

ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ
ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ
ΑΓΗΝΩΝ
ΒΙΒΛΙΟΘΗΚΗ
εισ. 78240

Αρ.
ταξ.

ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

ΤΜΗΜΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΕΠΙΣΤΗΜΗΣ



Ο ρόλος και η δράση των Οίκων Αξιολόγησης πιστωτικού κινδύνου
στο διεθνές χρηματοοικονομικό σύστημα

Καλαντζή Μαρία



Διατριβή υποβληθείσα προς μερική εκπλήρωση
των απαραίτητων προϋποθέσεων
για την απόκτηση του
Μεταπτυχιακού Διπλώματος Ειδίκευσης

Αθήνα
Δεκέμβριος 2004



ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ
ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ
ΑΘΗΝΩΝ
ΒΙΒΛΙΟΘΗΚΗ
εισ. 78240
Αρ.
ταξ.

Εγκρίνουμε τη διατριβή της Καλαντζή Μαρίας

Γεωργούτσος Δημήτριος
Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών

(Υπογραφή)

Επίσκοπος Αθανάσιος
Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών

(Υπογραφή)

Ημερομηνία: 21, 12, 2024



Θα ήθελα να εκφράσω την εκτίμηση και τις ευχαριστίες μου στον καθηγητή Κώνσταντινο Δημήτριο για την βοήθεια και την καθοδήγηση που μου προσέφερε.

Επισης θα ήθελα να εκφράσω την ευγνωμοσύνη μου στον αγαπητό φίλο Τοιάλλα Πάνο για την συμπαράσταση και την πολύτιμη βοήθεια του καθ' όλη τη διάρκεια της χρονιάς.

Τέλος, θα ήθελα να ευχαριστήσω θερμά τους γονείς και τον αδερφό μου για την συνεχή ενθάρρυνση, αγάπη και υποστήριξη.





ΕΙΣΑΓΩΓΗ	1
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1^ο: ΕΠΙΤΡΟΠΗ ΒΑΣΙΛΕΙΑΣ ΚΑΙ RATING AGENCIES	4
1.1 Το υπάρχον θεσμικό πλαίσιο: Βασιλεία I	4
1.2 Λόγοι που οδήγησαν στη Νέα Συμφωνία	5
1.3 Δομή της Νέας Συμφωνίας	7
1.3.1 Πυλώνας I: Ελάχιστες κεφαλαιακές απαιτήσεις	7
1.3.1.1 Τυποποιημένη προσέγγιση	7
1.3.1.2 Προσέγγιση των Εσωτερικών Συστημάτων Διαβάθμισης	9
1.3.1.3 Λειτουργικός κίνδυνος	10
1.3.2 Πυλώνας II: Εποπτικές διαδικασίες ανασκόπησης	10
1.3.3 Πυλώνας III: Πειθαρχία της αγοράς	11
1.4 Ατέλειεις της Νέας Συμφωνίας	11
1.5 Rating Agencies	12
1.5.1 Ο ρόλος των εξωτερικών οίκων αξιολόγησης	13
1.5.2 NRSRO	15
1.5.3 Τύποι αντιπροσωπειών πιστωτικής εκτίμησης	15
1.6 Global Credit Rating Agencies	16
1.6.1 Moody's	16
1.6.2 Standard and Poor's	17
1.6.3 Fitch	17
1.7 Χρήστες των εκτιμήσεων των Rating Agencies και η σημασία τους στις χρηματαγορές	18
1.8 Συγκρούσεις συμφερόντων στην λειτουργία των CRA	19
1.9 Εμπόδια εισόδου	21
1.10 Ρυθμιστική μεταχείριση των οίκων αξιολόγησης	21
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2^ο: ΤΡΟΠΟΙ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑΣ ΤΩΝ ΟΙΚΩΝ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ	24
2.1 Εισαγωγή	24
2.1.1 Λειτουργία των Credit Rating Agencies	24



2.2 Διαδικασία εκτίμησης (rating process)	26
2.2.1 Εμπόδια στην ακριβή αξιολόγηση των εκδοτών	29
2.3 Rating Agencies Definitions	30
2.3.1 Μακροπρόθεσμες πιστωτικές εκτιμήσεις	30
2.3.2 Βραχυπρόθεσμες πιστωτικές εκτιμήσεις	31
2.3.3 Investment and speculative grades	31
2.3.4 Λίστες credit-watch και rating outlooks	32
2.4 Κριτήρια εκτίμησης	33
2.5 Μεθοδολογία εκτίμησης	34
2.5.1 Business Risk	35
2.5.1.1 Χαρακτηριστικά κλάδου	35
2.5.1.2 Διοίκηση και οργανωτικά προβλήματα	35
2.5.2 Financial Risk	36
2.5.2.1 Χρηματοοικονομικά χαρακτηριστικά	36
2.5.2.2 Χρηματοοικονομική πολιτική	36
2.5.2.3 Κερδοφορία	37
2.5.2.4 Κεφαλαιακή δομή	37
2.5.2.5 Ταμειακές ροές	37
2.5.2.6 Χρηματοοικονομική ευελιξία	39
2.5.3 Διεθνείς εκτιμήσεις	39
2.5.4 Country Risk	40
2.5.5 Sovereign Risk	41
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3^ο: ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΩΝ RATING AGENCIES ΣΤΙΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΕΣ	42
3.1 Επικρίσεις για την Βασιλεία II και την λειτουργία των CRA	42
3.2 Επιδείνωση των αναταραχών στις χρηματαγορές	45
3.2.1 Βραχυπρόθεσμος δανεισμός	46
3.2.2 The pro-cyclical role of Rating Agencies	46
3.2.2.1 Εμπειρικές έρευνες	47



3.3 Άνισες συνθήκες ανταγωνισμού – Αναδυόμενες αγορές	49
3.3.1 Οικονομετρική ανάλυση	51
3.4 Επίδραση των Sovereign Credit Ratings στις αναδυόμενες αγορές	52
3.4.1 Sovereign Credit Ratings	52
3.4.2 Ο ρόλος των οίκων αξιολόγησης στη μετάδοση πληροφόρησης	53
3.4.3 Οικονομετρική ανάλυση	54
3.5 Οι μεταδοτικές επιδράσεις των πιστωτικών εκτιμήσεων (Contagious Rating Effect)	56
3.5.1 Εμπειρική μελέτη	56
3.6 Αποτελεσματικότητα των οίκων αξιολόγησης	58
(Αναμενόμενες και μη αναμενόμενες ζημιές)	
3.7 Η προβλεπτική ικανότητα των οίκων αξιολόγησης	59
 ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4^ο : ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΔΙΕΡΕΥΝΗΣΗ ΤΗΣ ΣΧΕΣΗΣ ΜΕΤΑΞΥ ΤΩΝ SPREADS ΤΩΝ ΟΜΟΛΟΓΩΝ ΚΑΙ ΤΩΝ SOVEREIGN CREDIT RATINGS	61
4.1 Εισαγωγή	61
4.2 Δεδομένα	62
4.3 Μεθοδολογία	63
4.3.1 Φινλανδία	63
4.3.2 Κορέα	68
4.4 Συμπεράσματα	76
 ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ	77
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	81



ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Οι χρηματοοικονομικές πιέσεις και αναταραχές που παρατηρήθηκαν κυρίως την δεκαετία του 90', προκάλεσαν έντονους κλυδωνισμούς στις χρηματαγορές τόσο των αναδυόμενων όσο και των αναπτυγμένων χωρών. Αυτή η αστάθεια του διεθνούς χρηματοοικονομικού περιβάλλοντος, προκάλεσε την άμεση αντίδραση της "Επιτροπής Βασιλείας", η οποία και αναθεώρησε το υπάρχον πλαίσιο κεφαλαιακής επάρκειας των πιστωτικών ιδρυμάτων και πρότεινε μια σειρά νέων ρυθμίσεων και κανονισμών, ώστε να περιοριστούν αισθητά οι χρηματοοικονομικές ευπάθειες των αγορών.

Κεντρικό πυρήνα στην «Νέα Συμφωνία» της "Επιτροπής Βασιλείας" διαδραματίζουν οι οίκοι αξιολόγησης πιστωτικού κινδύνου (rating agencies), οι οποίοι αποτελούν και το αντικείμενο μελέτης της παρούσας εργασίας. Με γνώμονα την τυποποιημένη προσέγγιση για τον πιστωτικό κίνδυνο (standardized approach to credit risk), οι οίκοι αξιολόγησης είναι αυτοί που καθορίζουν τους συντελεστές κινδύνου οι οποίοι και συνδέονται με τις εκθέσεις των πιστωτικών ιδρυμάτων σε κυβερνήσεις-χώρες, αλλά και σε άλλους οφειλέτες. Οι rating agencies μπορούν να διαδραματίσουν ένα χρήσιμο ρόλο στην οικονομική λήψη αποφάσεων με το να παρέχουν στους συμμετέχοντες στην αγορά πληροφόρηση, σχετικά με τον πιστωτικό κίνδυνο που ενέχουν διαφορετικές χρηματοοικονομικές επενδύσεις. Πιο αναλυτικά, οι εξωτερικοί εκτιμητές προβαίνουν σε αξιολογήσεις των πιθανών κινδύνων και των αποδόσεων εναλλακτικών επενδύσεων, σύμφωνα με κάποιες τυποποιημένες κατηγορίες δανειοληπτικής ικανότητας. Ωστόσο, πολλοί από τους συμμετέχοντες στην αγορά, εκφράζουν ανησυχίες για το κατά πόσο οι εκτιμήσεις πιστωτικού κινδύνου από τις rating agencies, είναι αρκετά αξιόπιστες, ώστε να αποτελέσουν την βάση των κεφαλαιακών ρυθμίσεων των πιστωτικών ιδρυμάτων. Για τον λόγο αυτό, έχει διεξαχθεί πλήθος εμπειρικών ερευνών προκειμένου να εξεταστεί η επίδραση της λειτουργίας των οίκων αξιολόγησης πιστωτικού κινδύνου στις διεθνείς κεφαλαιαγορές.

Τα αποτελέσματα των εμπειρικών ερευνών, εγείρουν αμφιβολίες για την χρησιμότητα των rating agencies. Ορισμένες από τις επιφυλάξεις, εστιάζονται στο γεγονός ότι οι πιστωτικές εκτιμήσεις τους, παρουσιάζουν χρονική υστέρηση σε σχέση με τις φάσεις του οικονομικού κύκλου και κατ' επέκταση τις εξελίξεις στην αγορά



ενώ ταυτόχρονα, είναι πιθανόν να δημιουργούν και άνισες συνθήκες ανταγωνισμού, μεταξύ των πιστωτικών ιδρυμάτων διεθνώς. Ωστόσο, αποδεικνύεται επίσης, ότι οι οίκοι αξιολόγησης πιστωτικού κινδύνου μπορούν να μεταβιβάσουν νέες πληροφορίες σχετικά με την δανειοληπτική ικανότητα κυβερνήσεων-κρατών. Πιο συγκεκριμένα, αλλαγές στις πιστωτικές εκτιμήσεις των rating agencies σχετικά με το μακροπρόθεσμο χρέος σε ξένο νόμισμα μιας χώρας, έχουν αντίκτυπο τόσο στην χρηματοοικονομική κατάσταση της εξεταζόμενης χώρας, όσο και στις χρηματαγορές άλλων γειτονικών χωρών. Όλα τα παραπάνω συμπεράσματα είναι περισσότερο έκδηλα σε αναδυόμενες οικονομίες, στις οποίες οι χρηματοοικονομικές δυσχέρειες είναι περισσότερο έντονες.



ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Οι έντονες αναταραχές της χρηματιστηριακής αγοράς που παρατηρούνται τα τελευταία χρόνια, καθώς και η αύξηση της αποστροφής στον κίνδυνο από πλευράς θεσμικών επενδυτών, οδήγησαν σε στρεβλώσεις χρηματοπιστωτικών πρακτικών και σε πιέσεις ρευστότητας, ακόμα και στις πιο εύρωστες διεθνείς κεφαλαιαγορές. Σε ένα τέτοιο περιβάλλον χρηματιστηριακής αγοράς η ανάγκη εξασφάλισης της σταθερότητας του διεθνούς χρηματοπιστωτικού συστήματος κρίνεται επιτακτική. Προς την ίδια κατεύθυνση, θεμελιώδους σημασίας θεωρείται τόσο η δημιουργία συνθηκών ίσου ανταγωνισμού όσο και ελέγχου των αναλαμβανομένων από τα πιστωτικά ιδρύματα κινδύνων. Το σχέδιο δράσης του παραπάνω τρίπτυχου ανέλαβε η Επιτροπή της Βασιλείας, η οποία και απαρτίζεται από αντιπροσώπους των κεντρικών τραπεζών των G-10 χωρών, που συναντούνται κάθε τρεις μήνες στην “Τράπεζα για Διεθνείς Τακτοποιήσεις” (Bank for International Settlements) στην Βασιλεία.

