησης προβαίνουν σε ελάχιστες υποβαθμίσεις, ελάχιστες προειδοποιήσεις γιατί κανένας δεν μπορεί να συγκλίνει τις προσδοκίες της αγοράς και να προβλέψει την οικονομική καταστροφή.

Γ. Αξιολόγηση Κρατών Μετά την Κρίση

Έχουμε ήδη παρατηρήσει και αναλύσει πως οι υποβαθμίσεις στις αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας παρουσιάστηκαν στην περίοδο όπου η κρίση εξελισσόταν σταθερά. Τώρα θα εξετάσουμε την αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας από τους διάσημους οίκους αξιολόγησης και τους εξειδικευμένους οικονομικούς αναλυτές μετά την κρίση που έχει δημιουργηθεί, και πως αντανακλά στην παγκόσμια οικονομία και ειδικά στις αναπτυσσόμενες και αναδυόμενες αγορές.

Παρατηρούμε ότι μετά την κρίση οι αλλαγές στις αξιολογήσεις επηρεάζουν περισσότερο την οικονομική κατάσταση μιας χώρας γιατί χειροτερεύουν την πρόσβαση σε χρηματοδοτήσεις. Δημιουργούν πανικό στον επενδυτή και οδηγούν την αγορά σε προβλήματα ρευστότητας. Λανθασμένες πολιτικές και κακόβουλες στρατηγικές των υπευθύνων προσπαθώντας να διασώσουν και να βελτιώσουν την αρνητική κατάσταση που επικρατεί, επιδρούν αρνητικά και διογκώνουν το πρόβλημα. Αντιθέτως η κατάσταση αυτή πρέπει να αντιμετωπιστεί με ελάχιστες υποβαθμίσεις και προειδοποιήσεις από πλευράς οίκων και με μια σταθερή πολιτική από πλευράς κυβερνήσεων και όχι με βιαστικές αποφάσεις που συνέπεια έχουν την επιδείνωση της ήδη δύσκολης κατάστασης.

Δ. Αποτελέσματα Αξιολογήσεων πριν και Μετα την Κρίση

Παρατηρούμε ότι σε κάποιες ερωτήσεις όπως: εάν μπορούν οι αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας κρατών να προβλέψουν μια οικονομική ή νομισματική κρίση, τι πρέπει να αλλάξει για να γίνει αυτό, πως συμπεριφέρεται η οικονομική ανάλυση μετά και πριν την κρίση, υπάρχουν διαφορές μεταξύ αναδυόμενων αγορών και ανεπτυγμένων, δεν υπάρχουν σαφής και απόλυτες απαντήσεις. Όσον αφορά στην ικανότητα αλλαγών των αξιολογήσεων για την πρόβλεψη οικονομικών κρίσεων, οι εμπειρικές αναλύσεις που έχουν πραγματοποιηθεί έδειξαν ότι οι αξιολογήσεις πιστωτικού κινδύνου των κρατών και τα οικονομικά στοιχεία που συλλέγουν αναλυτές δείχνουν ότι αποτυγχάνουν να προβλέψουν κάθε μορφή κρίσης.

Το αποτέλεσμα αυτό φαίνεται να είναι έντονο σε όλες τις μορφές οικονομικών κρίσεων, σε προδιαγραφές μοντέλων και προσεγγίσεων. Μόνο για τις αξιολογήσεις θεσμικών επενδυτών υπάρχει κάποια ασθενής απόδειξη ότι οι υποβαθμίσεις προηγούνται των νομισματικών κρίσεων και πάλι όμως δεν υπάρχει ολοκληρωμένη παραδοχή. Όσον αφορά στην συμπεριφορά των αξιολογήσεων μετά την κρίση και τις διαφορές των αναπτυγμένων και αναδυόμενων αγορών υπάρχουν ενδείξεις ότι οι αξιολογήσεις κρατών διαδραματίζουν σημαντικότερο ρόλο στις αναδυόμενες αγορές παρά στις αναπτυγμένες χώρες. Τόσο η πιθανότητα υποβάθμισης όσο και το μέγεθος επιρροής είναι μεγαλύτερο στις χώρες αυτές.

Η διαφορά των αναδυόμενων και ανεπτυγμένων αγορών στην πρόσβαση στις διεθνείς κεφαλαιαγορές επηρεάζουν τα αποτελέσματα της κρίσης του νομίσματος ιδίως όσον αφορά στην παραγωγή. Γενικότερα οι οικονομικές κρίσεις είναι δύσκολο να προβλεφθούν και αυτό φαίνεται από τις αποκλίσεις των επιτοκίων και τις υποβαθμίσεις αφού έχει ξεσπάσει η κρίση.

VII. Μέτρα Της Ευρωπαϊκής Ένωσης Για Τους Οίκους Αξιολόγησης

A. Εισαγωγή

Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή υιοθέτησε πρόσφατα νέους αυστηρούς κανόνες ελέγχου της λειτουργίας των διεθνών οίκων που αξιολογούν την πιστοληπτική ικανότητα επιχειρήσεων. Οι κανόνες αυτοί ισχύουν πλέον σε ευρωπαϊκό επίπεδο προκειμένου να βελτιωθεί η εποπτεία και η διαφάνεια του χρηματοπιστωτικού τομέα, ύστερα μάλιστα από τα κενά που παρουσίασε το διεθνές χρηματοπιστωτικό σύστημα, οδηγώντας τις οικονομίες των κρατών σε κρίση. Αυστηρούς κανόνες ελέγχου της λειτουργίας των διεθνών οίκων αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας των επιχειρήσεων, εισάγει η πρόταση που υιοθέτησε η Ευρωπαϊκή Επιτροπή στο πλαίσιο της πρόωθησης πακέτου μέτρων σε κοινοτικό επίπεδο για τη βελτίωση της εποπτείας και διαφάνειας του χρηματοπιστωτικού τομέα. Όπως επισημαίνουν στις Βρυξέλλες, οι εν λόγω οίκοι με τις αθέμιτες πρακτικές τους τα τελευταία χρόνια, φέρουν μεγάλο μερίδιο ευθύνης για τη σημερινή παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση. Το Κοινοβούλιο επισημαίνει ότι οι οργανισμοί αξιολόγησης απέτυχαν να προβλέψουν την επιδείνωση των συνθηκών στις χρηματοπιστωτικές αγορές και να προσαρμόσουν εγκαίρως τις αξιολογήσεις τους. Απέτυχαν παράλληλα να προσαρμοστούν στους νέους κινδύνους που εμφανίζουν τα νέα προϊόντα στις πιστωτικές αγορές, όπως για παράδειγμα τα δομημένα πιστωτικά προϊόντα παράγωγα.

B. Τα Μέτρα

Οι κανόνες της Ευρωπαϊκής Ένωσης έχουν σκοπό να εξασφαλίσουν υψηλής ποιότητας αξιολογήσεις της πιστοληπτικής ικανότητας που δεν θα νοθεύονται λόγω των συγκρούσεων συμφερόντων που είναι εγγενείς στον κλάδο της αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας. Καθιερώνουν τη διαδικασία καταχώρισης για τους

οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας προκειμένου οι ευρωπαϊκές εποπτικές αρχές να είναι σε θέση να ελέγχουν τις δραστηριότητες των οίκων αξιολόγησης, οι αξιολογήσεις των οποίων χρησιμοποιούνται από τα πιστωτικά ιδρύματα, τις εταιρείες επενδύσεων, τις επιχειρήσεις ασφάλισης ζημιών και ζωής και τις επιχειρήσεις αντασφάλισης, τους οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων και τα συνταξιοδοτικά ταμεία εντός της Κοινότητας. Η νέα δέσμη ρυθμίσεων θα βελτιώσει τη διαφάνεια και ανεξαρτησία των ευρωπαϊκών οίκων πιστοληπτικής αξιολόγησης σύμφωνα με το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο.

Οι νέοι κανόνες απαγορεύουν στους οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας να παρέχουν συμβουλευτικές υπηρεσίες. Η αξιολόγηση χρηματοπιστωτικών μέτρων θα πρέπει να στηρίζεται σε επαρκείς και ποιοτικές πληροφορίες. Δεν τους επιτρέπεται να αξιολογούν χρηματοπιστωτικά μέσα εάν δεν έχουν επαρκείς ποιοτικές πληροφορίες στις οποίες βασίζονται οι αξιολογήσεις τους. Θα πρέπει να δημοσιοποιούν υποδείγματα, μεθοδολογία και βασικά κριτήρια στα οποία στηρίζουν την αξιολογήσή τους παρουσιάζοντας μια ετήσια έκθεση διαφάνειας και να συγκροτούν εσωτερικούς μηχανισμούς λειτουργίας για την επανεξέταση της ποιότητας των αξιολογήσεων που πραγματοποιούν. Επιπλέον, στα Δ.Σ. θα πρέπει να διαθέτουν τουλάχιστον 3 ανεξάρτητους διευθυντές, οι οποίοι θα διορίζονται για μια μόνο θητεία μέχρι 5 ετών. Τουλάχιστον ένας από τους διευθυντές θα πρέπει να είναι εμπειρογνώμονας σε θέματα τιτλοποίησης και δομημένων χρηματοπιστωτικών μέτρων. Σύμφωνα με την επιτροπή μερικοί από τους προτεινόμενους κανόνες βασίζονται στα πρότυπα που καθορίζονται στον κώδικα της Διεθνούς Οργάνωσης Επιτροπών Εποπτείας Χρηματιστηρίων (IOSCO). Η πρόταση δίνει νομικά δεσμευτικό χαρακτήρα στους εν λόγω κανόνες. Επίσης, στις περιπτώσεις που τα πρότυπα της IOSCO δεν επαρκούν για την αποκατάσταση της εμπιστοσύνης της αγοράς και την εξασφάλιση της προστασίας των επενδυτών, η Επιτροπή προτείνει τη θέσπιση αυστηρότερων κανόνων.

Η υιοθέτηση των κανόνων της επιτροπής ασφαλώς θα συμβάλλει στο σοβαρότερο έλεγχο και στη διαφάνεια των χρηματοπιστωτικών φορέων. Σύμφωνα με την επιτροπή, οι οίκοι αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας θα πρέπει να υπόκεινται σε αυστηρούς κανόνες για να διασφαλίζεται ότι οι αξιολογήσεις δεν επηρεάζονται από συγκρούσεις συμφερόντων, ότι οι οργανισμοί αξιολόγησης

πιστοληπτικής ικανότητας είναι σε εγρήγορση στα θέματα της ποιότητας της μεθοδολογίας αξιολόγησης,

Να βελτιώσουν την ποιότητα της μεθοδολογίας που χρησιμοποιούν οι οργανισμοί. Το νέο καθεστώς ορίζει τις υποχρεώσεις των οργανισμών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας που επιθυμούν να δραστηριοποιηθούν στην Ε.Ε. μέσω της εγγραφής τους και της συμμόρφωσης τους σε ένα νέο πλαίσιο κανονισμών. Με βάση τους νέους κανονισμούς, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή Ρυθμιστικών Αρχών των Αγορών Κινητών Αξιών (ΕΡΑΑΚΑ) είναι η μόνη εποπτική αρχή για τους οργανισμούς αξιολόγησης. Σε αυτό το πλαίσιο η Επιτροπή θα πρέπει να αναλάβει το έργο της καταχώρησης των οργανισμών, ελέγχοντας εάν συμμορφώνονται με τους κανόνες.

Σε περίπτωση που κάποιος οργανισμός τους παραβιάζει, η Επιτροπή είναι σε θέση να του αφαιρεί την άδεια. Η Επιτροπή ελέγχει τις επιδόσεις των οργανισμών αξιολόγησης κατά το παρελθόν και εκδίδει στατιστικά στοιχεία σχετικά με την αξιοπιστία τους. Επιπλέον, οι εθνικές αρχές των 27 κρατών-μελών θα συγκροτήσουν επιτροπή προκειμένου να αποτελέσει μια πλατφόρμα ανταλλαγής πληροφοριών μεταξύ των εθνικών αρχών και να βελτιώσει τον συντονισμό των δραστηριοτήτων τους. Ο πρόεδρος της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, José Manuel Barroso, δήλωσε σχετικά ότι η έγκριση των προτάσεων της Επιτροπής σχετικά με τους οργανισμούς πιστοληπτικής αξιολόγησης αποτελεί το πιο πρόσφατο παράδειγμα του ηγετικού ρόλου που έχει αναλάβει η Ε.Ε. σε παγκόσμιο επίπεδο για την αντιμετώπιση της κρίσης, την αποκατάσταση της εμπιστοσύνης αλλά και προκειμένου να διασφαλίσει ότι δεν θα επαναληφθούν στο μέλλον ανάλογα φαινόμενα.

B. Βασιλεία II και Οίκοι Αξιολόγησης

Με τον πρόσφατο νέο τραπεζικό νόμο κωδικοποιήθηκε το σύνολο των διατάξεων που αφορούν την εποπτεία, καταργήθηκαν διατάξεις που ίσχυαν από το 1931, και ενσωματώθηκαν οι οδηγίες γνωστές ως Βασιλεία II, στο πλαίσιο της οποίας λειτουργούν τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, αποφασίστηκε η συσχέτιση της κεφαλαιακής επάρκειας των τραπεζών με τη νόμιμη αξιολόγηση των επενδυτικών τους τοποθετήσεων.

Η εποπτεία των τραπεζών, όπως αυτή εξειδικεύεται αφορά τον έλεγχο της φερεγγυότητας, της ρευστότητας, της κεφαλαιακής επάρκειας και της συγκέντρωσης κινδύνων, την επάρκεια της εταιρικής διακυβέρνησης, περιλαμβανομένων των συστημάτων εσωτερικού ελέγχου και διαχείρισης κινδύνων, καθώς και τις στρατηγικές και τις διαδικασίες για τη διασφάλιση της διατήρησης των ιδίων κεφαλαίων των πιστωτικών ιδρυμάτων σε επίπεδο που απαιτείται για την κάλυψη των κινδύνων που αναλαμβάνουν. Κατά το παρελθόν, και όσον αφορά την Ελλάδα ακόμη και πριν από 18 χρόνια, οι τραπεζικές εργασίες ήταν πολύ απλές και πολλές από αυτές ήταν διοικητικά καθορισμένες, σήμερα όμως και λόγω της παγκοσμιοποίησης, της απελευθέρωσης των αγορών, του ανταγωνισμού και της εξέλιξης της τεχνολογικής τους βάσης οι τραπεζικές εργασίες είναι πολύ σύνθετες και απαιτούνται ανεπτυγμένοι μηχανισμοί εσωτερικού ελέγχου και στο επίπεδο λήψης αποφάσεων.