Οι πρώτοι κανόνες για την κεφαλαιακή επάρκεια των πιστωτικών ιδρυμάτων και των εταιρειών παροχής επενδυτικών υπηρεσιών θεσπίστηκαν το 1988 και στην συνέχεια τροποποιήθηκαν ή συμπληρώθηκαν από την Επιτροπή της Βασιλείας για την Τραπεζική Εποπτεία. Πιο συγκεκριμένα το 1988 η Επιτροπή της Βασιλείας εισήγαγε ένα σύστημα κεφαλαιακής μέτρησης, γνωστό ως «Βασιλεία I» (Basel I), το οποίο συμπληρώθηκε και εμπλουτίστηκε τον Ιανουάριο του 1996 με την ενσωμάτωση των κινδύνων της αγοράς και την εισαγωγή εναλλακτικών μεθόδων μέτρησης των εν λόγω κινδύνων. Ωστόσο τον Ιούνιο του 1999, η Επιτροπή της Βασιλείας αναγνωρίζοντας ότι η «Βασιλεία I» έχει πλέον καταστεί παρωχημένη, έκανε λόγο για την αναθεώρησή της και προχώρησε σε μια σειρά δημοσιεύσεων συμβουλευτικών κειμένων και μελετών που είναι γνωστά ως «Βασιλεία II» (Basel II). Η αναθεωρημένη Συμφωνία της Βασιλείας στην κεφαλαιακή επάρκεια (Basel Capital Accord), αναμένεται να τεθεί σε ισχύ από το 2007 και έχει εντείνει το ενδιαφέρον για την βιομηχανία πιστωτικής εκτίμησης. Ειδικότερα και σύμφωνα με την μέθοδο της Τυποποιημένης προσέγγισης, οι πιστωτικές εκτιμήσεις, θα θεωρούνται ως οι θεμελιώδεις και καθοριστικοί παράγοντες των συντελεστών κινδύνου, που συνδέονται με τις εκθέσεις των τραπεζών στους διάφορους κινδύνους. Προς την κατεύθυνση αυτή, ιδιαίτερα σημαντικός κρίνεται ο ρόλος των αντιπροσωπειών



εκτίμησης (rating agencies), των οποίων οι αξιολογήσεις θα αποτελούν την βάση των ρυθμιστικών κεφαλαιακών απαιτήσεων.

Από τις αρχές της δεκαετίας του '80 οι οίκοι αξιολόγησης πιστωτικού κινδύνου διαδραματίζουν κεντρικό ρόλο στο διεθνές χρηματοοικονομικό σύστημα. Στο φαινόμενο αυτό έχει συντελέσει τόσο η αποδυνάμωση των τραπεζών όσο και των κυβερνήσεων των κρατών. Όσον αφορά τα πιστωτικά ιδρύματα, που παραδοσιακά επιτελούσαν το ρόλο του μεσολαβητή μεταξύ καταθετών και δανειστών, λόγω της επέκτασης των χρηματαγορών ήρθαν αντιμέτωπα με την εξασθένιση του ρόλου τους. Η δυνατότητα δηλαδή των δανειστών να εκδίδουν ομόλογα καθώς και των επενδυτών να αγοράζουν μετοχές οδήγησε σε μια μεταστροφή από τις τράπεζες προς στις χρηματαγορές, ενισχύοντας κατά συνέπεια τη σημαντικότητα των credit rating agencies.

Αντίστοιχα αποτελέσματα επέφερε και η παγκοσμιοποίηση. Ενώ κάποτε οι κυβερνήσεις ήταν αυτές που καθόριζαν τη διεθνή κατανομή της πίστωσης, στη συνέχεια αυτή τους η δυνατότητα μετριάστηκε λόγω της τάσης προς διεθνή σύγκλιση των αγορών κεφαλαίου και χρήματος.

Συμπερασματικά, τα τελευταία χρόνια η ενεργοποίηση των οίκων αξιολόγησης στο διεθνές χρηματοοικονομικό σύστημα είναι ολοένα και πιο έντονη. Για το λόγο αυτό κρίνεται ιδιαίτερα ενδιαφέρουσα η σε βάθος μελέτη και διερεύνηση του ρόλου τους.

Στο πρώτο κεφάλαιο επιχειρείται μια συνοπτική αναφορά στις βασικές αλλαγές που εισηγήθηκε η “Επιτροπή Βασιλείας” σε θέματα κεφαλαιακής επάρκειας και στη συνέχεια γίνεται παρουσίαση του ρόλου των αντιπροσωπειών πιστωτικής εκτίμησης στο διεθνές χρηματοπιστωτικό σύστημα.

Το δεύτερο κεφάλαιο πραγματεύεται τις διαδικασίες και την μεθοδολογία που εφαρμόζουν οι οίκοι αξιολόγησης, καθώς αποδεικνύεται ότι αυτές εξασφαλίζουν με την σειρά τους την παγκόσμια εδραίωση των rating agencies στο χρηματοοικονομικό περιβάλλον.



Στο τρίτο κεφάλαιο, αρχικά γίνεται λόγος στις τεχνικές αποδοκιμασίες και ανεπάρκειες της «Βασιλείας II», οι οποίες είναι συνυφασμένες και με την λειτουργία των οίκων αξιολόγησης και κυρίως διερευνάται η επίδραση που ασκούν οι εξωτερικοί εκτιμητές στις διεθνείς κεφαλαιαγορές. Προς την κατεύθυνση αυτή, ιδιαίτερα χρήσιμη είναι και η παρουσίαση εμπειρικών ερευνών και των αντίστοιχων αποτελεσμάτων τους, αναφορικά με την χρησιμότητα των οίκων αξιολόγησης.

Τέλος, στο τέταρτο κεφάλαιο, διεξάγουμε την δική μας οικονομετρική ανάλυση, προκειμένου να ελέγξουμε την ικανότητα παροχής πληροφοριών των οίκων αξιολόγησης. Η εμπειρική μας μελέτη βασίζεται στη σχέση που υπάρχει μεταξύ του spread των κυβερνητικών ομολόγων και των πιστωτικών εκτιμήσεων σε επίπεδο κυβερνήσεων-κρατών.



ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1^o: ΕΠΙΤΡΟΠΗ ΒΑΣΙΛΕΙΑΣ ΚΑΙ RATING AGENCIES

1.1 Το υπάρχον θεσμικό πλαίσιο: Βασιλεία I

Η σημαντικότερη ώθηση για την πρώτη Συμφωνία της Βασιλείας του 1988, ήταν η ανησυχία των κυβερνητών των G-10 χωρών ότι το κεφάλαιο των σπουδαιότερων παγκόσμιων τραπεζών έχει μειωθεί σε επικίνδυνα χαμηλά επίπεδα, λόγω της διάβρωσης που υπέστη μέσω του ανταγωνισμού. Το κεφάλαιο συνιστά γραμμή άμυνας για κάθε πιστωτικό ίδρυμα και το καθιστά ικανό να απορροφά τις ενδεχόμενες ζημιές, ενώ σε περίπτωση εξάντλησής του, ο κίνδυνος πτώχευσης ελλοχεύει. Επίσης το κεφάλαιο καθορίζει και το σχέδιο στρατηγικής δράσης των πιστωτικών ιδρυμάτων, όπως για παράδειγμα την δυνατότητα για μόχλευση, μεγέθυνση κ.α. Από τα παραπάνω επομένως διαφαίνεται καθαρά πόσο ουσιαστική είναι η ανάγκη συνετής και αποτελεσματικής διαχείρισης του κεφαλαίου.

Η Συμφωνία του 1988 αναγκάζει τους διεθνώς εν ενεργείᾳ χρηματοδοτικούς οργανισμούς να διατηρούν κεφάλαιο ίσο τουλάχιστον με το 8% των σταθμισμένων ως προς τον κίνδυνο στοιχείων του ενεργητικού τους. Τα στοιχεία του ενεργητικού ταξινομούνται σε τέσσερις κατηγορίες κινδύνου (0%, 20%, 50%, 100%), ανάλογα με την κατηγορία των οφειλετών¹. Αυτό σημαίνει ότι για ορισμένα στοιχεία δεν προβλέπεται κεφαλαιακή απαίτηση, όπως για τα κυβερνητικά ομόλογα χωρών-μελών του ΟΟΣΑ, ενώ οι αξιώσεις σε άλλες εμπορικές τράπεζες έχουν βάρος 20%, γεγονός που μεταφράζεται σε δαπάνη ύψους 1.6% (20% * 8%). Υπάρχει επίσης κλίμακα δαπανών και για τα εξωλογιστικά στοιχεία, που και για αυτά ισχύουν τέσσερις κατηγορίες κινδύνου.

Οι δύο κύριοι στόχοι της Βασιλείας I ήταν να εξασφαλιστεί ένα επαρκές επίπεδο κεφαλαίου στο διεθνές τραπεζικό σύστημα και να δημιουργηθεί, σε ανταγωνιστικούς όρους, ένα πεδίο δραστηριότητας ίσων ευκαιριών ώστε οι τράπεζες να μην μπορούν να εδραιωθούν χωρίς κεφαλαιακή υποστήριξη. Οι στόχοι αυτοί επιτεύχθηκαν και

¹ Basel Committee of Banking Supervision (2001), "The New Basel Capital Accord: An explanatory note", Basel, January

κατά την διάρκεια της δεκαετίας του 90, η Βασιλεία I, αποτέλεσε ένα διεθνές αναγνωρισμένο πρότυπο, με περισσότερες από 100 χώρες να την υιοθετούν στο τραπεζικό τους σύστημα. Ωστόσο το θεσμικό πλαίσιο της Βασιλείας I, συνοδεύτηκε και από αρκετές επικρίσεις. Η επιβολή ενιαίας δαπάνης 8% για κάθε επιχειρηματικό δάνειο (δεδομένου ότι ο συντελεστής στάθμισης είναι ομοιόμορφος και ίσος με 100%) ανεξάρτητα από την πιστοληπτική ικανότητα του αντισυμβαλλόμενου, δημιούργησε αντικίνητρο στην παροχή δανείων σε φερέγγυες πιστοληπτικά επιχειρήσεις, μειώνοντας κατά συνέπεια την μέση ποιότητα του χαρτοφυλακίου των δανείων των τραπεζών. Επίσης η Συμφωνία του 1988 δεν περιλαμβάνει τεχνικές μετριασμού του πιστωτικού κινδύνου, όπως για παράδειγμα τις εγγυήσεις. Αυτοί είναι οι κύριοι λόγοι που ανάγκασαν την Επιτροπή της Βασιλείας να προβεί σε συμπληρώσεις και βελτιώσεις του αρχικού πλαισίου κεφαλαιακής επάρκειας. Μια τροποποίηση εισήχθη το 1996 που εστιάστηκε στην σχέση κεφαλαιακής επάρκειας με τους κινδύνους της αγοράς των εμπορικών συναλλαγών των τραπεζών, ενώ ταυτόχρονα επιτράπηκε στα πιστωτικά ιδρύματα να χρησιμοποιούν δικά τους συστήματα μέτρησης των κινδύνων της αγοράς.

1.2 Λόγοι που οδήγησαν στη Νέα Συμφωνία

Η Βασιλεία I, επικρίθηκε από πολλούς ότι απέτυχε στο να ορίσει τα ακριβή βάρη κινδύνου και να υποστηρίξει την ασφάλεια του τραπεζικού συστήματος γιατί δεν έλαβε υπόψη της κινδύνους ρευστότητας, αγοράς και λειτουργικούς κινδύνους, που αποτελούν και τις βασικές πηγές αφερεγγυότητας των τραπεζών. Τα βάρη κινδύνου κεφαλαιακής επάρκειας βοήθησαν μεν στο να απεικονιστεί ο πιστωτικός κίνδυνος, από την άλλη όμως δεν ήταν βασισμένα σε αξιολογήσεις της χρηματιστηριακής αγοράς, ενώ ευνοούσαν τους χρηματοδοτικούς οργανισμούς χωρών-μελών του ΟΟΣΑ². Ταυτόχρονα η Βασιλεία I άσκησε αρνητική επίδραση σε κάποια πιστωτικά ιδρύματα καθώς τα ώθησε στο να αναζητήσουν μεθόδους αποφυγής κεφαλαιακών απαιτήσεων (regulatory capital arbitrage) μέσω, για παράδειγμα, της ταχείας ανάπτυξης της αγοράς πιστωτικών παραγώγων. Όλοι οι παραπάνω λόγοι, ώθησαν την

² Kraussl R. (2003), "A critique on the proposed use of external sovereign credit ratings in Basel II", CFS working paper No 2003/23, August

Επιτροπή της Βασιλείας να προβεί σε μια σειρά διαβούλευσεων για την τροποποίηση του αρχικού θεσμικού πλαισίου και έτσι τον Ιούνιο του 1999 δημοσιοποίησε το πρώτο Συμβουλευτικό Κείμενο³.