Η σημαντικότερη προσαρμογή του νέου πλαισίου αφορά στην αλλαγή της κουλτούρας διαχείρισης κινδύνων και τον καθορισμό ελάχιστων κεφαλαιακών υποχρεώσεων που είναι πιο ευαίσθητοι στο επίπεδο των κινδύνων. Παραδοσιακά οι εποπτικές αρχές απαιτούσαν από τις τράπεζες να αναλαμβάνουν όσον το δυνατόν μικρότερους κινδύνους με το ίδιο επίπεδο των ιδίων κεφαλαίων. Στο θέμα αυτό υπήρχαν αντικρουόμενοι στόχοι μεταξύ των καταθετών αλλά και της εποπτείας με αυτούς των διοικητικών οργάνων των τραπεζών και ίσως μέρους των μετόχων, οι οποίοι αποβλέπουν σε όσο το δυνατόν μεγαλύτερη απόδοση και επομένως έχουν κίνητρο να αναλαμβάνουν περισσότερους κινδύνους με σταθερό το επίπεδο των ιδίων κεφαλαίων που έχει στην διάθεσή της η τράπεζα. Σ' αυτό συνέβαλε και η στροφή, που ξεκίνησε στις ΗΠΑ παλαιότερα, προς τα βραχυχρόνια αποτελέσματα και επιδίωξη των διοικήσεών τους να δείχνουν υψηλές τριμηνιαίες αποδόσεις, όπως επίσης και το γεγονός ότι η συνολική αμοιβή των διοικήσεων (που συμπεριλαμβάνει τα bonus, τα stock-options) εξαρτάται συχνά από διάφορους δείκτες αποδόσεων, όπως τα κέρδη μιας χρονιάς και όχι τα μακροπρόθεσμα αποτελέσματα. Όμως τα γεγονότα που μεσολάβησαν από τότε (όπως η χρεοκοπία της Barings και του Long Term Capital Management (LTCM), καθώς και η κρίση της ΝΑ Ασίας) και ιδίως τελευταία οι εξελίξεις στη διασύνδεση των χρηματοοικονομικών αγορών που δεν περιορίζουν τους κινδύνους στα εθνικά σύνορα, κατέστησαν φανερό ότι η ασφαλής λειτουργία των τραπεζών, καθώς και η επάρκεια των κεφαλαίων εξαρτάται, εκτός από το επίπεδο των κεφαλαίων και των κινδύνων και από άλλους παράγοντες, όπως η

οργάνωση των τραπεζών, η δυνατότητα των τραπεζών να εντοπίζουν, να μετρούν/παρακολουθούν και τελικά, εφόσον το κρίνουν σκόπιμο, να μεταφέρουν τον κίνδυνο.

Η Βασιλεία II κινείται προς την κατεύθυνση της προσέγγισης των στόχων των τραπεζών προς αυτούς των εποπτικών αρχών, καθώς αποβλέπει να φέρει τις εποπτικές κεφαλαιακές απαιτήσεις όσο το δυνατόν πλησιέστερα στο (εσωτερικό) οικονομικό κεφάλαιο των τραπεζών. Επιπλέον σε αντίθεση με το παρελθόν όπου όχι μόνον υπήρχαν ποσοτικοί περιορισμοί στη χορήγηση δανείων αλλά και ενιαία αντιμετώπισή τους από πλευράς εποπτείας, με το νέο πλαίσιο της Βασιλείας II για πρώτη φορά οι εποπτικές ρυθμίσεις είναι άμεσα προσανατολισμένες στο κίνδυνο κάθε δανείου αλλά και κάθε τράπεζας χωριστά. Πράγματι, βασική καινοτομία του πλαισίου της Βασιλείας II αποτελεί ο Πυλώνας II, με τον οποίο θεσπίζονται υποχρεώσεις τόσο στα εποπτευόμενα ιδρύματα να αξιολογούν τα ίδια τους κινδύνους που αναλαμβάνουν και την επάρκεια των κεφαλαίων τους για την κάλυψη αυτών, όσο και στις εποπτικές αρχές να αξιολογούν τις εκτιμήσεις των κινδύνων που κάνουν τα ίδια τα πιστωτικά ιδρύματα, ώστε να αποτρέπεται έγκαιρα η μείωση του Δείκτη Κεφαλαιακής Επάρκειας κάτω από το ελάχιστο επιτρεπόμενο όριο.

Ειδικότερα στο πλαίσιο της Βασιλείας II, τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα δηλαδή, τα οποία επενδύουν σε χρεόγραφα με υψηλή πιστωτική αξιολόγηση, χρειάζεται να δεσμεύουν σημαντικά χαμηλότερα εγγυητικά κεφάλαια οπότε μπορούν να πολλαπλασιάζουν τις πιστώσεις τους (ακολούθησε ο χορός της υπερχρέωσης και η απόλυτη ηγεμονία των εταιρειών αξιολόγησης). Για παράδειγμα, σύμφωνα με τους κανόνες της Βασιλείας II, για την αγορά ενός επενδυτικού προϊόντος αξίας 1.000.000 ευρώ, με αξιολόγηση «AAA», η τράπεζα υποχρεώνεται να κατέχει ίδια κεφάλαια ύψους μόλις 5.600 ευρώ (περίπου 178 φορές λιγότερα). Εάν όμως η αξιολόγηση του προϊόντος μειωθεί στο «Ba1», τότε το πιστωτικό ίδρυμα οφείλει να αυξήσει τα ίδια κεφάλαιά του, για το ίδιο προϊόν, στις 200.000 ευρώ (μόλις 5 φορές λιγότερα, έναντι 178 του προηγούμενου).

Τέλος, εάν η αξιολόγηση μειωθεί ακόμη περισσότερο, στο «B1», τότε η τράπεζα είναι υποχρεωμένη να διατηρεί ολόκληρο το ποσό (100%) ως «αντίκρισμα» επομένως χρειάζεται 178 φορές περισσότερα ίδια κεφάλαια για ένα χρεόγραφο «B1» από ότι για ένα χρεόγραφο με την αξιολόγηση «AAA» αποτέλεσμα που δείχνει ότι

μια χώρα η οποία έχει διαθέσει ομόλογα του δημοσίου της στις τράπεζες η ενδεχόμενη υποτίμηση της πιστοληπτικής της ικανότητας σε σχέση τόσο με το επιτόκιο που η ίδια πληρώνει όσο και με τα επιπλέον κεφάλαια που πρέπει να δεσμεύσουν ξαφνικά οι τράπεζες οι οποίες έχουν ήδη αγοράσει τα ομόλογά της. Ως εκ τούτου, η αξιολόγηση έχει άμεση σχέση τόσο με την κεφαλαιακή επάρκεια όσο και με τον όγκο των συναλλαγών ενός πιστωτικού ιδρύματος, αφού όσο καλύτερη αξιολόγηση διαθέτουν τα προϊόντα (χρεόγραφα) στα οποία επενδύει, τόσο λιγότερα ίδια κεφάλαια χρειάζεται και τόσο περισσότερες πιστώσεις μπορεί να προσφέρει στους υπόλοιπους πελάτες του (χρηματοδότηση μικρομεσαίων επιχειρήσεων, καταναλωτών).

Από την αντίθετη πλευρά, όταν μειώνεται η αξιολόγηση των χρεογράφων, στα οποία έχει ήδη επενδύσει η τράπεζα, είναι υποχρεωμένη να αποσύρει πολλαπλάσιες πιστώσεις από την κανονική αγορά, έτσι ώστε να διατηρήσει την υποχρεωτική από τη νομοθεσία κεφαλαιακή της επάρκεια με δυσμενείς συνέπειες αφενός μεν για την πραγματική οικονομία (πιστωτική παγίδα), αφετέρου δε για την ίδια μείωση του τζίρου και των κερδών της. Συνεχίζοντας, όσον αφορά στις υπόλοιπες επιχειρήσεις, όσο καλύτερη αξιολόγηση έχουν τόσο ευκολότερα δανείζονται από τις τράπεζες, τόσο χαμηλότερα επιτόκια πληρώνουν και τόσο φθηνότερες τιμές ή μεγαλύτερες πιστώσεις λαμβάνουν από τους προμηθευτές τους επηρεάζεται ακόμη και η χρηματιστηριακή τιμή τους, αφού πολλά επενδυτικά ταμεία είναι υποχρεωμένα να τοποθετούνται μόνο σε τίτλους που διαθέτουν την υψηλότερη αξιολόγηση «AAA».

Τα ίδια σχεδόν ισχύουν και για τα κράτη, των οποίων ο δανεισμός καθώς επίσης και το επιτόκιο του είναι μεγέθη απολύτως ανάλογα της αξιολόγησής τους δηλαδή όσο χαμηλότερη είναι η αξιολόγησή τους τόσο περισσότερους τόκους εισπράττουν οι πιστωτές τους για το αυξημένο ρίσκο τους για παράδειγμα, όταν ένα κράτος δανείζεται 300 δισ. ευρώ, όσο υποθέτουμε το δικό μας, τότε 2% μεγαλύτερο επιτόκιο σημαίνει 6 δισ. ευρώ επιπλέον ετήσιους τόκους και τόσο δυσκολότερη είναι η πρόσβασή τους στις διεθνείς χρηματαγορές. Από όλα τα παραπάνω τεκμηριώνεται μάλλον επαρκώς η τεράστια ισχύς των εταιρειών αξιολόγησης, που ουσιαστικά είναι αυτές που αποφασίζουν για τις τύχες των τραπεζών, των επιχειρήσεων, των νέων επενδυτικών προϊόντων και των ίδιων των κρατών.

Βέβαια, υποθέτει κανείς ότι μια τόσο ευαίσθητη χρηματοπιστωτική λειτουργία όσο αυτή της αξιολόγησης υπόκειται στον αυστηρό έλεγχο του κράτους στο οποίο έχουν την έδρα τους οι συγκεκριμένες εταιρείες αν όχι σε έναν διεθνή ελεγκτικό οργανισμό. Συμβαίνει όμως ακριβώς το αντίθετο πρόκειται για τρεις ιδιωτικές επιχειρήσεις, με έδρα τη Νέα Υόρκη, οι οποίες δεν υπόκεινται στον έλεγχο κανενός. Η μοναδική τους υποχρέωση είναι η μεγιστοποίηση του κέρδους τους. Ουσιαστικά εκφράζουν την υποκειμενική άποψη των τριών εταιρειών, κάτι ανάλογο δηλαδή με αυτήν των δημοσιογράφων του οικονομικού Τύπου, οι οποίοι αναλύουν εισηγμένες ή άλλες επιχειρήσεις, χωρίς να αναλαμβάνουν την παραμικρή προσωπική ευθύνη και χωρίς να ελέγχονται από κάποιους ειδικούς για τα γραφόμενά τους. Εξαιτίας αυτού του γεγονότος, επειδή δηλαδή εκφράζουν απλώς τις υποκειμενικές απόψεις τους «επιφυλασσόμενες», δεν μπορεί κανένας δημόσιος ή άλλος οργανισμός να τις καλέσει σε απολογία - πόσο μάλλον να τις κατηγορήσει ή να καταθέσει αγωγές εναντίον τους. Επιπλέον το «ετεροβαρές ρίσκο» στην απόλυτη επικράτησή του, σε συνδυασμό με «δικαιοπρακτικά» αλληλοσυγκρουόμενα συμφέροντα, οι εκτιμήσεις τους πληρώνονται από τους χρεώστες: από αυτούς δηλαδή που ζητούν να αξιολογηθούν για να δανειστούν χρήματα και όχι από τους πιστωτές τους, οι οποίοι τους δανείζουν.

Αυτή ήταν μια προσπάθεια απεικόνισης της πιθανότητας και εκπλήρωση της υπόσχεσης, σύμφωνα με την κατάσταση που επικρατούσε στις αγορές ανεπτυγμένων αγορών. Η νέα συνθήκη της Βασιλείας δίνει την δυνατότητα στις τράπεζες να επιλέξουν μεταξύ δύο κεφαλαιακών αναγκών της τυπικής μεθόδους και της εναλλακτικής μεθόδου που επιτρέπει στις τράπεζες χρήση εσωτερικών συστημάτων αξιολόγησης. Σύμφωνα με την τυπική μέθοδο (standardized approach) δίνουν την δυνατότητα σε διεθνείς οίκους αξιολόγησης αναγνωρισμένους από τις εποπτικές αρχές να προβούν σε έλεγχο. Οι οίκοι αυτοί θα πρέπει να πληρούν κάποια κριτήρια σύμφωνα με την συνθήκη της Βασιλείας, 1) θα πρέπει να είναι αντικειμενικοί δηλαδή να είναι αμερόληπτοι και να αναθεωρούν την μεθοδολογία τους ανάλογα με τις οικονομικές συνθήκες, 2) να είναι ανεξάρτητοι και να μην επηρεάζονται από κάποιες πιέσεις που δέχονται, 3) κάθε οργανισμός θα πρέπει να έχει επαρκείς πηγές με ποιοτικά και ποσοτικά κριτήρια. Σε αυτό το διαμορφωμένο πλαίσιο ο ρόλος των οίκων αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας ενισχύεται καθώς αυξάνεται η ζήτηση για αξιολογήσεις.

Αξίζει να σημειωθεί ότι η εναλλακτική μέθοδος δημιουργεί νέα δεδομένα στην ισοδύναμη επιλογή. Η εξέλιξη των πλαισίων της Βασιλείας δείχνει καθαρά πως οι οίκοι αξιολόγησης έγιναν μέρος κανονιστικής εξουσίας και πήραν σημαντικότερο ρόλο από τον συμβουλευτικό που είχαν. Πλέον οι εμπορικές τράπεζες είναι αναγκασμένες να υπολογίζουν την κεφαλαιακή τους επάρκεια όπου οι συντελεστές θα υπολογίζονται από τις αξιολογήσεις των οίκων.

Ωστόσο αξίζει να σημειωθεί ότι η συγκεκριμένη δύναμη και ο βασικός ρόλος που ανετέθη στους οίκους αξιολόγησης μέσω της συνθήκης της Βασιλείας έφερε κάποιες αμφιβολίες ως προς την αποτελεσματικότητα του νέου πλαισίου. Οι επενδυτές είναι καχύποπτοι με τους διεθνείς οίκους και για τα πορίσματα τους όσον αναφορά τους χρηματοπιστωτικούς κινδύνους. Οι αξιολογήσεις των κρατών γίνεται με την μέθοδο των προβλεπόμενων και όχι των αναμενόμενων ζημιών. Οι δείκτες όμως της κεφαλαιακής επάρκειας θα πρέπει να στηρίζονται στην κάλυψη των απροσδόκητων ζημιών γιατί μόνο έτσι διασφαλίζεται η φερεγγυότητα τους. Πολλές φορές οι εκτιμήσεις των οίκων είναι πιθανό να διαφέρουν με αποτέλεσμα να εμφανίζεται το φαινόμενο του «rating shopping» μια εταιρία έχει την ευχέρεια να επιλέξει τον οργανισμό που θα την αξιολογήσει με κάποια ανταμοιβή. Παρ'όλα αυτά το πρόβλημα του ανταγωνισμού μεταξύ των οίκων είναι υπαρκτός και λόγω ότι μικροί οίκοι οι βαθμολογίες που ανακοινώνουν είναι σαφώς μεγαλύτερες από τους διεθνείς οίκους κάνει ακόμα πιο εμφανές ότι η φήμη ενός οίκου και οι υψηλές αμοιβές είναι δύο αντίθετοι στόχοι.