Ο θεμελιώδης στόχος της Επιτροπής της Βασιλείας, για να αναθεωρήσει την Συμφωνία του '88, ήταν να αναπτυχθεί ένα πλαίσιο που θα ενίσχυε περαιτέρω την υγεία και την σταθερότητα του διεθνούς τραπεζικού συστήματος, βεβαιώνοντας ταυτόχρονα ότι ο νέος κανονισμός κεφαλαιακής επάρκειας δεν θα αποτελεί πηγή ανταγωνιστικής ανισότητας μεταξύ των διεθνών εν ενεργείᾳ τραπεζών⁴. Η Επιτροπή θεωρεί ότι το αναθεωρημένο πλαίσιο θα προωθήσει την υιοθέτηση ισχυρότερων πρακτικών διαχείρισης κινδύνων και θα συμβάλλει στην ευρωστία του διεθνούς χρηματοπιστωτικού συστήματος. Στην ανάπτυξη της νέας Συμφωνίας, η Επιτροπή της Βασιλείας έχει επιδιώξει να εφαρμόσει ένα θεσμικό πλαίσιο κεφαλαιακής επάρκειας που είναι περισσότερο ευαίσθητο στον κίνδυνο και συγχρόνως να εξαλείψει τα κίνητρα αποφυγής κεφαλαιακών απαιτήσεων από τα πιστωτικά ιδρύματα. Οι νέες προτάσεις για τον προσδιορισμό των κεφαλαιακών επιπέδων περιλαμβάνουν ένα φάσμα απλών και προηγμένων πρακτικών για την μέτρηση τόσο του πιστωτικού, όσο και του λειτουργικού κινδύνου. Επίσης παρέχουν μια ευέλικτη δομή στην οποία οι τράπεζες θα μπορούν να υιοθετούν εκείνες τις μεθόδους που ταιριάζουν καλύτερα στο προφίλ και την πολιτική τους. Συνολικά δημοσιεύτηκαν τρία Συμβουλευτικά Κείμενα (Ιούνιος 1999, Ιανουάριος 2001, Απρίλιος 2003) που αποτελούν το σύνθετο και εκτενέστερο πλέγμα των νέων προτάσεων αναθεώρησης του εποπτικού πλαισίου κεφαλαιακής επάρκειας, που είναι ευρύτερα γνωστά ως Βασιλεία II (Basel II).

³ Προβόπουλος Γ. και Γκόρτσος Χ. (2004), “Το νέο ευρωπαϊκό χρηματοοικονομικό περιβάλλον. Τάσεις και προοπτικές.”, Ένωση Ελληνικών Τραπεζών, Αθήνα, Ιανουάριος

⁴ Basel Committee of Banking Supervision (2004), “Basel II: International convergence of capital measurement and capital standards: A revised framework”, Basel, June



1.3 Δομή της Νέας Συμφωνίας

Η νέα Συμφωνία αποτελείται από τρεις αλληλένδετους και συμπληρωματικούς πυλώνες, οι οποίοι συνεισφέρουν στην ασφάλεια και την ευρωστία του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

Πυλώνας I: Επιβολή ελάχιστων κεφαλαιακών απαιτήσεων για την κάλυψη των αναλαμβανομένων κινδύνων.

Πυλώνας II: Εποπτικές διαδικασίες ανασκόπησης και αξιολόγησης των συστημάτων διαχείρισης κινδύνων και της κεφαλαιακής επάρκειας.

Πυλώνας III: Πειθαρχία της αγοράς μέσω της δημοσιοποίησης στοιχείων σχετικά με τις μεθόδους εκτίμησης κινδύνων και κεφαλαιακής επάρκειας.

1.3.1 Πυλώνας I: Ελάχιστες κεφαλαιακές απαιτήσεις

Το νέο θεσμικό πλαίσιο διατηρεί την ελάχιστη κεφαλαιακή απαίτηση του 8% των σταθμισμένων ως προς τον κίνδυνο στοιχείων του ενεργητικού, ενώ ο υπολογισμός θα γίνεται στα πλαίσια του τραπεζικού ομίλου. Όσον αφορά τον πιστωτικό κίνδυνο η Επιτροπή της Βασιλείας προτείνει δυο προσεγγίσεις υπολογισμού του κεφαλαίου. Την Τυποποιημένη (standardised approach) και αυτή των Εσωτερικών Συστημάτων Διασφάλισης (Internal Ratings based approach). Ο τρόπος υπολογισμού του κινδύνου της αγοράς παραμένει αμετάβλητος, ενώ για πρώτη φορά προτείνεται και η μέτρηση του λειτουργικού κινδύνου⁵.

1.3.1.1 Τυποποιημένη προσέγγιση

Προκειμένου η τυποποιημένη προσέγγιση να αντανακλά με μεγαλύτερη ακρίβεια τις μεταβολές του πιστωτικού κινδύνου, η Βασιλεία II προτείνει ότι οι εμπορικές τράπεζες χρειάζεται να χρησιμοποιούν προκαθορισμένα βάρη κινδύνου βασισμένα στις εκτιμήσεις της πιστοληπτικής ικανότητας των αντισυμβαλλόμενων από εξωτερικούς οίκους αξιολόγησης, όπως η Moody's και S&P. Επίσης το ισχύον σύστημα, τεσσάρων συντελεστών, που ορίζει βάρος κινδύνου 0% για χώρες-μέλη του

⁵ Basel Committee of Banking Supervision (2001), "The New Basel Capital Accord: An explanatory note", Basel, January

ΟΟΣΑ και 100% για όλες τις άλλες χώρες, αντικαθίσταται από πέντε νέους συντελεστές στάθμισης βασισμένων στις αξιολογήσεις των ανεξάρτητων εκτιμητών. Ως αποτέλεσμα, οι κεντρικές κυβερνήσεις χάνουν την προνομιακή τους μεταχείριση⁶. Στο παράρτημα παρουσιάζονται οι προτάσεις της Επιτροπής Βασιλείας όσον αφορά τους συντελεστές στάθμισης έναντι του πιστωτικού κινδύνου βάσει των αξιολογήσεων της εταιρείας Standard & Poor. Η στάθμιση των απαιτήσεων εξαρτάται από την φύση του αντισυμβαλλόμενου (κράτος, εταιρεία), το είδος της απαίτησης (στεγαστικό δάνειο, ομόλογο) και τέλος την αξιολόγηση από τους εξωτερικούς εκτιμητές. Πιο συγκεκριμένα, προκειμένου να είναι αποτελεσματική η τυποποιημένη προσέγγιση, η αξιοπιστία των εξωτερικών οίκων αξιολόγησης κρίνεται ζωτικής σημασίας. Κατά συνέπεια οι εξωτερικοί οίκοι θα υπόκεινται στον έλεγχο των εθνικών εποπτικών αρχών και θα χρειαστεί να πληρούν μια σειρά κριτηρίων προκειμένου να επιλέγονται για την παραγωγή πιστωτικών εκτιμήσεων στα πλαίσια της Βασιλείας II. Τα απαραιτήτως ζητούμενα κριτήρια είναι τα ακόλουθα⁷:

Αντικειμενικότητα: Η μεθοδολογία για την παραγωγή πιστωτικών αξιολογήσεων χρειάζεται να είναι αυστηρή, συστηματική, συνεχής και να υπάγεται σε κάποια μορφή επικύρωσης με βάση την ιστορική εμπειρία. Ταυτόχρονα οι εκτιμήσεις πρέπει να υπόκεινται σε συνεχή αναθεώρηση και να ανταποκρίνονται στις αλλαγές των χρηματοοικονομικών συνθηκών.

Ανεξαρτησία: Η μεθοδολογία πρέπει να είναι όσο το δυνατόν πιο ελεύθερη από κάθε εξωτερική επιρροή, πολιτική ή και από πλευράς αξιολογούμενων.