VIII. Αξιολογήσεις Και Ασύμμετρη Πληροφόρηση

Οι αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας παρέχουν στους επενδυτές πληροφορίες σχετικά με την πιστοληπτική ικανότητα των δανειοληπτών. Για το λόγο αυτό, οι εταιρίες αξιολόγησης ορίζονται κυρίως ως μεσάζοντες στην πληροφόρηση. Αυτή η άποψη αποτελεί επίσης τη βάση για το ζήτημα ότι οι οικονομολόγοι έχουν προσπαθήσει να απαντήσουν σε σχέση με τους οίκους αξιολόγησης εάν και με ποιο τρόπο οι πληροφορίες για την αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας των δανειοληπτών που εκφράζονται στις αξιολογήσεις, μπορεί να ενισχύσει την αποτελεσματικότητα των χρηματοπιστωτικών αγορών. Η νεο-κλασική θεωρία της χρηματοοικονομικής προσπάθησε να απαντήσει στο ερώτημα αυτό προσδιορίζοντας

την επιρροή της πιστοληπτικής αξιολόγησης πάνω στην τιμή των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων. Μια από τις μεγαλύτερες παραδοχές στα επεξηγηματικά μοντέλα είναι ότι όλοι οι συμμετέχοντες στην αγορά έχουν πρόσβαση σε τέλειες πληροφορίες. Σε ένα τέτοιο κόσμο, όλες οι πληροφορίες που αφορούν τον πιστωτικό κίνδυνο αντικατοπτρίζονται στην τιμή των περιουσιακών στοιχείων και αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης. Πρόσθετες πληροφορίες βελτιώνουν την απόδοση μόνο σε εκείνες τις σπάνιες περιπτώσεις στο οποίο αυτό δεν συμβαίνει, όπως και κατά την αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας αποκαλύπτονται αποτελεσματικά εμπιστευτικές εσωτερικές πληροφορίες. Έτσι οι εταιρίες αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας μειώνουν την αποτελεσματικότητα των χρηματοοικονομικών αγορών διότι οι υπηρεσίες τους είναι δαπανηρές χωρίς να παράγουν απτά κέρδη. Αντίθετα η νέο-θεσμική θεωρία χρηματοδότησης προτείνει μια πιο ήπια στάση απέναντι στους οργανισμούς αξιολόγησης.

Σύμφωνα με αυτή την προοπτική, όλες οι πιστωτικές σχέσεις χαρακτηρίζονται από ένα κύριο πρόβλημα. Υπάρχει ασύμμετρη πληροφόρηση που λειτουργεί εις βάρος κυρίως του δανειστή. Η έλλειψη πλήρους πληροφόρησης καθιστά δύσκολη την αξιολόγηση του πιστωτικού κινδύνου πριν από την σχέση πίστωσης και τον έλεγχο του δανειολήπτη μετά. Ως αποζημίωση ο εντολέας θα ζητήσει το ασφάλιστρο κινδύνου το οποίο θα αυξήσει το κόστος των χρηματοοικονομικών συναλλαγών. Οι εταιρίες αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας μπορούν να βελτιώσουν την αποτελεσματικότητα της χρηματοπιστωτικής διαμεσολάβησης μειώνοντας το κόστος παρακολούθησης του δανειστή. Στην οικονομική θεωρία η ευθύνη των οίκων αξιολόγησης δεν είναι σημαντικό πρόβλημα. Κανονικά αυτοί ελέγχονται αυστηρά από την αγορά. Σημαντική επισήμανση όσο αναφορά αυτούς τους οργανισμούς είναι ότι δεν εκμεταλλεύονται την ασύμμετρη πληροφόρηση μεταξύ των ιδίων και των χρηστών τους. Η αιτία είναι ότι οι μεσάζοντες πληροφορίες φαίνεται να είναι ιδιαίτερα ευάλωτες στην απώλεια της φήμης ως αξιόπιστες πηγές πληροφόρησης(Mann1999).

Ωστόσο η παρακολούθηση σύμφωνα με τη φήμη μπορεί να είναι λιγότερο αποτελεσματική σε περιόδους χρηματοοικονομικής κρίσης όπου οι οίκοι αξιολόγησης αρχίζουν να αντιγράφουν ο ένας τον άλλον για να αποφύγουν να είναι έξω από τα πράγματα. Υπό κανονικές συνθήκες δεν είναι απαραίτητο οι οίκοι

αξιολόγησης να είναι υπόλογες σε κάποιον στην αγορά γιατί η πτώση της ζήτησης και μείωση της φήμης είναι αρκετές για να εξασφαλίσουν ανταπόκριση.

ΙΧ. Κριτική των οίκων αξιολόγησης Και Διεθνής Δεοντολογία

Οι οίκοι αξιολόγησης συχνά επικρίνονται για παράνομη εξουσία. Υπάρχουν συνεχείς εκκλήσεις από τις επιχειρήσεις, τις κυβερνήσεις και τον τύπο ώστε οι οίκοι αξιολόγησης να κατέχουν στοιχεία για τις δραστηριότητές τους. Ωστόσο, αυτή η ευρεία ζήτηση για λογοδοσία δεν είχε μεγάλη επίδραση στον τρόπο που λειτουργούν. Έτσι, εμπειρικά, φαίνεται να υπάρχει μια συνεχής ανισορροπία μεταξύ της ζήτησης και της προσφοράς της λογοδοσίας, δηλαδή ένα κενό ευθύνης.

Το κενό ευθύνης των CRAs θέτει δύο ερωτήματα. Πρώτον, γιατί οι εταιρίες αυτές, οι οποίες είναι ιδιωτικές επιχειρήσεις, δεν έχουν επίσημες κανονιστικές αρμοδιότητες και δεύτερον γιατί η συνεχιζόμενη ζήτηση για περισσότερη νομιμότητα δεν μεταφράζεται σε μέτρα για την ενίσχυση της λογοδοσίας των CRAs. Οι οίκοι αξιολόγησης έχουν αποκτήσει μονοπωλιακή θέση, η οποία ενισχύεται ακόμη περισσότερο από τις δημόσιες οικονομικές ρυθμιστικές αρχές της αγοράς με αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας. Η αξιολόγηση έχει καταστεί απαραίτητη προϋπόθεση για την αναζήτηση χρηματοδότησης στις αγορές αξιών. Η ισχύς των οίκων αξιολόγησης, δηλαδή οι μη ρυθμιστικές αρχές της πλειοψηφίας των διεθνών κεφαλαιαγορών, προκάλεσε πολλές απόπειρες των χρηστών των αξιολογήσεων της πιστοληπτικής ικανότητας να τους φέρουν προ των ευθυνών τους. Από το πρότυπο που θέτουν, έχουν σημαντική επίδραση και κάνουν τους δανειολήπτες να αποκτούν πρόσβαση στις αγορές κεφαλαίων υπό κάποιες προϋποθέσεις. Η βασική θέση των CRAs ενισχύεται από τον τρόπο που λειτουργεί η αγορά και έχει ως αποτέλεσμα να αποκτήσουν τη φήμη ότι είναι πραγματικά ισχυροί φορείς και ότι μπορούν να βοηθήσουν τους επενδυτές να διαχωρίσουν τα χαρτοφυλάκια χαμηλού και υψηλού κινδύνου. Τέλος, οι οίκοι αξιολόγησης τα τελευταία χρόνια αντλώντας σημαντικές πληροφορίες από οργανισμούς και εταιρίες έχουν καταφέρει να αξιολογούν και αναλύουν τον κίνδυνο σε ικανοποιητικά ποσοστά.

Ενώ τα συστήματα βαθμολόγησης των διεθνών οργανισμών έχουν μια ικανότητα πρόβλεψης της οικονομικής κατάρρευσης, κρίνονται αναποτελεσματικά στην έγκαιρη διάγνωση οικονομικών κρίσεων και προβλημάτων πτώχευσης. Μερικά πρόσφατα παραδείγματα της αναποτελεσματικότητας αυτής αναφέρονται τόσο σε επιχειρήσεις όσο και σε κράτη. **1)** Οι οίκοι αξιολόγησης προτρέπουν την αγορά μετοχών της Enron τέσσερις μέρες πριν πτωχεύσει η εταιρία το Δεκέμβριο του 2001. **2)** Οι οίκοι αξιολόγησης κατείχαν παραπλανητική θετική στάση στην πιο πρόσφατη κατάρρευση της Lehman Brothers, **3)** Οι οίκοι αξιολόγησης λίγους μήνες πριν καταρρεύσει η οικονομία της Ισλανδίας την είχαν αναβαθμίσει.

Η αξιοπιστία της αξιολόγησης αμφισβητείται επίσης διότι ο οργανισμός που πληρώνει τους οίκους για να κάνουν την αξιολόγηση όμως είναι αυτός που αξιολογείται. Έτσι, όταν ένα χρηματοπιστωτικό ίδρυμα θέλει να εκδώσει ένα ομολογιακό δάνειο, πρέπει να πληρώσει τουλάχιστον τους παραπάνω οίκους για να το αξιολογήσει. Το rating που δίνουν οι οίκοι αξιολόγησης σε επιχείρηση ή τράπεζα ή κράτος σημαίνει ότι όσο καλύτερη (υψηλότερη) είναι η βαθμολογία, τόσο περισσότερο ασφαλής θεωρείται η επένδυση και, κατά συνέπεια, το επενδυτικό ενδιαφέρον μεγαλύτερο και το κόστος χρήματος φθηνότερο. Άρα ο ρόλος τους είναι κομβικός εκ των πραγμάτων.

Το πρόβλημα της αξιολόγησης από τους τρεις οίκους είναι κυρίως πρόβλημα δεοντολογικό. Υπάρχουν ισχυρές προσωπικές σχέσεις μεταξύ των στελεχών των οίκων αξιολόγησης με τα στελέχη επιχειρήσεων και οργανισμών που ζητούν αξιολόγηση. Πολλές φορές τα στελέχη των οίκων δίνουν οδηγίες σε διευθυντικά στελέχη των οργανισμών για να λάβουν καλό βαθμό. Αυτή η προσέγγιση δημιουργεί κανόνες λειτουργίας στην αγορά τους οποίους πρέπει υποχρεωτικά να ακολουθούν οι αξιολογούμενες επιχειρήσεις.

Πολλοί πολιτικοί αναλυτές και οικονομολόγοι εκτιμούν ότι οι οίκοι αυτοί είναι η νέα μεγάλη δύναμη στην ευρωπαϊκή πολιτική σκηνή και ότι η υποβάθμιση της πιστοληπτικής ικανότητας μιας χώρας μεταφράζεται άμεσα σε κλυδωνισμούς στην αγορά χρήματος, σε αύξηση του κόστους δανεισμού και σε περαιτέρω κοινωνικές επιπτώσεις. Οι οίκοι αυτοί έχουν γίνει τόσο σημαντικοί διότι δεν υπάρχει άλλος μηχανισμός που να αξιολογεί τις χώρες και τις επιχειρήσεις ενός κράτους. Καθίσταται, εκ των πραγμάτων, αναγκαία η δημιουργία, στο πλαίσιο της Ευρωπαϊκής

Ένωσης, ενός ανεξάρτητου οργανισμού των επιδόσεων των κρατών, ο οποίος, στηριζόμενος στα στοιχεία της Eurostat να μπορεί να αξιολογεί αξιόπιστα και δυναμικά τα κράτη - μέλη. Η αξιολόγηση αυτή θα δείχνει με αντικειμενικό τρόπο τα δυνατά ή αδύνατα σημεία τους, ώστε να προτείνει στη συνέχεια και μέτρα βελτίωσης με πολιτικές ενίσχυσης.

Όταν ξέσπασε η χρηματοπιστωτική κρίση, οι τρεις μεγάλοι οίκοι αξιολόγησης βρέθηκαν στο στόχαστρο της κριτικής. Ο ρόλος των Moody's, Standard & Poor's και Fitch είχε θεωρηθεί καθοριστικός, καθώς είχαν αποτύχει να προειδοποιήσουν τους επενδυτές για τους υψηλούς κινδύνους, που ενείχαν εξασφαλισμένα με ενεργητικό ομολόγια και άλλα σύνθετα πιστωτικά προϊόντα, τα οποία βρέθηκαν στο επίκεντρο της κρίσης. Είχαν τότε δημιουργηθεί προσδοκίες για άμεση μεταρρύθμιση του πλαισίου λειτουργίας των οίκων. Την ώρα που η Ουάσιγκτον ξαναγράφει τους κανόνες της Wall Street, οι τρεις οίκοι αξιολόγησης φαίνεται να αποφεύγουν μία δραστική μεταρρύθμιση. Τα προωθούμενα νομοσχέδια ενισχύουν μεν την εποπτεία τους, δεν αντιμετωπίζουν όμως δύο βασικά προβλήματα. Όπως επισημαίνει στους New York Times ο Τζόζεφ Γκρούντφρεστ, καθηγητής Επενδυτικού Δικαίου στο Πανεπιστήμιο του Στάνφορντ, δεν μπορεί να αλλάξει η λογική που θέλει τους τρεις οίκους να αξιολογούν τα προϊόντα τραπεζών και επενδυτικών επιχειρήσεων, οι οποίες του έχουν προσλάβει. Δεν προωθείται επίσης κάποια αλλαγή, που να απειλεί το μερίδιο αγοράς της τάξης του 90%, που απολαμβάνουν σήμερα οι Moody's, S&P και Fitch. Γιατί όμως οι προτάσεις του Κογκρέσου είναι τελικά λιγότερο τολμηρές, από ότι αναμενόταν. Όπως αναφέρουν στους New York Times πηγές, που έχουν γνώση των διαπραγματεύσεων στο Κογκρέσο, εκφράστηκαν ανησυχίες ότι μία δραστική μεταρρύθμιση, θα μπορούσε να λειτουργήσει ως «μπούμερανγκ».

Οι τρεις οίκοι, επιτρέποντας σε εταιρείες και δημόσιους οργανισμούς να αντλούν χρήματα μέσω της έκδοσης χρέους, αποτελούν βασικό κινητήριο μοχλό του «πιστωτικού εργοστασίου» της χώρας. Τα μέλη του Κογκρέσου λοιπόν φοβούνται να προχωρήσουν σε κάτι περισσότερο από απλές επιδιορθώσεις. Οι διεθνείς οίκοι αξιολόγησης δεν βρίσκονται παρ' όλα αυτά στο απυρόβλητο. Το τελευταίο διάστημα έρχονται αντιμέτωποι με δεκάδες αγωγές, στις οποίες επενδυτές ζητούν αποζημιώσεις δισεκατομμυρίων δολαρίων κατηγορώντας τους για αμέλεια ή ακόμη και απάτη.

X. Ελλάδα Και Οίκοι Αξιολόγησης

Μετά την υποβάθμιση της πιστοληπτικής ικανότητας της Ελλάδας οι διεθνείς οίκοι υποβάθμισαν πέντε ελληνικές τράπεζες, αλλά επί της ουσίας μόνο την ΑΤΕbank, η οποία είναι κρατική και επηρεάζεται άμεσα. Για τις τέσσερις υπόλοιπες μεγάλες τράπεζες (Εθνική, Alpha Bank, Eurobank και Πειραιώς), οι οίκοι επιβεβαιώνουν την πιστοληπτική τους ικανότητα, αφήνοντας αμετάβλητα, προς το παρόν, τα ratings και υποβαθμίζοντας μόνο τα support rating floors. Αυτό βέβαια προεξοφλεί μια νέα υποβάθμιση εκ μέρους των ξένων οίκων για την μακροπρόθεσμη και βραχυπρόθεσμη πιστοληπτική ικανότητα των μεγάλων τραπεζών (IDR), δεδομένου ότι είθισται οι τράπεζες, όσο και αν είναι κολοσσοί, να μην είναι στο ίδιο επίπεδο αξιολόγησης με την χώρα, αλλά τουλάχιστον μια βαθμίδα χαμηλότερα. Οι τραπεζίτες ναι μεν ανησυχούν για μια επικείμενη υποβάθμιση, όμως διευκρινίζουν ότι δεν πρόκειται για υποβάθμιση των προοπτικών της κάθε τράπεζας.

Αναπόφευκτη ήταν η υποβάθμιση των συγκεκριμένων αξιολογήσεων των ελληνικών τραπεζών σαφώς όχι αυτών που αφορούν τις προοπτικές τους και αντανακλούν την οικονομική τους ισχύ, με αφορμή τα στοιχεία για την πορεία του ελλείμματος. Αντίθετα, χωρίς συνέπειες ήταν ουσιαστικά η υποβάθμιση για την ελληνική αγορά ομολόγων, καθώς οι ξένοι επενδυτές φαίνεται ότι αντιμετώπισαν ψύχραιμα την υποβάθμιση. Από την τελευταία αυτή έκθεση των οίκων που αφορά τις 5 ελληνικές μεγάλες τράπεζες, μετά την υποβάθμιση της μακροπρόθεσμης πιστοληπτικής ικανότητας (IDR) της χώρας, μακροπρόθεσμα, σε «Α-» από «Α» το προηγούμενο διάστημα, προκύπτουν ένα βασικό συμπέρασμα.

Τραπεζικοί και οικονομικοί παράγοντες φοβούνται ότι η επίσημη υποβάθμιση για τις ελληνικές τράπεζες, δεν ήρθε ακόμη, άρα υποθετικά, έπεται μια νέα έκθεση που θα υποβαθμίζει την κατάταξη της πιστοληπτικής ικανότητας των τραπεζών, σε ένα επίπεδο χαμηλότερα από αυτό της ελληνικής Δημοκρατίας. Και αυτό διότι είθισται, όσο κολοσσοί και να είναι οι χρηματοπιστωτικοί όμιλοι της χώρας, να είναι κατά τι χαμηλότεροι σε επίπεδο πιστοληπτικής ικανότητας από το ίδιο το κράτος.

Οι οίκοι εκτιμούν ότι η ικανότητα της ελληνικής κυβέρνησης να υποστηρίξει τις τράπεζες παραμένει αμετάβλητη, αλλά από την άλλη πλευρά αυτή η ικανότητα είναι που έχει μειωθεί, όπως αντανακλάται στην υποβάθμιση της μακροπρόθεσμης πιστοληπτικής ικανότητας του ελληνικού δημοσίου στο «Α-». Η πιστοληπτική

ικανότητα των τεσσάρων μεγάλων τραπεζών σε μακροπρόθεσμη βάση παραμένει ανεπηρέαστη από την υποβάθμιση της ελληνικής Δημοκρατίας. Ο πρόεδρος της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας κ. Ζαν-Κλοντ Τρισέ πρότεινε στην Αθήνα να ακολουθήσει το παράδειγμα της Ιρλανδίας και να μειώσει τους μισθούς των δημοσίων υπαλλήλων. Επίσης, εκτιμά ότι οι ελληνικές τράπεζες αντιμετωπίζουν τους μεγαλύτερους μακροπρόθεσμους κινδύνους στη Δ. Ευρώπη.

Η πιστοληπτική ικανότητα της Ελλάδας είναι σε διαδικασία διαμόρφωσης επί το αρνητικότερο από το Παρατηρητήριο για τις Πιστώσεις (Creditwatch), αντανακλώντας την άποψή ότι το σχέδιο για τη σταθεροποίηση των δημοσιονομικών μεγεθών, που προωθεί η νέα ελληνική κυβέρνηση, δεν είναι πιθανόν να εξασφαλίσει μία διαρκή μείωση του δημοσιονομικού ελλείμματος όπως και μείωση του «βάρους» από το εξωτερικό χρέος,

Μείωση ελλείμματος , χρέους και διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις ζητούν από τη νέα κυβέρνηση οι ξένοι οίκοι αξιολόγησης, ώστε να μην υποβαθμιστεί ξανά η οικονομία στέλνοντας αυστηρό μήνυμα στην κυβέρνηση, προειδοποιώντας πως αν η οικονομία δεν εισέλθει σε τροχιά δημοσιονομικής εξυγίανσης σε συνδυασμό με μεταρρυθμίσεις που θα αυξήσουν την ανταγωνιστικότητα της, απειλείται με τεράστιο πρόβλημα. Για τους ξένους αξιολογητές του ελληνικού χρέους, το οποίο σε όρους κεντρικής κυβέρνησης εκτιμάται πως θα υπερβεί φέτος τα 300 δισ. ευρώ θα προσεγγίσει δηλαδή το 130% του προβλεπόμενου για φέτος ΑΕΠ της.

Όπως εκτιμούν δεν υπάρχουν πλέον «γκρίζες ζώνες», τουλάχιστον όσον αφορά την πολιτική ισχύ της κυβέρνησης. Αυτό σημαίνει πρακτικά ότι για τους ξένους οίκους και κατ' επέκταση για τους διεθνείς δανειστές της χώρας, από τους οποίους εξαρτάται απόλυτα εξαιτίας της υπερχρέωσης, η δημοσιονομική εξυγίανση και οι μεταρρυθμίσεις είναι μονόδρομος.

XI. Αξιολογήσεις Και Stock Returns

Σύμφωνα με μια θεμελιώδη αρχή της χρηματοοικονομικής, η αύξηση των περιουσιακών στοιχείων του κινδύνου αποφέρει υψηλότερες αναμενόμενες αποδόσεις. Ο κίνδυνος αποτελεί την βάση του εννοιολογικού πλαισίου των τιμών των περιουσιακών στοιχείων και των επενδυτικών αποφάσεων σε αποτελεσματικές αγορές. Έρευνες που έχουν πραγματοποιηθεί στο παρελθόν από ειδικούς αναλυτές δείχνουν μια αρνητική συγχρονική αντιστοιχία μεταξύ του πιστωτικού κινδύνου και τις μελλοντικές αποδόσεις των μετοχών. Αυτή η αρνητική σχέση φαίνεται να είναι ένα παράξενο σχήμα διότι δείχνει ότι οι επενδυτές καταβάλουν υψηλότερες τιμές για την κάλυψη του πιστωτικού κινδύνου. Αρκετοί αναλυτές έχουν καταφέρει να επιλύσουν την αινιγματική επίδραση του πιστωτικού κινδύνου σε σχέση με την απόδοση και τελικά δείχνουν ότι η επίδραση αυτή δεν αποτελεί πρόκληση για την ορθολογική τιμολόγηση του ενεργητικού. Η αρνητική αυτή σχέση επιβεβαιώνεται επίσης και από τους Fama and MacBeth(1973) με τις συγχρονικές παλινδρομήσεις των μηνιαίων αποδόσεων πάνω στις αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας. Χρησιμοποιώντας το μοντέλο CAPM τον Sharpe(1964)και Lintner(1965) αποδείξανε εν μέρη ότι η επίδραση του πιστωτικού κινδύνου αντέχει στις προσαρμογές των παραγόντων κινδύνου τόσο καλά όσο και τα χαρακτηριστικά μιας επιχείρησης.

Η αρνητική σχέση πιστωτικού κινδύνου και αναμενόμενων αποδόσεων εξαρτάται και σε μεγάλο βαθμό από τους πιστωτικούς κύκλους. Ειδικά αυτή η αρνητική συσχέτιση συμβαίνει συνήθως κατά την διάρκεια περιόδων χρηματοοικονομικής κρίσης εξαιτίας των υποβαθμίσεων της πιστοληπτικής ικανότητας των επιχειρήσεων και οφείλεται στον χαμηλό συντελεστή των επιχειρήσεων όπου η τιμή τους πέφτει έξι μήνες πριν και μετά τις υποβαθμίσεις. Αντιθέτως, η επίδραση του πιστωτικού κινδύνου είναι στατιστικά και οικονομικά ασήμαντη κατά την διάρκεια σταθερών περιόδων ή όταν έχουν βελτιωθεί οι πιστωτικές συνθήκες το οποίο περιλαμβάνει το 90% των συνολικών παρατηρήσεων του δείγματος. Από οικονομικής άποψης στρατηγικές διαπραγμάτευσης που πωλούν χαμηλό πιστωτικό κίνδυνο και αγοράζουν υψηλά αποθέματα κινδύνου κατά την διάρκεια περιόδων μη υποβάθμισης παρέχουν μικρές και ασήμαντες εξοφλήσεις. Επιπλέον, η αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας είναι στατιστικά και οικονομικά ασήμαντη σε παλινδρομήσεις σε περιόδους μη υποβάθμισης.

Η τιμή του αποθέματος πέφτει από τις εκάστοτε υποβαθμίσεις σε κλίμακα που έχουν γίνει ενώ η υποβάθμιση θεωρείται μεγάλη ανάμεσα σε χαμηλής ποιότητας αποθέματα. Ενώ η υψηλή ποιότητα προϋποθέτει καλύτερα αποτελέσματα. Είναι μια διαφορετική εξήγηση στα υψηλά και στα χαμηλά αποθέματα πιστωτικού κινδύνου με την οικονομική δυσχέρεια γύρω από τις υποβαθμίσεις που προκαλεί την αρνητική σχέση μεταξύ του πιστωτικού κινδύνου και των αναμενόμενων αποδόσεων

XII. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Αρκετά χρόνια πριν λόγω της πτώχευσης αρκετών εταιριών κατέστη εμφανής η ανάγκη για έγκυρη πληροφόρηση και αποτελεσματικότερη ανάλυση του πιστωτικού κινδύνου. Η ανάγκη αυτή οδήγησε στην ανάθεση αξιολόγησης των εταιριών και των κρατών από οίκους αξιολόγησης. Η εξέλιξη του χρηματοπιστωτικού συστήματος με νέα προϊόντα εδραίωσε την παρουσία τους και ενίσχυσε τον ρόλο τους στο χώρο.

Η αδυναμία τους όμως να προβλέψουν τις συγκλίσεις της αγοράς και να προειδοποιήσουν το επενδυτικό τους κοινό για επερχόμενες οικονομικές κρίσεις οδήγησαν την Ευρωπαϊκή Ένωση να υιοθετήσει μια δέσμη μέτρων για μεγαλύτερη διαφάνεια στη λειτουργία τους και για αύξηση στην αποτελεσματικότητά τους. Στη συνέχεια με τη Συνθήκη της Βασιλείας II τους δόθηκε νέα ώθηση, καθώς ενισχύθηκε η ανάγκη ελέγχου και αξιολόγησης των συμμετεχόντων στο χρηματοοικονομικό σύστημα.

Τέλος, οι κακές εκτιμήσεις τους, επιβεβαιώνοντας τις αρνητικές κριτικές που τους ασκούσαν τα τελευταία χρόνια, είχαν ως αποτέλεσμα να δημιουργηθεί μια αρνητική σχέση μεταξύ αποδόσεων των χρεογράφων και αξιολογήσεων.

ΜΕΡΟΣ ΔΕΥΤΕΡΟ

ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΜΕΛΕΤΗ

I. Εισαγωγή

Ο σκοπός της συγκεκριμένης μελέτης είναι να διαπιστωθεί αν οι εταιρίες του ελληνικού χρηματιστηρίου και οι αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας των οίκων αξιολόγησης πριν και μετά την οικονομική κρίση του 2007 έδωσαν στο επενδυτικό κοινό τις ανάλογες χρηματιστηριακές αποδόσεις. Στην πράξη, δημιουργήθηκαν τέσσερα χαρτοφυλάκια με κριτήριο την κατά μέσο όρο αξιολόγηση των αναλυτών, όπως αυτή εκφράστηκε στην πηγή του Bloomberg, από το ένα (μικρότερο) έως το πέντε (μεγαλύτερο). Στην συνέχεια, δύο πράγματα ένας ερευνητής θα ανέμενε από την συγκεκριμένη εμπειρική μελέτη. Πρώτον, για χαρτοφυλάκια με χαμηλές αξιολογήσεις μεγάλες αποδόσεις, ενώ για χαρτοφυλάκια με υψηλές αξιολογήσεις χαμηλές αποδόσεις. Δεύτερον, για χαρτοφυλάκια με χαμηλές αξιολογήσεις υψηλό κίνδυνο, ενώ για χαρτοφυλάκια με υψηλές αξιολογήσεις χαμηλό κίνδυνο. Συμπερασματικά, ένα χαρτοφυλάκιο με χαμηλή κατά μέσο όρο αξιολόγηση αναλυτών θα πρέπει να εμφανίζεται λιγότερο αποδοτικό και με υψηλό κίνδυνο σε σχέση με ένα χαρτοφυλάκιο με υψηλή αξιολόγηση.

Τα δεδομένα της εμπειρικής μελέτης είναι από τις 30/1/2004 έως 30/12/2009 και έχουν αποκτηθεί από την βάση δεδομένων Bloomberg. Ο λόγος που επιλέχθηκε η συγκεκριμένη περίοδος, δηλαδή πριν, κατά τη διάρκεια και μετά την χρηματοπιστωτική κρίση, ήταν γιατί δεν υπήρχε μεγάλος αριθμός αξιολογήσεων σε ελληνικές εταιρίες του χρηματιστηρίου παλαιότερα και παρουσιάζει εξαιρετικό ενδιαφέρον η παρατήρηση των πιο πρόσφατων αξιολογήσεων, οι οποίες παίζουν σημαντικό ρόλο για κάθε μετοχή. Στο συγκεκριμένο δείγμα παρατηρήθηκε ότι από τις 281 εισηγμένες ελληνικές εταιρίες, οι 71 έχουν έστω και μία αξιολόγηση.

Ο Bloomberg υπολογίζει την τωρινή αξιολόγηση του αναλυτή και χρησιμοποιεί μια κλίμακα αξιολογήσεων μεταξύ του ένα έως του πέντε. Η μετοχή μιας εταιρίας με «5» έχει καλύτερη κατάταξη και αναγκάζει τον επενδυτή να την αγοράσει, ενώ μια μετοχή με «1» είναι πιο αδύναμη και αναγκάζει τον επενδυτή να την πουλήσει. Εάν μια μετοχή αξιολογείται με χαμηλό «rating» προσδοκούμε χαμηλή

απόδοση και αντίστροφα αν μια μετοχή αξιολογείται με υψηλό «rating», τότε αναμένουμε υψηλότερη απόδοση. Αξίζει να αναφερθούμε στο γεγονός ότι οι αξιολογήσεις αυτές επιτρέπουν στους επενδυτές να επενδύσουν σε μετοχές που είναι πιθανό να παρουσιάσουν υψηλότερες επιδόσεις στο μέλλον, σύμφωνα με τις σημερινή αξιολόγησή τους.