Διαφάνεια: Οι αξιολογήσεις πρέπει να δημοσιοποιούνται για λόγους επικύρωσης.

Αξιοπιστία: Η αξιοπιστία εξασφαλίζεται με την συνύπαρξη των παραπάνω στοιχείων καθώς και με την παρουσία εσωτερικών διαδικασιών που αποτρέπουν την κατάχρηση εμπιστευτικών πληροφοριών.

⁶ Kraussl R. (2003), "A critique on the proposed use of external sovereign credit ratings in Basel II", CFS working paper No 2003/23, August

⁷ Kraussl R. (2003), "A critique on the proposed use of external sovereign credit ratings in Basel II", CFS working paper No 2003/23, August

Διεθνής πρόσβαση: Ο οίκος αξιολόγησης δεν υποχρεούται να εκτιμά εταιρείες σε περισσότερες από μία χώρες, ωστόσο οι αξιολογήσεις του μπορούν να είναι διαθέσιμες σε διεθνή κλίμακα.

Μέσα: Οι οίκοι αξιολόγησης χρειάζεται να έχουν επαρκή μέσα και να βρίσκονται σε συνεχή επικοινωνία με τους αιτούντες για εκτίμηση.

Αναγνώριση: Οι εξωτερικοί εκτιμητές που συγκεντρώνουν όλα τα παραπάνω χαρακτηριστικά θα λαμβάνουν την απαιτούμενη αναγνώριση από τις εθνικές εποπτικές αρχές.

1.3.1.2 Προσέγγιση των Εσωτερικών Συστημάτων Διαβάθμισης

Σύμφωνα με την προσέγγιση των Εσωτερικών Συστημάτων Διαβάθμισης πιστωτικού κινδύνου, οι τράπεζες θα έχουν την δυνατότητα να χρησιμοποιούν δικές τους εσωτερικές εκτιμήσεις της πιστοληπτικής ικανότητας των οφειλετών τους. Με τον τρόπο αυτό θα μπορούν να αξιολογούν τον πιστωτικό κίνδυνο του χαρτοφυλακίου τους αν και θα πρέπει να συμμορφώνονται με αυστηρούς κανόνες τόσο μεθοδολογίας, όσο και δημοσίευσης. Στην συνέχεια τα αποτελέσματα των πιστωτικών εκτιμήσεων των τραπεζών θα μεταφράζονται ως εκτιμήσεις μελλοντικής δυνητικής ζημιάς, η οποία θα διαμορφώνεται και από το επίπεδο των ελάχιστων κεφαλαιακών απαιτήσεων. Πιο συγκεκριμένα η ενδεχόμενη ζημία μετράται από το γινόμενο τριών παραγόντων. Της πιθανότητας πτώχευσης, του ποσοστού της ζημίας σε περίπτωση πτώχευσης και της έκθεσης εναντίον του αντισυμβαλλόμενου. Οι παράμετροι αυτές εκτιμώνται και κατόπιν εισάγονται ως μεταβλητές σε συναρτήσεις για τον υπολογισμό των συντελεστών στάθμισης πιστωτικού κινδύνου και κατ' επέκταση των αντίστοιχων κεφαλαιακών απαιτήσεων.

Η εν λόγω μεθοδολογία αποτελείται από δύο επιμέρους προσεγγίσεις, τη Θεμελιώδη (Foundation approach) και την Εξελιγμένη (Advanced approach). Στην Θεμελιώδη προσέγγιση τα πιστωτικά ιδρύματα εκτιμούν την πιθανότητα αθέτησης της υποχρέωσης τους αντισυμβαλλόμενου (probability of default) χρησιμοποιώντας

τυποποιημένους συντελεστές καθορισμένους από τις εποπτικές αρχές, ενώ στην Εξελιγμένη προσέγγιση στηρίζονται στις δικές τους εκτιμήσεις⁸.

Η υιοθέτηση της προσέγγισης των Εσωτερικών Συστημάτων Διαβάθμισης, παρέχει μια ευρύτερη κλίμακα συντελεστών στάθμισης συγκριτικά με την Τυποποιημένη, γεγονός που την καθιστά περισσότερο ευαίσθητη στις μεταβολές του κινδύνου.

1.3.1.3 Λειτουργικός κίνδυνος

Η Επιτροπή Βασιλείας προκειμένου να καταστήσει την νέα Συμφωνία περισσότερο ευαίσθητη στις μεταβολές του κινδύνου, συμπεριέλαβε και τον λειτουργικό κίνδυνο στον υπολογισμό της κεφαλαιακής επάρκειας των πιστωτικών ιδρυμάτων. Όσον αφορά λοιπόν τον λειτουργικό κίνδυνο, προτείνονται τρεις μέθοδοι υπολογισμού. Πρώτη είναι η μέθοδος του βασικού δείκτη που χρησιμοποιεί ένα δείκτη λειτουργικού κινδύνου για την συνολική δραστηριότητα της τράπεζας. Δεύτερη μέθοδος είναι η τυποποιημένη, που καθορίζει διαφορετικούς δείκτες για κάθε είδους δραστηριότητα. Τέλος έχουμε τις εξελιγμένες μεθόδους μέτρησης, όπου εδώ τα πιστωτικά ιδρύματα αναπτύσσουν δικές τους εσωτερικές μεθοδολογίες, βασισμένες σε ιστορικά στοιχεία για τον υπολογισμό των κεφαλαιακών απαιτήσεων⁹.

1.3.2 Πυλώνας II: Εποπτικές διαδικασίες ανασκόπησης

Ο δεύτερος άξονας της Βασιλείας II απαιτεί από τους επόπτες να εξασφαλίσουν ότι οι τράπεζες έχουν σε ισχύ υγιείς εσωτερικές διαδικασίες προκειμένου να εκτιμήσουν την κεφαλαιακή τους επάρκεια, μέσω της συνολικής αξιολόγησης των κινδύνων τους. Πιο συγκεκριμένα, οι εποπτικές αρχές θα είναι αρμόδιες στο να αξιολογούν το πόσο καλά οι τράπεζες εκτιμούν την κεφαλαιακή τους επάρκεια, σχετικά με το ύψος των αναλαμβανομένων κινδύνων. Παράλληλα οι χρησιμοποιηθείσες εσωτερικές διαδικασίες θα υπόκεινται σε εποπτική αναθεώρηση και επέμβαση, όποτε αυτό κρίνεται απαραίτητο. Με τον τρόπο αυτό θα διασφαλίζεται η κεφαλαιακή επάρκεια

⁸ Basel Committee of Banking Supervision (2001), “The New Basel Capital Accord: An explanatory note”, Basel, January

⁹ Προβόπουλος Γ. και Γκόρτσος Χ. (2004), “Το νέο ευρωπαϊκό χρηματοοικονομικό περιβάλλον. Τάσεις και προοπτικές.”, Ένωση Ελληνικών Τραπεζών, Αθήνα, Ιανουάριος

των τραπεζών και συγχρόνως θα παρέχονται κίνητρα βελτίωσης της ποιότητας διαχείρισης κινδύνων¹⁰.