II. Διαμόρφωση Χαρτοφυλακίων Συνολικού Δείγματος

Στην αρχή επιλέχθηκαν 71 μετοχές από 281 συνολικά του ελληνικού χρηματιστηρίου, οι οποίες παρουσίαζαν έστω και μια αξιολόγηση στο συνολικό μας δείγμα. Στη συνέχεια, διαμορφώθηκαν χαρτοφυλάκια σύμφωνα με τις μηνιαίες αξιολογήσεις των παραπάνω μετοχών. Αυτό παρείχε τη δυνατότητα αναπροσαρμογής των χαρτοφυλακίων κάθε μήνα και διαμόρφωσης δυναμικών χαρτοφυλακίων, τα οποία αποτελούνταν από μετοχές με διαφορετικές αξιολογήσεις ανά μήνα, δηλαδή είναι δυνατόν να υπάρχουν μετοχές που τον ένα μήνα να αξιολογούνται με χαμηλή αξιολόγηση και τον επόμενο με καλύτερη, λόγω των συνθηκών της αγοράς και της μεταβαλλόμενης ψυχολογίας των αναλυτών, με αποτέλεσμα τα χαρτοφυλάκια να αναπροσαρμόζονται συνεχώς στις διακυμάνσεις της αγοράς και στην εναλλαγή της συμπεριφοράς των αναλυτών που την παρατηρούν.

Αφού διαμορφώθηκαν τα τέσσερα χαρτοφυλάκια με κριτήριο τον μέσο όρο των αναλυτών της πηγής δεδομένων του Bloomberg θεωρήθηκε ότι τα χαρτοφυλάκια περιλαμβάνουν την τρέχουσα ψυχολογία μεγάλου μέρους των αναλυτών που ασχολούνται με το ελληνικό χρηματιστήριο και κατά συνέπεια ανταποκρίνονται στις εναλλαγές της αγοράς.

Ήταν αρκετό να έχουμε ως πληροφορία έστω και μία αξιολόγηση μετοχής για το συνολικό δείγμα. Στην πράξη, ένα χαρτοφυλάκιο διαμορφωνόταν με τον μέσο όρο των αξιολογήσεων των αναλυτών με αποτέλεσμα στην αρχή του μήνα να διαμορφώνονται τέσσερα χαρτοφυλάκια, τα οποία θα παρατηρούσαμε την συνολική απόδοση και τον συνολικό κίνδυνό τους κατά τη διάρκεια του μήνα:

- Χαρτοφυλάκιο Α: (1-2)
- Χαρτοφυλάκιο Β: (2-3)
- Χαρτοφυλάκιο Γ: (3-4)
- Χαρτοφυλάκιο Δ: (4-5)

Portfolio A	Portfolio B	Portfolio C	Portfolio D	<i>Average</i>	<i>Average</i>	<i>Average</i>	<i>Average</i>
1-2	2-3	3-4	4-5	A	B	C	D
0	1	1	2	-	-0,16	-3,94	3,81
0,000000	-0,162470	-3,936107	7,612418				
0	1	3	4	-	-6,90	-0,70	-3,01
0,000000	-6,899287	-2,108689	-12,026664				
0	0	2	3	-	-	8,29	1,15
0,000000	0,000000	16,579941	3,443304				
0	1	2	1	-	-11,88	-3,50	-3,23
0,000000	-11,881322	-6,998782	-3,233538				
1	0	2	5	-0,93	-	3,19	-1,65
-0,931973	0,000000	6,385786	-8,233414				
0	0	2	1	-	-	-0,47	4,18
0,000000	0,000000	-0,947033	4,182835				
0	0	1	5	-	-	-1,01	0,47
0,000000	0,000000	-1,007565	2,329886				
1	0	3	3	4,15	-	-2,71	-1,05
4,151540	0,000000	-8,131737	-3,154790				
0	1	1	2	-	11,51	-2,54	7,29
0,000000	11,510951	-2,536919	14,582095				
0	2	0	5	-	9,75	-	0,80
0,000000	19,509185	0,000000	4,012521				
1	2	3	11	4,41	-1,47	0,65	8,95
4,407652	-2,941411	1,938138	98,397138				
0	1	0	1	-	8,29	-	6,30
0,000000	8,287663	0,000000	6,302473				
2	0	1	3	12,35	-	15,40	3,41
24,705577	0,000000	15,401157	10,226627				

0	2	1	5	-	-2,90	-6,38	-13,36
0,000000	-5,799536	-6,375975	-66,788857				
0	1	1	5	-	7,31	-6,34	1,02
0,000000	7,307057	-6,339559	5,111652				
1	1	2	5	-4,26	-1,28	0,47	7,55
-4,255961	-1,282069	0,932477	37,743037				
2	3	3	8	8,62	0,53	5,10	4,24
17,241181	1,599949	15,313754	33,933765				
2	3	2	3	9,55	9,94	6,65	4,26
19,105889	29,831910	13,295814	12,778867				
0	5	0	3	-	0,15	-	-1,48
0,000000	0,768513	0,000000	-4,448764				
0	5	0	3	-	0,58	-	3,58
0,000000	2,880012	0,000000	10,739095				
0	3	4	7	-	-2,72	-5,90	1,16
0,000000	-8,173943	-23,584151	8,115477				
1	3	1	7	0,51	6,21	5,39	5,42
0,507186	18,627219	5,391958	37,962827				
1	3	2	11	9,94	9,01	8,67	8,35
9,937247	27,022476	17,334880	91,879752				
1	2	1	11	20,02	0,47	32,40	9,87
20,017917	0,944230	32,398862	108,589197				
0	3	2	8	-	9,43	4,92	13,30
0,000000	28,288808	9,839681	106,360091				
1	3	6	8	3,60	1,41	-3,47	0,63
3,602582	4,237818	-20,826975	5,046314				
2	4	3	12	14,23	-1,97	7,63	-1,97
28,460041	-7,886855	22,904528	-23,691546				
2	2	4	5	-19,33	-3,03	-8,43	-16,25
-38,658449	-6,065651	-33,736903	-81,253827				
1	3	1	14	-16,93	-6,23	-5,84	-2,61
-16,925296	-18,684308	-5,839159	-36,573227				

<i>1</i>	<i>2</i>	<i>2</i>	<i>13</i>	-5,88	-3,22	1,91	3,12
-5,884050	-6,436112	3,822152	40,496849				
<i>0</i>	<i>2</i>	<i>0</i>	<i>10</i>	-	6,34	-	2,74
0,000000	12,676213	0,000000	27,366938				
<i>0</i>	<i>5</i>	<i>3</i>	<i>14</i>	-	-1,03	-0,47	1,27
0,000000	-5,147784	-1,415806	17,766988				
<i>0</i>	<i>3</i>	<i>1</i>	<i>13</i>	-	2,37	3,01	6,03
0,000000	7,099837	3,010980	78,355761				
<i>0</i>	<i>3</i>	<i>2</i>	<i>9</i>	-	9,64	-0,98	3,38
0,000000	28,906555	-1,952975	30,416256				
<i>0</i>	<i>4</i>	<i>2</i>	<i>15</i>	-	6,40	5,21	7,29
0,000000	25,608263	10,417645	109,283810				
<i>0</i>	<i>5</i>	<i>1</i>	<i>14</i>	-	10,68	-2,21	6,25
0,000000	53,424338	-2,210035	87,554310				
<i>1</i>	<i>1</i>	<i>4</i>	<i>9</i>	-11,42	-9,78	-4,89	-0,20
-11,421797	-9,779774	-19,547681	-1,836059				
<i>1</i>	<i>3</i>	<i>3</i>	<i>10</i>	-6,45	0,02	3,15	8,22
-6,447029	0,053123	9,436654	82,150708				
<i>1</i>	<i>2</i>	<i>4</i>	<i>15</i>	5,31	9,48	0,84	3,67
5,314747	18,967206	3,342269	54,990076				
<i>1</i>	<i>5</i>	<i>4</i>	<i>15</i>	4,45	2,05	6,01	7,37
4,454178	10,234707	24,029928	110,599440				
<i>0</i>	<i>6</i>	<i>6</i>	<i>18</i>	-	-2,24	-1,04	0,44
0,000000	-13,411800	-6,233042	8,000025				
<i>0</i>	<i>8</i>	<i>4</i>	<i>11</i>	-	-3,15	0,36	3,01
0,000000	-25,237157	1,423131	33,115552				
<i>0</i>	<i>5</i>	<i>2</i>	<i>15</i>	-	1,82	1,26	-5,00
0,000000	9,099920	2,512185	-75,043567				
<i>0</i>	<i>6</i>	<i>5</i>	<i>22</i>	-	6,11	5,30	4,85
0,000000	36,630221	26,504244	106,760153				
<i>1</i>	<i>2</i>	<i>5</i>	<i>21</i>	0,65	-4,53	-2,58	5,12
0,645395	-9,051401	-12,897951	107,502973				

0	6	6	19	-	-6,10	-6,16	-8,41
0,000000	-36,577179	-36,944394	159,774601	-			
0	4	4	23	-	-6,23	3,05	-0,47
0,000000	-24,921266	12,181705	-10,766727				
0	7	5	24	-	-18,04	-8,89	-18,34
0,000000	-	-	-				
0,000000	126,257996	-44,474216	440,059335				
0	2	8	16	-	-1,60	-8,49	-3,19
0,000000	-3,197866	-67,924598	-51,043271				
0	1	9	26	-	15,04	-4,77	-5,83
0,000000	-	-	-				
0,000000	15,039833	-42,929400	151,592224				
0	5	5	30	-	7,36	-3,01	6,05
0,000000	36,823620	-15,046635	181,399656				
0	8	2	26	-	-8,26	-4,50	0,93
0,000000	-66,065279	-8,992718	24,222298				
1	9	6	24	-3,44	-19,61	-15,90	-16,10
-3,440143	-	-	-				
-3,440143	176,465577	-95,412647	386,425105				
1	4	5	21	-3,45	-2,22	-3,80	-3,42
-3,448618	-8,871219	-18,984292	-71,784699				
0	5	5	12	-	-0,80	-5,14	-2,21
0,000000	-4,017279	-25,706695	-26,502066				
2	7	5	25	-19,95	-19,48	-21,30	-19,94
-39,902563	-	-	-				
-39,902563	136,382573	106,510850	498,439810				
0	5	7	25	-	-30,79	-33,67	-34,40
0,000000	-	-	-				
0,000000	153,973786	235,663935	860,031855				
1	8	6	22	-8,25	-6,39	2,61	-6,50
-8,246428	-	-	-				
-8,246428	-51,123342	15,681317	142,980971				

0	9	7	33	-	-1,57	-14,66	-5,46
0,000000	-14,123911	102,615680	180,217090				
2	10	11	23	-7,68	-9,91	-1,74	-5,29
-15,359682	-99,064042	-19,136713	121,677303				
1	5	12	14	-19,89	-1,76	-12,74	-11,11
-19,885086	-8,779141	152,880109	155,536365				
3	8	11	17	5,51	-6,86	8,97	7,29
16,539069	-54,914088	98,671062	123,965052				
6	9	13	21	25,53	28,19	24,28	17,43
153,208606	253,702614	315,625768	366,072044				
4	7	14	14	24,07	13,54	11,82	8,83
96,285326	94,749374	165,436160	123,570774				
4	11	20	15	-10,74	2,38	-1,66	-0,90
-42,978026	26,163532	-33,289927	-13,491532				
2	10	20	12	18,61	3,01	5,70	4,44
37,228671	30,105694	113,900263	53,239857				
2	8	13	10	6,96	1,50	6,49	-3,99
13,917581	12,012122	84,349629	-39,887934				
3	8	15	9	-7,71	5,45	6,15	5,42
-23,143195	43,612192	92,188284	48,764589				
2	5	15	14	7,72	2,79	0,65	1,96
15,435102	13,935185	9,713597	27,407310				
5	5	13	10	-17,70	-17,55	-15,41	-14,30
-88,501773	-87,747377	200,358941	143,036214				
3	5	18	14	5,71	1,29	-0,79	0,49
17,117085	6,457382	-14,271254	6,818901				
SUM			-				
229,852506	-8,205081	118,193902	428,361662				

Στον παραπάνω πίνακα εμφανίζονται τέσσερα χαρτοφυλάκια τα οποία έχουν διαμορφωθεί σύμφωνα με τις αξιολογήσεις των αναλυτών στην αρχή του μήνα. Αυτά παρουσιάζουν είτε θετικές είτε αρνητικές αποδόσεις για τον επόμενο μήνα. Με άλλα λόγια, δημιουργούμε χαρτοφυλάκια με τις αξιολογήσεις των αναλυτών στην αρχή του μήνα και στο τέλος του μήνα κλείνουμε τις θέσεις μας σε αυτά. Με αποτέλεσμα στο τέλος του χρονικού διαστήματος που εξετάζουμε να υπάρχει η συνολική απόδοση κάθε χαρτοφυλακίου η οποία διαμορφώνεται με το άθροισμα των αποδόσεων των μετοχών κάθε χαρτοφυλακίου δια τον αριθμό των μετοχών.

Δύο συμπεράσματα πρέπει να προκύψουν από την εξέλιξη των χαρτοφυλακίων στο χρόνο. Το πρώτο είναι ότι χαρτοφυλάκια που έχουν αξιολογηθεί από τους αναλυτές χαμηλότερα πρέπει να έχουν και υψηλότερη απόδοση και αντίστοιχα χαρτοφυλάκια με υψηλότερη αξιολόγηση πρέπει να είναι λιγότερα αποδοτικά. Ακόμα, το δεύτερο είναι ότι χαρτοφυλάκια με χαμηλότερη αξιολόγηση πρέπει να αναλαμβάνουν υψηλότερο κίνδυνο σε σχέση με τα χαρτοφυλάκια που έχουν αξιολογηθεί υψηλότερα. Παρακάτω παρουσιάζεται ένας συνολικός πίνακας για όλο το δείγμα:

Συνολικό Δείγμα:

	Total Sample			
Average	0,7751193	-0,14785	-0,46253	0,023079
StDev	12,146636	9,265149	9,381694	8,311765
Sharpe Ratio	0,0638135	-0,01596	-0,0493	0,002777

Αρχικά παρατηρούμε ότι χαρτοφυλάκια με χαμηλότερη αξιολόγηση είναι περισσότερο αποδοτικά από χαρτοφυλάκια με υψηλότερη αξιολόγηση αναλυτών. Το χαρτοφυλάκιο Α παρουσιάζει **77,5%** αναμενόμενη απόδοση, ενώ τα χαρτοφυλάκια Β και Γ παρουσιάζουν αρνητική απόδοση **-14,8%** και **-46.3%** και το χαρτοφυλάκιο Δ παρουσιάζει **2.3%**. Όσον αφορά τον κίνδυνο που αναλαμβάνουν τα παραπάνω χαρτοφυλάκια, το χαρτοφυλάκιο Α εμφανίζει **12.15**, το χαρτοφυλάκιο Β εμφανίζει

9.27, το οποίο είναι μικρότερο από τον κίνδυνο που αναλαμβάνει το χαρτοφυλάκιο Γ, που αναλαμβάνει **9.38**. Τέλος, το χαρτοφυλάκιο Δ αναλαμβάνει τον μικρότερο κίνδυνο στο συνολικό δείγμα, όπως ήταν και το αναμενόμενο.

Ένα μέτρο αξιολόγησης χαρτοφυλακίων όπως είναι το Sharpe ratio, το οποίο μετράει την αναμενόμενη απόδοση ανά μονάδα κινδύνου ενός χαρτοφυλακίου παρουσιάζει τα εξής δύο παράδοξα. Πρώτον το Sharpe ratio του Α είναι το ψηλότερο κατά **0,06**, πράγμα που δεν θα έπρεπε να είχε συμβεί, αφού το χαρτοφυλάκιο Α διαμορφώθηκε με τις χαμηλότερες αξιολογήσεις των αναλυτών κατά την διάρκεια του συνολικού δείγματος. Δεύτερον, το Sharpe ratio του χαρτοφυλακίου Β είναι χαμηλότερο από το Sharpe ratio του χαρτοφυλακίου Γ, ενώ ένας επενδυτής θα περίμενε τα αντίθετα αποτελέσματα γιατί όσο καλύτερη αξιολόγηση αναλυτών λαμβάνει ένα χαρτοφυλάκιο τόσο μεγαλύτερη απόδοση και χαμηλότερο κίνδυνο θα έπρεπε να έχει.

III. Έλεγχος Στατιστικής Σημαντικότητας Των Ανεξάρτητων Μεταβλητών

Στο πρώτο χαρτοφυλάκιο Α, που αφορά στην **αξιολόγηση (1– 2)**, το **$\alpha = -1,0043$** , που μας δείχνει την δυναμική της αγοράς, δεν είναι στατιστικά σημαντικό, γιατί $p\text{-value} > 0,05$. Το **β** , το οποίο εκφράζει το beta του χαρτοφυλακίου είναι στατιστικά σημαντικό γιατί είναι μικρότερο από το 0,05 και μάλιστα το χαρτοφυλάκιο μας είναι επιθετικό που σημαίνει ότι όταν η αγορά ανεβαίνει 1% το χαρτοφυλάκιο μας ανεβαίνει 1,16% και αντίστροφα, στη συγκεκριμένη περίπτωση είναι μεγαλύτερο του 1, δηλαδή **1,16**. Το **γ** , δηλαδή η ικανότητα του διαχειριστή να προβλέπει τις διακυμάνσεις της αγοράς (market timing), δεν είναι στατιστικά σημαντικό γιατί είναι μεγαλύτερο του 0,05. Άρα το χαρτοφυλάκιο Α στο συγκεκριμένο χρονικό διάστημα επηρεάζεται από το beta δηλαδή από τις μεταβολές της αγοράς.

Dependent Variable: PORTFOLIO1				
Method: Least Squares				
Date: 02/05/10 Time: 16:20				
Sample (adjusted): 2004M05 2009M11				
Included observations: 36 after adjustments				

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-1.004.347	1.539.596	-0.652344	0.5187
ASE	1.162.554	0.160244	7.254.883	0.0000
ASE^2	0.012613	0.012644	0.997498	0.3258
R-squared	0.617554	Mean dependent var		0.775119
Adjusted R-squared	0.594376	S.D. dependent var		1.214.664
S.E. of regression	7.736.026	Akaike info criterion		7.009.309
Sum squared resid	1.974.921	Schwarz criterion		7.141.268
Log likelihood	-1.231.676	F-statistic		2.664.339
Durbin-Watson stat	2.398.986	Prob(F-statistic)		0.000000

Στο δεύτερο χαρτοφυλάκιο β που αφορά στην αξιολόγηση (2– 3) το $\alpha = -0,1035$, που μας δείχνει την δυναμική της αγοράς, δεν είναι στατιστικά σημαντικό, γιατί $p\text{-value} > 0,05$. Το β , το οποίο εκφράζει το beta του χαρτοφυλακίου, είναι στατιστικά σημαντικό γιατί είναι μικρότερο από το 0,05 και μάλιστα το χαρτοφυλάκιο μας είναι αμυντικό που σημαίνει ότι, όταν η αγορά ανεβαίνει 1%, το χαρτοφυλάκιο μας ανεβαίνει 0,93% και αντίστροφα. Στη συγκεκριμένη περίπτωση είναι μικρότερο του 1, δηλαδή **0,93**. Το γ δηλαδή η ικανότητα του διαχειριστή να προβλέπει τις διακυμάνσεις της αγοράς (market timing) δεν είναι στατιστικά σημαντικό γιατί είναι μεγαλύτερο του 0,05. Άρα το χαρτοφυλάκιο B στο συγκεκριμένο χρονικό διάστημα επηρεάζεται από το beta δηλαδή από τις μεταβολές της αγοράς.

Dependent Variable:				
PORTFOLIO2				
Method: Least Squares				
Date: 02/05/10 Time: 16:20				
Sample: 2004M01 2009M11				
Included observations: 65				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.

C	-0.103527	0.802851	-0.128949	0.8978
ASE	0.937378	0.099671	9.404.690	0.0000
ASE^2	-0.000981	0.006288	-0.155947	0.8766
R-squared	0.631857	Mean dependent var		-0.147847
		S.D. dependent var		
Adjusted R-squared	0.619981			9.265.149
S.E. of regression	5.711.564	Akaike info criterion		6.367.918
		Schwarz criterion		
Sum squared resid	2.022.562			6.468.274
Log likelihood	-2.039.573	F-statistic		5.320.633
		Prob(F-statistic)		
Durbin-Watson stat	2.450.514			0.000000

Στο τρίτο χαρτοφυλάκιο Γ που αφορά στην αξιολόγηση (3– 4) το $\alpha = -0,40$, που μας δείχνει την δυναμική της αγοράς, δεν είναι στατιστικά σημαντικό, γιατί p-value > 0,05. Το β , το οποίο εκφράζει το beta του χαρτοφυλακίου είναι στατιστικά σημαντικό γιατί είναι μικρότερο από το 0,05 και μάλιστα το χαρτοφυλάκιο μας είναι αμυντικό που σημαίνει ότι όταν η αγορά ανεβαίνει 1% το χαρτοφυλάκιο μας ανεβαίνει **1.033%** και αντίστροφα. Στη συγκεκριμένη περίπτωση είναι μικρότερο του 1, δηλαδή **1,033**. Το γ δηλαδή η ικανότητα του διαχειριστή να προβλέπει τις διακυμάνσεις της αγοράς (market timing) δεν είναι στατιστικά σημαντικό γιατί είναι μεγαλύτερο του 0,05. Άρα το χαρτοφυλάκιο Γ στο συγκεκριμένο χρονικό διάστημα επηρεάζεται από το beta δηλαδή από τις μεταβολές της αγοράς.

Dependent Variable:				
PORTFOLIO3				
Method: Least Squares				
Date: 02/05/10 Time: 16:20				
Sample: 2004M01 2009M11				

Included observations: 66				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.400307	0.696116	-0.575058	0.5673
ASE	1.033.921	0.087027	1.188.050	0.0000
ASE^2	0.000838	0.005483	0.152913	0.8790
R-squared	0.722733	Mean dependent var		-0.462531
Adjusted R-squared	0.713931	S.D. dependent var		9.381.694
S.E. of regression	5.017.837	Akaike info criterion		6.108.264
Sum squared resid	1.586.257	Schwarz criterion		6.207.794
Log likelihood	-1.985.727	F-statistic		8.210.902
Durbin-Watson stat	1.991.091	Prob(F-statistic)		0.000000

Στο τέταρτο χαρτοφυλάκιο Δ που αφορά την **αξιολόγηση (4– 5)** το $\alpha = 0,48$, που μας δείχνει την δυναμική της αγοράς, δεν είναι στατιστικά σημαντικό, γιατί $p\text{-value} > 0,05$. Το β , το οποίο εκφράζει το beta του χαρτοφυλακίου, είναι στατιστικά σημαντικό γιατί είναι μικρότερο από το 0,05 και μάλιστα το χαρτοφυλάκιο μας είναι αμυντικό που σημαίνει ότι όταν η αγορά ανεβαίνει 1% το χαρτοφυλάκιο μας ανεβαίνει 0,94% και αντίστροφα. Στη συγκεκριμένη περίπτωση είναι μικρότερο του 1, δηλαδή **0,94**. Το γ δηλαδή η ικανότητα του διαχειριστή να προβλέπει τις διακυμάνσεις της αγοράς (market timing) είναι στατιστικά σημαντικό γιατί είναι μικρότερο του 0,05 και μάλιστα ισούται με -0,01, που σημαίνει ότι οι μεταβολές της αγοράς είτε οι θετικές είτε οι αρνητικές θα επηρεάσουν αρνητικά το χαρτοφυλάκιο Δ. Άρα το χαρτοφυλάκιο Δ στο συγκεκριμένο χρονικό διάστημα επηρεάζεται από το beta δηλαδή από τις μεταβολές της αγοράς και το (market timing) του διαχειριστή.

Dependent Variable: PORTFOLIO4				
Method: Least Squares				
Date: 02/05/10 Time: 16:20				
Sample: 2004M01 2009M11				

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
Included observations: 71				
C	0.486893	0.416736	1.168.350	0.2467
ASE	0.943545	0.053239	1.772.289	0.0000
ASE^2	-0.010797	0.003383	-3.191.303	0.0021
R-squared	0.864307	Mean dependent var		0.023079
Adjusted R-squared	0.860316	S.D. dependent var		8.311.765
S.E. of regression	3.106.465	Akaike info criterion		5.146.183
Sum squared resid	6.562.086	Schwarz criterion		5.241.789
Log likelihood	-1.796.895	F-statistic		2.165.657
Durbin-Watson stat	1.729.038	Prob(F-statistic)		0.000000

IV. Διαμόρφωση χαρτοφυλακίων πριν την κρίση

Το συνολικό δείγμα μας από 30/1/2004 έως 30/12/2009 χωρίζεται σε δύο τμήματα. Το πρώτο αφορά στην περίοδο 30/1/2004 έως 30/12/2006, η οποία είναι μια εξαιρετικά ανοδική χρονική περίοδος του ελληνικού χρηματιστηρίου και γενικότερα της ελληνικής και παγκόσμιας οικονομίας. Το δεύτερο αφορά στην περίοδο από 1/1/2007 έως 30/12/2009, η οποία παρουσίασε μια πτώση των αγορών λόγω της τεράστιας χρηματοπιστωτικής κρίσης που ταλάνισε την παγκόσμια οικονομία. Ο σκοπός του παραπάνω διαχωρισμού ήταν η δημιουργία συμπερασμάτων για τις αξιολογήσεις των αναλυτών πριν και μετά την χρηματοπιστωτική κρίση. Με άλλα λόγια, επιθυμούσαμε να μετρήσουμε αν υπάρχει διαφορετική συμπεριφορά των αναλυτών πριν και μετά την κρίση, και κατά επέκταση διαφορετικές αποδόσεις στα τέσσερα χαρτοφυλάκια του δείγματος μας.

ΠΡΙΝ ΤΗΝ ΚΡΙΣΗ (30/1/2004-30/12/2006)

	A	B	Γ	Δ
Average	2,6702643	2,240826	1,742292	2,255235
StDev	10,943871	6,08823	7,855634	5,745024
Sharpe Ratio	0,2439963	0,368059	0,221789	0,392554

Αρχικά παρατηρούμε ότι το χαρτοφυλάκιο A έχει αναμενόμενη απόδοση μεγαλύτερη σε σχέση με τα υπόλοιπα χαρτοφυλάκια. Στην συνέχεια, διαπιστώνουμε ότι και τα τέσσερα χαρτοφυλάκια έχουν θετική απόδοση. Ακόμα, ο κίνδυνος για το χαρτοφυλάκιο A είναι μεγαλύτερος σε σχέση με τα υπόλοιπα χαρτοφυλάκια αφού έχει λάβει τις χαμηλότερες αξιολογήσεις αναλυτών, όμως το χαρτοφυλάκιο Γ, ενώ θα έπρεπε να έχει χαμηλότερο κίνδυνο σε σχέση με το χαρτοφυλάκιο B, αυτό αναλαμβάνει υψηλότερου κινδύνου. Τέλος, όσον αφορά στο μέτρο που λέγεται Sharpe ratio διαπιστώνουμε δυο παράδοξα. Πρώτον, το Sharpe ratio του χαρτοφυλακίου A είναι μικρότερο σε σχέση με το Sharpe ratio του B και Δ πράγμα που δεν συμβαίνει στο συνολικό δείγμα. Με άλλα λόγια το χαρτοφυλάκιο A είναι λιγότερο αποδοτικό πριν από την κρίση σε σχέση με το συνολικό δείγμα, όπως θα έπρεπε να συμβαίνει φυσιολογικά, γιατί είναι χαρτοφυλάκιο το οποίο αποτελείται από μετοχές με χαμηλές αξιολογήσεις. Δεύτερον, το Sharpe ratio του χαρτοφυλακίου Γ είναι χαμηλότερο σε σχέση με το Sharpe ratio του B που σημαίνει ότι την περίοδο πριν την χρηματοπιστωτική κρίση οι αξιολογήσεις των επενδυτών για τις μετοχές του ελληνικού χρηματιστηρίου δεν ήταν ακριβείς. Με άλλα λόγια, οι επενδυτές αξιολογούσαν υψηλότερα μετοχές που στην πραγματικότητα τους έδιναν χαμηλότερη απόδοση.

V. Έλεγχος Στατιστικής Σημαντικότητας Των Ανεξάρτητων Μεταβλητών

Στο πρώτο χαρτοφυλάκιο A που αφορά την αξιολόγηση (1– 2) το $\alpha=-1,008$, που μας δείχνει την δυναμική της αγοράς, δεν είναι στατιστικά σημαντικό, γιατί p-value > 0,05. Το β , το οποίο εκφράζει το beta του χαρτοφυλακίου, είναι στατιστικά σημαντικό γιατί είναι μικρότερο από το 0,05 και μάλιστα το χαρτοφυλάκιο μας είναι επιθετικό που σημαίνει ότι όταν η αγορά ανεβαίνει 1% το χαρτοφυλάκιο μας

ανεβαίνει 1,72% και αντίστροφα. Στη συγκεκριμένη περίπτωση είναι μεγαλύτερο του 1, δηλαδή **1,72**. Το γ δηλαδή η ικανότητα του διαχειριστή να προβλέπει τις διακυμάνσεις της αγοράς (market timing) δεν είναι στατιστικά σημαντικό γιατί είναι μεγαλύτερο του 0,05. Άρα το χαρτοφυλάκιο Α στο συγκεκριμένο χρονικό διάστημα επηρεάζεται από το beta δηλαδή από τις μεταβολές της αγοράς.