1.3.3 Πυλώνας III: Πειθαρχία της αγοράς

Ο τρίτος πυλώνας του νέου πλαισίου αφορά την πειθαρχεία της αγοράς και τη δημοσιοποίηση στοιχείων από πλευράς των τραπεζών. Μέσω της δημοσιοποίησης οι συμμετέχοντες στην αγορά μπορούν καλύτερα να αντιληφθούν τους αναλαμβανόμενους κινδύνους των τραπεζών και την επάρκεια των κεφαλαιακών τους θέσεων. Η Νέα Συμφωνία καθορίζει τις απαιτήσεις και τις δημοσιοποιήσεις που απαιτούνται, συμπεριλαμβανομένων των μεθόδων με τις οποίες οι τράπεζες διαχειρίζονται τον κίνδυνο και υπολογίζουν την κεφαλαιακή τους επάρκεια.

1.4 Ατέλειες της Νέας Συμφωνίας

Παρά το γεγονός ότι οι νέες προτάσεις της Επιτροπής Βασιλείας είναι περιεκτικότερες, ακριβέστερες και πιο ευαίσθητες στις μεταβολές του κινδύνου, είναι αμφίβολο κατά πόσο επιτυγχάνουν τους προσδοκώμενους στόχους. Πιο αναλυτικά, παρά την σημαντική συνεισφορά των εξωτερικών οίκων αξιολόγησης στην Βασιλεία II, πολλαπλές κριτικές έχουν αναπτυχθεί τόσο όσον αφορά την ποιότητα του έργου των εξωτερικών εκτιμητών, όσο και την συνολική αποτελεσματικότητα του νέου θεσμικού πλαισίου. Η κριτική πάνω σε θέματα τεχνικής φύσεως της Νέας Συμφωνίας καθώς και τις επιδράσεις του ρόλου των εξωτερικών οίκων αξιολόγησης θα παραταθεί εκτενέστερα σε επόμενο κεφάλαιο. Ωστόσο στο σημείο αυτό κρίνεται σκόπιμη μια αρχική αναφορά στις ανεπάρκειες της Τυποποιημένης προσέγγισης, σχετιζόμενες και με το ρόλο των ανεξάρτητων εκτιμητών.

Πολλοί συμμετέχοντες στην αγορά δηλώνουν ανήσυχοι κατά πόσο οι εξωτερικοί οίκοι αξιολόγησης αντανακλούν με ακρίβεια τους χρηματοοικονομικούς κινδύνους. Ειδικότερα στην περίπτωση των πιστωτικών εκτιμήσεων κυβερνήσεων-κρατών, οι εξωτερικοί οίκοι, φαίνεται ότι στηρίζουν τις αξιολογήσεις τους στο μέγεθος των

¹⁰ Basel Committee of Banking Supervision (2001), "The New Basel Capital Accord: An explanatory note", Basel, January

προβλεπόμενων και όχι των μη αναμενόμενων ζημιών. Ωστόσο ο πυρήνας των δεικτών κεφαλαιακής επάρκειας θα πρέπει να στηρίζεται στην κάλυψη των απροσδόκητων ζημιών των πιστωτικών ιδρυμάτων, καθώς μόνο έτσι μπορεί να διασφαλιστεί η φερεγγυότητά τους¹¹.

Ακόμα μία ατέλεια της Βασιλείας II, έγκειται στο γεγονός ότι οι αξιολογήσεις των εξωτερικών εκτιμητών μπορεί να διαφέρουν, με αποτέλεσμα να παρουσιαστεί το φαινόμενο του rating shopping. Οι αξιολογούμενοι είναι ελεύθεροι στο να επιλέξουν τον οίκο που θα τους αξιολογήσει, τον οποίο και πληρώνουν για το έργο που προσφέρει. Έτσι θα μπορούσαμε να πούμε ότι ολόκληρη η βιομηχανία πιστωτικής εκτίμησης υπόκειται σε μια μορφή ηθικού κινδύνου¹², δεδομένου ότι οι εξωτερικοί εκτιμητές ανάλογα με τα χρήματα που λαμβάνουν, προβαίνουν και σε αντίστοιχης ποιότητας αξιολογήσεις. Από πλευράς τους οι “rating agencies” υποστηρίζουν ότι απέχουν από τέτοιου είδους τακτικές καθώς έτσι θα κλόνιζαν ανεπανόρθωτα την φήμη και την πελατεία τους. Πάντως έστω και αν οι οίκοι αξιολόγησης προβαίνουν σε εκτιμήσεις παρόμοιας ποιότητας, ο μεταξύ τους ανταγωνισμός θα στηρίζεται στο επίπεδο των τιμών που χρεώνουν στους ενδιαφερόμενους για αξιολόγηση. Απόρροια όλων αυτών είναι να παρατηρούνται φαινόμενα “rating shopping”, καθώς οι ενδιαφερόμενοι για αξιολόγηση αναζητούν τον πιο φθηνό ή λιγότερο απαιτητικό εξωτερικό εκτιμητή¹³.

1.5 Rating Agencies

Οι χρηματαγορές εκτελούν μια ουσιαστική λειτουργία για την οικονομία. Πολλοί υποστηρίζουν ότι ο πλούτος των εθνών συνδέεται στενά με τη δυνατότητα που έχουν οι χρηματαγορές να παρέχουν πίστωση. Ωστόσο αν λάβουμε υπόψη μας τους

¹¹ Προβόπουλος Γ. και Γκόρτσος Χ. (2004), “Το νέο ευρωπαϊκό χρηματοοικονομικό περιβάλλον. Τάσεις και προοπτικές.”, Ένωση Ελληνικών Τραπεζών, Αθήνα, Ιανουάριος

¹² Οι αποταμιευτές αδυνατούν να γνωρίζουν πλήρως την ποιότητα του επενδυτικού χαρτοφυλακίου των τραπεζών. Έτσι συχνά, τα πιστωτικά ιδρύματα αικολουθούν τολμηρότερες στρατηγικές ανάληψης κινδύνων σε βάρος των αποταμιευτών και πιστωτών. Αυτό συνιστά το πρόβλημα του ηθικού κινδύνου.