Dependent Variable:				
PORTFOLIO1				
Method: Least Squares				
Date: 02/05/10 Time: 16:20				
Sample (adjusted): 2004M05 2006M06				
Included observations: 15 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-1.008.627	2.825.140	-0.357019	0.7273
ASE	1.716.992	0.436014	3.937.929	0.0020
ASE^2	0.001399	0.072752	0.019225	0.9850
R-squared	0.568729	Mean dependent var		2.670.264
Adjusted R-squared	0.496851	S.D. dependent var		1.094.387
S.E. of regression	7.762.819	Akaike info criterion		7.113.425
Sum squared resid	7.231.363	Schwarz criterion		7.255.035
Log likelihood	-5.035.068	F-statistic		7.912.368
Durbin-Watson stat	1.681.932	Prob(F-statistic)		0.006434

Στο δεύτερο χαρτοφυλάκιο Β που αφορά στην **αξιολόγηση (2- 3)** το $\alpha = -0,7375$ που μας δείχνει την δυναμική της αγοράς, δεν είναι στατιστικά σημαντικό, γιατί $p\text{-value} > 0,05$. Το β , το οποίο εκφράζει το beta του χαρτοφυλακίου, είναι στατιστικά σημαντικό γιατί είναι μικρότερο από το 0,05 και μάλιστα το

χαρτοφυλάκιο μας είναι αμυντικό που σημαίνει ότι όταν η αγορά ανεβαίνει 1% το χαρτοφυλάκιο μας ανεβαίνει 0,90% και αντίστροφα. Στη συγκεκριμένη περίπτωση είναι μικρότερο του 1, δηλαδή **0,90**. Το γ δηλαδή η ικανότητα του διαχειριστή να προβλέπει τις διακυμάνσεις της αγοράς (market timing) δεν είναι στατιστικά σημαντικό γιατί είναι μεγαλύτερο του 0,05. Άρα το χαρτοφυλάκιο Β στο συγκεκριμένο χρονικό διάστημα επηρεάζεται από το beta δηλαδή από τις μεταβολές της αγοράς.

Dependent Variable:				
PORTFOLIO2				
Method: Least Squares				
Date: 02/05/10 Time: 16:20				
Sample: 2004M01 2006M12				
Included observations: 30				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.737514	1.199.060	-0.615077	0.5437
ASE	0.905274	0.183520	4.932.828	0.0000
ASE^2	0.048461	0.032992	1.468.869	0.1534
R-squared	0.494002	Mean dependent var		2.240.826
Adjusted R-squared	0.456521	S.D. dependent var		6.088.230
S.E. of regression	4.488.307	Akaike info criterion		5.935.468
Sum squared resid	5.439.123	Schwarz criterion		6.075.587
Log likelihood	-8.603.202	F-statistic		1.317.995
Durbin-Watson stat	2.195.349	Prob(F-statistic)		0.000101

Στο τρίτο χαρτοφυλάκιο Γ που αφορά στην αξιολόγηση (3– 4) το $\alpha = -1,819$, που μας δείχνει την δυναμική της αγοράς, δεν είναι στατιστικά σημαντικό, γιατί p -

value > 0,05. Το β , το οποίο εκφράζει το beta του χαρτοφυλακίου, είναι στατιστικά σημαντικό γιατί είναι μικρότερο από το 0,05 και μάλιστα το χαρτοφυλάκιο μας είναι επιθετικό που σημαίνει ότι όταν η αγορά ανεβαίνει 1% το χαρτοφυλάκιο μας ανεβαίνει 1,05% και αντίστροφα. Στην συγκεκριμένη περίπτωση είναι μικρότερο του 1, δηλαδή **1,05**. Το γ , δηλαδή η ικανότητα του διαχειριστή να προβλέπει τις διακυμάνσεις της αγοράς (market timing), δεν είναι στατιστικά σημαντικό γιατί είναι μεγαλύτερο του 0,05 οριακά. Άρα το χαρτοφυλάκιο Γ στο συγκεκριμένο χρονικό διάστημα επηρεάζεται από το beta δηλαδή από τις μεταβολές της αγοράς.

Dependent Variable:				
PORTFOLIO3				
Method: Least Squares				
Date: 02/05/10 Time: 16:20				
Sample: 2004M01 2006M12				
Included observations: 31				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-1.819.671	1.455.008	-1.250.626	0.2214
ASE	1.059.118	0.232614	4.553.116	0.0001
ASE^2	0.075978	0.040901	1.857.612	0.0738
R-squared	0.480173	Mean dependent var		1.742.292
Adjusted R-squared	0.443042	S.D. dependent var		7.855.634
S.E. of regression	5.862.628	Akaike info criterion		6.466.839
Sum squared resid	9.623.714	Schwarz criterion		6.605.612
Log likelihood	-9.723.600	F-statistic		1.293.203
Durbin-Watson stat	1.922.463	Prob(F-statistic)		0.000105

Στο τέταρτο χαρτοφυλάκιο Δ που αφορά στην **αξιολόγηση (4-5)** το $\alpha= 1,516$, που μας δείχνει την δυναμική της αγοράς, και είναι στατιστικά σημαντικό, γιατί p-value < 0,05. Το β , το οποίο εκφράζει το beta του χαρτοφυλακίου, είναι στατιστικά

σημαντικό γιατί είναι μικρότερο από το 0,05 και μάλιστα το χαρτοφυλάκιο μας είναι επιθετικό που σημαίνει ότι όταν η αγορά ανεβαίνει 1% το χαρτοφυλάκιο μας ανεβαίνει 1,13% και αντίστροφα. Στην συγκεκριμένη περίπτωση είναι μικρότερο του 1, δηλαδή **1,13**. Το γ δηλαδή η ικανότητα του διαχειριστή να προβλέπει τις διακυμάνσεις της αγοράς (market timing) είναι στατιστικά σημαντικό γιατί είναι μικρότερο του 0,05 και μάλιστα ισούται με -0,06, που σημαίνει ότι οι μεταβολές της αγοράς είτε οι θετικές είτε οι αρνητικές θα επηρεάσουν αρνητικά το χαρτοφυλάκιο Δ . Άρα το χαρτοφυλάκιο Δ στο συγκεκριμένο χρονικό διάστημα επηρεάζεται από το α και το beta δηλαδή από τις μεταβολές της αγοράς και το (market timing) του διαχειριστή.

Dependent Variable: PORTFOLIO4				
Method: Least Squares				
Date: 02/05/10 Time: 16:20				
Sample: 2004M01 2006M12				
Included observations: 36				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.516.185	0.638593	2.374.257	0.0236
ASE	1.134.115	0.104089	1.089.561	0.0000
ASE^2	-0.063934	0.018547	-3.447.198	0.0016
R-squared	0.788973	Mean dependent var		2.255.235
Adjusted R-squared	0.776184	S.D. dependent var		5.745.024
S.E. of regression	2.717.926	Akaike info criterion		4.917.271
Sum squared resid	2.437.750	Schwarz criterion		5.049.230
Log likelihood	-8.551.087	F-statistic		6.168.915
Durbin-Watson stat	1.838.877	Prob(F-statistic)		0.000000

VI. Διαμόρφωση Χαρτοφυλακίου Κατά τη Διάρκεια της Κρίσης

Την περίοδο από 1/1/2007 έως 30/12/2009 το ελληνικό χρηματιστήριο παρουσίασε αρχικά ανοδική τάση και στην συνέχεια έντονα καθοδική. Το ελληνικό χρηματιστήριο από τα μέσα του έτος 2008 έως την αρχή του 2009 επηρεάστηκε σημαντικά από την χρηματοπιστωτική κρίση και παρουσίασε πτωτική τάση. Όμως το τέλος του 2009 έφερε αρκετές μετοχές στα αρχικά τους επίπεδα.. Σκοπός της συγκεκριμένης μελέτης του παραπάνω δείγματος ήταν πρώτον να συγκρίνουμε τα αποτελέσματα του συνολικού δείγματος πριν και μετά την κρίση, δεύτερον να διαπιστώσουμε αν η συμπεριφορά των αναλυτών στις αξιολογήσεις τους ήταν σωστή κατά την διάρκεια μιας τόσο βαθιάς χρηματοπιστωτικής κρίσης. Δηλαδή, οι αναλυτές διακρίνουν και αξιολογούν καλύτερα την περίοδο της ανάπτυξης ή της ύφεσης μιας οικονομίας;

ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΚΡΙΣΗ (1/2007-12/2009)

	During crisis			
Average	-0,578556	-2,19528	-2,41537	-2,27285
StDev	13,028461	10,98278	10,26924	9,877081
Sharpe Ratio	-0,044407	-0,19988	-0,2352	-0,23011

Αρχικά παρατηρούμε ότι το χαρτοφυλάκιο Α παρουσιάζει αρνητική απόδοση την περίοδο της κρίσης, αλλά αποδοτικότερη σε σχέση με τα υπόλοιπα χαρτοφυλάκια. Στη συνέχεια ο κίνδυνος των χαρτοφυλακίων εμφανίζεται φυσιολογικός, πράγμα που δεν διαπιστώθηκε ούτε στο συνολικό δείγμα ούτε στο πρώτο τμήμα του δείγματος πριν από την κρίση. Τελικά οι αναλυτές αξιολογούν καλύτερα την περίοδο της κρίσης σε σχέση με την περίοδο πριν την κρίση και αυτό διαπιστώνεται, γιατί τα χαρτοφυλάκια με χαμηλή αξιολόγηση πιστοληπτικής ικανότητας παρουσίασαν υψηλό κίνδυνο αφού αφορούσαν μετοχές χαμηλής αξιολόγησης και απέδιδαν περισσότερο. Τέλος, το μεγαλύτερο παράδοξο παρατηρείται στο μέτρο του Sharpe ratio, γιατί όσο χαμηλότερη αξιολόγηση λάβει ένα χαρτοφυλάκιο από τους αναλυτές την συγκεκριμένη περίοδο τόσο μεγαλύτερο

Sharpe ratio θα έχει. Αυτό διαπιστώνεται και στον παραπάνω πίνακα όπου το χαρτοφυλάκιο Α έχει μεγαλύτερο Sharpe ratio από τα υπόλοιπα τρία.

VII. Έλεγχος Στατιστικής Σημαντικότητας Των Ανεξάρτητων Μεταβλητών

Στο πρώτο χαρτοφυλάκιο Α, που αφορά στην αξιολόγηση (1– 2) το $\alpha = -1,9$, που μας δείχνει την δυναμική της αγοράς, δεν είναι στατιστικά σημαντικό, γιατί $p\text{-value} > 0,05$. Το β , το οποίο εκφράζει το beta του χαρτοφυλακίου είναι στατιστικά σημαντικό γιατί είναι μικρότερο από το 0,05 και μάλιστα το χαρτοφυλάκιο μας είναι επιθετικό που σημαίνει ότι όταν η αγορά ανεβαίνει 1% το χαρτοφυλάκιο μας ανεβαίνει 1,06% και αντίστροφα. Στη συγκεκριμένη περίπτωση είναι μεγαλύτερο του 1, δηλαδή **1,06**. Το γ δηλαδή η ικανότητα του διαχειριστή να προβλέπει τις διακυμάνσεις της αγοράς (market timing) δεν είναι στατιστικά σημαντικό γιατί είναι μεγαλύτερο του 0,05. Άρα το χαρτοφυλάκιο Α στο συγκεκριμένο χρονικό διάστημα επηρεάζεται από το beta δηλαδή από τις μεταβολές της αγοράς.

Dependent Variable:				
PORTFOLIO1				
Method: Least Squares				
Date: 02/05/10 Time: 16:20				
Sample: 2007M01 2009M11				
Included observations: 21				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-1.906.520	2.147.608	-0.887741	0.3864
ASE	1.057.572	0.177163	5.969.490	0.0000
ASE^2	0.015414	0.013820	1.115.311	0.2794
R-squared	0.672920	Mean dependent var		-0.578556
Adjusted R-squared	0.636578	S.D. dependent var		1.302.846
S.E. of regression	7.854.142	Akaike info criterion		7.091.523
Sum squared resid	1.110.376	Schwarz criterion		7.240.740

Log likelihood	-7.146.099	F-statistic	1.851.622
Durbin-Watson stat	2.680.194	Prob(F-statistic)	0.000043

Στο δεύτερο χαρτοφυλάκιο B, που αφορά στην αξιολόγηση (2– 3) το $\alpha = -0,52$, που μας δείχνει την δυναμική της αγοράς, δεν είναι στατιστικά σημαντικό, γιατί $p\text{-value} > 0,05$. Το β , το οποίο εκφράζει το beta του χαρτοφυλακίου, είναι στατιστικά σημαντικό γιατί είναι μικρότερο από το 0,05 και μάλιστα το χαρτοφυλάκιο μας είναι αμυντικό που σημαίνει ότι όταν η αγορά ανεβαίνει 1% το χαρτοφυλάκιο μας ανεβαίνει 0,93% και αντίστροφα. Στη συγκεκριμένη περίπτωση είναι μικρότερο του 1, δηλαδή **0,93**. Το γ δηλαδή η ικανότητα του διαχειριστή να προβλέπει τις διακυμάνσεις της αγοράς (market timing) δεν είναι στατιστικά σημαντικό γιατί είναι μεγαλύτερο του 0,05. Άρα το χαρτοφυλάκιο B στο συγκεκριμένο χρονικό διάστημα επηρεάζεται από το beta δηλαδή από τις μεταβολές της αγοράς.

Dependent Variable: PORTFOLIO2				
Method: Least Squares				
Date: 02/05/10 Time: 16:20				
Sample: 2007M01 2009M11				
Included observations: 35				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.521760	1.296.776	-0.402352	0.6901
ASE	0.925139	0.130453	7.091.723	0.0000
ASE^2	-0.001196	0.007679	-0.155692	0.8773
R-squared	0.653972	Mean dependent var	-2.195.282	
Adjusted R-squared	0.632345	S.D. dependent var	1.098.278	
S.E. of regression	6.659.361	Akaike info criterion	6.711.741	
Sum squared resid	1.419.107	Schwarz criterion	6.845.056	
Log likelihood	-1.144.555	F-statistic	3.023.899	
Durbin-Watson stat	2.481.811	Prob(F-statistic)	0.000000	

Στο τρίτο χαρτοφυλάκιο Γ που αφορά την αξιολόγηση (3– 4) το $\alpha = -0.65$, που μας δείχνει την δυναμική της αγοράς, δεν είναι στατιστικά σημαντικό, γιατί $p\text{-value} > 0,05$. Το β , το οποίο εκφράζει το beta του χαρτοφυλακίου είναι στατιστικά σημαντικό γιατί είναι μικρότερο από το 0,05 και μάλιστα το χαρτοφυλάκιο μας είναι αμυντικό που σημαίνει ότι όταν η αγορά ανεβαίνει 1% το χαρτοφυλάκιο μας ανεβαίνει 0,99% και αντίστροφα. Στην συγκεκριμένη περίπτωση είναι μικρότερο του 1, δηλαδή **0,99**. Το γ δηλαδή η ικανότητα του διαχειριστή να προβλέπει τις διακυμάνσεις της αγοράς (market timing) δεν είναι στατιστικά σημαντικό γιατί είναι μεγαλύτερο του 0,05. Άρα το χαρτοφυλάκιο Γ στο συγκεκριμένο χρονικό διάστημα επηρεάζεται από το beta δηλαδή από τις μεταβολές της αγοράς.

Dependent Variable: PORTFOLIO3				
Method: Least Squares				
Date: 02/05/10 Time: 16:20				
Sample: 2007M01 2009M11				
Included observations: 35				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.650039	0.763797	-0.851063	0.4011
ASE	0.996325	0.076837	1.296.679	0.0000
ASE^2	-0.000881	0.004523	-0.194719	0.8468
R-squared	0.862695	Mean dependent var		-
Adjusted R-squared	0.854114	S.D. dependent var		2.415.375
S.E. of regression	3.922.345	Akaike info criterion		1.026.924
Sum squared resid	4.923.132	Schwarz criterion		5.653.073
Log likelihood	-9.592.877	F-statistic		5.786.388
Durbin-Watson stat	2.303.790	Prob(F-statistic)		1.005.290
				0.000000

Στο τέταρτο χαρτοφυλάκιο Δ, που αφορά στην αξιολόγηση (4-5) το $\alpha=0,165$, που μας δείχνει την δυναμική της αγοράς, δεν είναι στατιστικά σημαντικό, γιατί p-value > 0,05. Το β , το οποίο εκφράζει το beta του χαρτοφυλακίου, είναι στατιστικά σημαντικό γιατί είναι μικρότερο από το 0,05 και μάλιστα το χαρτοφυλάκιο μας είναι αμυντικό που σημαίνει ότι όταν η αγορά ανεβαίνει 1% το χαρτοφυλάκιο μας ανεβαίνει 0,91% και αντίστροφα. Στη συγκεκριμένη περίπτωση είναι μικρότερο του 1, δηλαδή **0,91**. Το γ δηλαδή η ικανότητα του διαχειριστή να προβλέπει τις διακυμάνσεις της αγοράς (market timing) είναι στατιστικά σημαντικό γιατί είναι μικρότερο του 0,05 και μάλιστα ισούται με -0,01, που σημαίνει ότι οι μεταβολές της αγοράς είτε οι θετικές είτε οι αρνητικές θα επηρεάσουν αρνητικά το χαρτοφυλάκιο Δ. Άρα το χαρτοφυλάκιο Δ στο συγκεκριμένο χρονικό διάστημα επηρεάζεται από το beta δηλαδή από τις μεταβολές της αγοράς και το (market timing) του διαχειριστή.

Dependent Variable: PORTFOLIO4				
Method: Least Squares				
Date: 02/05/10 Time: 16:20				
Sample: 2007M01 2009M11				
Included observations: 35				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.165104	0.622321	0.265304	0.7925
ASE	0.906797	0.062604	1.448.456	0.0000
ASE^2	-0.009953	0.003685	-2.700.719	0.0110

R-squared	0.901468	Mean dependent var	-2.272.853
Adjusted R-squared	0.895310	S.D. dependent var	9.877.081
S.E. of regression	3.195.817	Akaike info criterion	5.243.379
Sum squared resid	3.268.240	Schwarz criterion	5.376.695
Log likelihood	-8.875.914	F-statistic	1.463.836
Durbin-Watson stat	1.732.269	Prob(F-statistic)	0.000000

VIII. Συμπεράσματα

Παρατηρώντας τα αποτελέσματα του συνολικού δείγματος, το οποίο αφορά στο χρονικό διάστημα από 1/1/2004 έως 30/12/2009, προκύπτουν τα παρακάτω συμπεράσματα.

Πρώτον, το βασικό συμπέρασμα για τα χαρτοφυλάκια του συνολικού δείγματος είναι ότι τα αποτελέσματα της συνολικής απόδοσης, του κινδύνου και της αναμενόμενης απόδοσης ανά κίνδυνο «Sharpe ratio» δεν είναι τα αναμενόμενα. Η αναμενόμενη απόδοση των χαρτοφυλακίων θα έπρεπε να εμφανιστεί χαμηλότερη σε χαρτοφυλάκια με υψηλότερη αξιολόγηση και υψηλότερη σε χαρτοφυλάκια με χαμηλότερη αξιολόγηση, αφού ο επενδυτής αναλαμβάνει μεγαλύτερο κίνδυνο σε χαρτοφυλάκια που αξιολογούνται χαμηλά από τους αναλυτές σε σχέση με χαρτοφυλάκια υψηλής αξιολόγησης. Με άλλα λόγια, η τυπική απόκλιση των μηνιαίων αποδόσεων των τεσσάρων χαρτοφυλακίων (κίνδυνος) θα έπρεπε να μειώνεται όσο αναφερόμαστε σε χαρτοφυλάκια με υψηλότερη αξιολόγηση. Παρότι το χαρτοφυλάκιο Α έχει την υψηλότερη απόδοση και το μεγαλύτερο κίνδυνο σε σχέση με τα υπόλοιπα, καθώς αναφερόμαστε σε χαρτοφυλάκια με καλύτερη αξιολόγηση αναλυτών, παρατηρούμε ότι το χαρτοφυλάκιο Β έχει υψηλότερη απόδοση και χαμηλότερο κίνδυνο από το Γ, πράγμα που υποδηλώνει ότι οι αναλυτές για το συγκεκριμένο διάστημα δεν αξιολόγησαν σωστά τις μετοχές με αξιολογήσεις είτε από δύο έως τρία, είτε από τρία έως τέσσερα. Δηλαδή, ένας επενδυτής αν λάμβανε υπόψη τις αξιολογήσεις των αναλυτών θα αναλάμβανε μεγαλύτερο κίνδυνο από αυτό που επιθυμούσε, αφού θα επένδυε σε μετοχές με υψηλότερο κίνδυνο από τον αναμενόμενο, και αυτές θα απόδιδαν λιγότερο από αυτό που θα προσδοκούσε, λόγω της εσφαλμένης αξιολόγησής τους από τους αναλυτές.

Όλα τα παραπάνω εκφράζονται με το στατιστικό εργαλείο, που λέγεται Sharpe ratio. Το χαρτοφυλάκιο Α παρουσιάζει υψηλότερο Sharpe ratio σε σχέση με τα υπόλοιπα χαρτοφυλάκια, δηλαδή οι μετοχές με τη χαμηλότερη αξιολόγηση στο συγκεκριμένο δείγμα παρουσίασαν υψηλότερη αναμενόμενη απόδοση ανά μονάδες κινδύνου, άρα ένας επενδυτής αν είχε επενδύσει σε μετοχές με χαμηλές αξιολογήσεις θα είχε επωφεληθεί σημαντικά. Αντίθετα, αν είχε επενδύσει σε μετοχές με αξιολογήσεις από δύο έως τρία θα ήταν κερδισμένος σε σχέση με τις μετοχές, οι οποίες εκτιμήθηκαν με αξιολόγηση από τρία έως τέσσερα, επειδή το Sharpe ratio του πρώτου χαρτοφυλακίου εμφανίστηκε μεγαλύτερο από το Sharpe ratio του δεύτερου.

Δεύτερον, όσον αφορά στον έλεγχο στατιστικής σημαντικότητας των ανεξάρτητων μεταβλητών: Α «Jensen», Beta, και ικανότητα του διαχειριστή «Market timing» να προσαρμόσει το χαρτοφυλάκιο του σε σχέση με τις διακυμάνσεις της αγοράς, παρατηρήθηκαν τα παρακάτω συμπεράσματα: αρχικά, σε όλα τα χαρτοφυλάκια μόνο το beta του χαρτοφυλακίου παρατηρείται στατιστικά σημαντικό, πράγμα που δηλώνει ότι η απόδοση των χαρτοφυλακίων εξηγείται μόνο από τις μεταβολές της αγοράς. Στη συνέχεια, ο συντελεστής προσδιορισμού «R-squared», το οποίο δηλώνει το ποσοστό ακρίβειας της παλινδρόμησης, εμφανίζεται αρκετά σημαντικό από 61% έως 86% όσο αναφερόμαστε σε χαρτοφυλάκια με καλύτερη αξιολόγηση. Με άλλα λόγια, το beta, το οποίο εκφράζει τις μεταβολές των χαρτοφυλακίων στις διακυμάνσεις της αγοράς, εξηγεί καλύτερα τις αναμενόμενες αποδόσεις όσο αναφερόμαστε σε χαρτοφυλάκια με καλύτερη αξιολόγηση.

Στη συνέχεια, χωρίζοντας το παραπάνω δείγμα σε δύο τμήματα «πριν» και «μετά» την χρηματοπιστωτική κρίση της παγκόσμιας οικονομίας προκύπτουν τα παρακάτω συμπεράσματα.

Πρώτον, για την περίοδο πριν την κρίση από 30/1/2004 έως 30/12/2006, η οποία είναι μια εξαιρετικά ανοδική χρονική περίοδος του ελληνικού χρηματιστηρίου και γενικότερα της ελληνικής και παγκόσμιας οικονομίας, παρατηρούμε φυσιολογικά αποτελέσματα. Η αναμενόμενη απόδοση των χαρτοφυλακίων μειώνεται καθώς αναφερόμαστε σε χαρτοφυλάκια με υψηλότερη αξιολόγηση. Το ίδιο συμβαίνει και με τον κίνδυνο των χαρτοφυλακίων, μόνο που ο συνολικός κίνδυνος για το χαρτοφυλάκιο Β είναι μικρότερος σε σχέση με τον συνολικό κίνδυνο για το χαρτοφυλάκιο Γ, πράγμα που αντανακλάται στα Sharpe ratio των δύο

χαρτοφυλακίων. Βέβαια, μολονότι το Sharpe ratio του χαρτοφυλακίου Γ είναι μικρότερο από το Sharpe ratio του χαρτοφυλακίου Β, πράγμα που δηλώνει ότι οι αναλυτές, όπως εμφανίζεται και στο συνολικό δείγμα, δεν αξιολογούν σωστά τις μετοχές από δύο έως τέσσερα, το χαρτοφυλάκιο Δ εμφανίζει το υψηλότερο Sharpe ratio, που σημαίνει ότι αναλυτές θα επιβραβεύοντουσαν αν επέλεγαν τις μετοχές με την υψηλότερη κατά μέσο όρο αξιολόγηση των αναλυτών. Όσον αφορά στον έλεγχο στατιστικής σημαντικότητας των ανεξάρτητων μεταβλητών: Α «Jensen», Beta, και ικανότητα του διαχειριστή «Market timing» να προσαρμόσει το χαρτοφυλάκιο του σε σχέση με τις διακυμάνσεις της αγοράς, παρατηρήθηκαν τα παρακάτω συμπεράσματα: αρχικά, σε όλα τα χαρτοφυλάκια μόνο το beta του χαρτοφυλακίου παρατηρείται στατιστικά σημαντικό, εκτός από το χαρτοφυλάκιο Δ (4-5), το α είναι στατιστικά σημαντικό και το γ στο οποίο φαίνεται η ικανότητα του διαχειριστή «Market timing» εξηγεί την συνολική απόδοση του χαρτοφυλακίου, και μάλιστα λαμβάνει αρνητική τιμή. Άρα παρατηρούμε ότι το χαρτοφυλάκιο Δ που είναι και το καλύτερο ,επηρεάζεται από το α, το β και το γ.

Δεύτερον, για την περίοδο μετά την κρίση από 1/1/2007 έως 30/12/2009 οι αναλυτές αξιολογούσαν καλύτερα σε σχέση με την περίοδο πριν την κρίση και αυτό ερμηνεύεται, γιατί τα χαρτοφυλάκια με χαμηλή αξιολόγηση παρουσίασαν υψηλό κίνδυνο και απέδιδαν περισσότερο. Ακόμα, ο κίνδυνος αυξάνεται και η απόδοση μειώνεται φυσιολογικά όσο αναφερόμαστε σε χαρτοφυλάκια με δυσμενέστερη αξιολόγηση. Τέλος, παρατηρείται ότι το μέτρο του Sharpe ratio για τα τέσσερα χαρτοφυλάκια του δείγματος εμφανίζεται με τις αναμενόμενες τιμές, γιατί όσο υψηλότερη αξιολόγηση λάβει ένα χαρτοφυλάκιο από τους αναλυτές την συγκεκριμένη περίοδο τόσο μεγαλύτερο Sharpe ratio θα έχει, που σημαίνει ότι οι επενδυτές που θα επέλεγαν ως μοναδικό κριτήριο τις αξιολογήσεις των αναλυτών του Bloomberg θα αναλάμβαναν επιβραβεύοντουσαν. Όσον αφορά τον έλεγχο στατιστικής σημαντικότητας των ανεξάρτητων μεταβλητών: Α «Jensen», Beta, και ικανότητα του διαχειριστή «Market timing» να προσαρμόσει το χαρτοφυλάκιο του σε σχέση με τις διακυμάνσεις της αγοράς, παρατηρήθηκαν τα παρακάτω συμπεράσματα: κατά αρχάς, στα τέσσερα χαρτοφυλάκια μόνο το beta του χαρτοφυλακίου παρατηρείται στατιστικά σημαντικό, εκτός από το χαρτοφυλάκιο Δ (4-5), στο οποίο το «Market timing» εξηγεί την συνολική απόδοση του χαρτοφυλακίου, και μάλιστα λαμβάνει αρνητική τιμή.

Τέλος, πρέπει να αναφερθεί ότι τελικά οι αναλυτές δεν αξιολογούσαν δίκαια τις μετοχές την περίοδο πριν τη βαθιά χρηματοπιστωτική κρίση – ίσως ένας από τους λόγους που δημιουργήθηκε η παγκόσμια αστάθεια στις αγορές, ενώ κατά την διάρκεια της πτώσης των χρηματαγορών οι αναλυτές αξιολόγησαν καλύτερα τις μετοχές του ελληνικού χρηματιστηρίου – ίσως επηρεασμένοι από τα λάθη του παρελθόντος.

BIBΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- Ø Briec Monfort & Christian Mulder, 2000, “Using ratings for capital requirements on lending to emerging market economies: possible impact of a new basel accord” (working paper, International monetary fund)
- Ø Dieter Kerwer, 2004, “Holding Global Regulators Accountable: The case of credit rating agencies” (working paper, University College London)
- Ø Christian Mulder & Roberto Perrelli. 2001, “Foreign Currency Credit ratings for emerging Market Economies” (working paper, International Monetary Fund)
- Ø Dieter Kerwer, 2001, “Standardising as Governance: The case of credit rating agencies” (working paper)
- Ø Professor Howell E. Jackson, 2000, “The role of credit rating agencies in the establishment of capital standards for financial institutions in a global economy”, working paper, Harvard Law school)
- Ø Marwan Elkhoury, 2008, “Credi rating agencies and their potential impact on developing countries”, discussion papers
- Ø Cantor R & Packer F., 1996, “Determinants and Impact of Sovereign Credit Ratings”, Federal reserve bank of New York Quarterly Review”
- Ø Nikolaos Kourogenis, Nikitas Pittis, Guglielmo Maria Caporale, Antonios Antypas. 2009 “Selectivity, Market Timing and the Morningstar star-rating system, working paper (German Institute for Economic Research)
- Ø Frank Partnoy, 2006, “How and why credit rating agencies are not like other gatekeepers”, research paper (University of San Diego, School Of Law)
- Ø Clarke J. and K. Shastri, 2001, “On information asymmetry metrics” working paper, university of Pitchburgh.
- Ø Hull, J. M. Predescu and A. White (2004). “The relationship between credit default swap spreads, bond yields, stock returns and credit rating announcements” journal of banking and finance.