¹³ Kraussl R. (2003), “A critique on the proposed use of external sovereign credit ratings in Basel II”, CFS working paper No 2003/23, August

πιστωτικούς κινδύνους θα διαπιστώσουμε ότι στην λειτουργία των αγορών χρήματος υπάρχουν δύο σημαντικές απειλές. Πρώτον, δεν παρατηρείται συχνά αξιόπιστη πληροφόρηση, που θα επιτρέπει στους επενδυτές να εκτιμούν την φερεγγυότητα των οφειλετών. Επιπλέον οι χρηματαγορές είναι επιρρεπείς και στον λεγόμενο συστημικό κίνδυνο¹⁴, φαινόμενο που μπορεί να οδηγήσει σε μια γενική απώλεια εμπιστοσύνης στη χρηματιστηριακή αγορά και που μπορεί να προκληθεί από μια κρίση ρευστότητας σε ένα πιστωτικό ίδρυμα. Για την αντιμετώπιση των δύο αυτών προβλημάτων, όπως αναφερθήκαμε και παραπάνω, έχουν υπάρξει τόσο κανονισμοί σχετικοί με θέματα δημοσίευσης πληροφοριών, όσο και μέτρα κεφαλαιακής επάρκειας. Στην κατεύθυνση αυτή ιδιαίτερα σημαντικός είναι ο ρόλος των εξωτερικών οίκων αξιολόγησης πιστωτικών κινδύνων, οι οποίοι βάσει της πείρας τους, επιτρέπουν στους επενδυτές να εκτιμούν καλύτερα τον κίνδυνο που εμπεριέχεται στις επενδυτικές τους αποφάσεις¹⁵.

1.5.1 Ο ρόλος των εξωτερικών οίκων αξιολόγησης

Οι πιστωτικές εκτιμήσεις αποτελούν ένα σημαντικό συστατικό των κεφαλαιαγορών και περισσότερο από έναν αιώνα έχουν λειτουργήσει αποτελεσματικά στις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής. Σήμερα και στα πλαίσια της παγκοσμιοποίησης ο ρόλος των πιστωτικών εκτιμήσεων αυξάνεται ολοένα και περισσότερο και σε πολλές άλλες χώρες. Πιο συγκεκριμένα, λέγοντας πιστωτική εκτίμηση εννοούμε την αξιολόγηση, από ένα τρίτο, της δανειοληπτικής ικανότητας ενός εκδότη οικονομικών τίτλων και ειδικότερα της πιθανότητας να ανταποκριθεί στις οικονομικές του υποχρεώσεις και να προβαίνει σε έγκαιρες πληρωμές. Οι πιστωτικές εκτιμήσεις μπορεί να είναι βραχυχρόνιες ή μακροχρόνιες και να αντανακλούν την αξιολόγηση μιας εταιρείας ως προς την ικανότητά της να ανταποκρίνεται στις οικονομικές της δεσμεύσεις βραχυπρόθεσμα ή μακροπρόθεσμα. Οι εξωτερικοί εκτιμητές δεν γνωμοδοτούν για το κατά πόσο κάποιο χρεόγραφο πρέπει να αγοραστεί ή να πουληθεί. Έτσι λοιπόν δεν παρέχουν επενδυτικές συμβουλές ή συστάσεις για την καταλληλότητα μιας

¹⁴ Οι τράπεζες συνδέονται μέσω της διατραπεζικής αγοράς όπου επιχειρούν να εξομαλύνουν τις διακυμάνσεις στην ρευστότητά τους, δανείζοντας η μια στην άλλη. Συνεπώς μια ξαφνική αδυναμία μιας τράπεζας να αντιμετωπίσει τις υποχρεώσεις της μπορεί να προκαλέσει κλυδωνισμούς σε όλο το χρηματοοικονομικό σύστημα.

¹⁵ Kerwer D (1999), "Credit Rating Agencies and the governance of financial markets", July



επένδυσης και ο ρόλος τους διαφέρει από αυτόν των οικονομικών αναλυτών. Οι πιστωτικές εκτιμήσεις των οίκων αξιολόγησης εξαρτώνται σε μεγάλο βαθμό από την ποιότητα της πληροφόρησης που τους παρέχεται. Πιο συγκεκριμένα στηρίζονται κυρίως στην δημόσια πληροφόρηση αναφορικά με τον εκδότη, σε επιπρόσθετες πληροφορίες που παρέχονται από τον ίδιο τον εκδότη καθώς και σε άλλης φύσεως οικονομικές πληροφορίες που θεωρούν σχετικές και αξιόπιστες. Επιπλέον οι εκτιμήσεις των rating agencies περιλαμβάνουν και αξιολογήσεις σχετικά με τις μελλοντικές αποδόσεις των εκδοτών, για αυτό και κάθε φορά που προκύπτει κάποιο γεγονός ή μια νέα πληροφόρηση, υπόκεινται σε αλλαγές και αναθεωρήσεις. Δεν είναι μάλιστα απίθανο οι πιστωτικές εκτιμήσεις να αναστέλλονται ή να αποσύρονται λόγω αλλαγών στην πληρότητα, τη διαθεσιμότητα και την αξιοπιστία των πληροφοριών.

Οι οίκοι αξιολόγησης δεν διεξάγουν λογιστικό έλεγχο της εκτιμώμενης επιχείρησης, ούτε υπόκεινται σε μια διαδικασία επαλήθευσης των πληροφοριών που τους παρέχουν. Αντίθετα στηρίζονται στην ακεραιότητα και την ποιότητα των δημοσιευμένων από την επιχείρηση οικονομικών καταστάσεων καθώς και στην δέσμευση της επιχείρησης ότι θα τους παρέχει όλο το έγκαιρο και έγκυρο πληροφοριακό υλικό και κατά την διάρκεια της αρχικής εκτίμησης αλλά και σε τρέχουσα βάση. Αν μάλιστα κάποιος εκδότης αρνηθεί την παροχή των απαιτούμενων πληροφοριών, τότε οι εκτιμητές μπορούν να εκδόσουν μια χαμηλότερη εκτίμηση, να αρνηθούν να την εκδόσουν ή ακόμα και να αποσύρουν μια υπάρχουσα εκτίμηση¹⁶.

Η αναγνώριση, από πλευράς επενδυτών, της αξίας ενός οίκου αξιολόγησης εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από την φήμη που έχει διαμορφώσει. Ακριβώς αυτή η αναγνωρισμένη από τους επενδυτές αξία των rating agencies είναι που κάνει και τους εκδότες να αναζητούν πιστωτικές εκτιμήσεις, αφού έτσι μπορεί να διευκολυνθούν στο να αποκτήσουν κεφαλαιακή πρόσβαση¹⁷. Στα πλαίσια των επιλογών που έχουν, οι εκδότες, προτιμούν εκείνους τους οίκους αξιολόγησης που χαίρουν της αναγνώρισης της αγοράς ως προς την αυστηρότητα και την ακεραιότητα των εκτιμήσεών τους. Τέτοιοι οίκοι αξιολόγησης είναι αναγνωρισμένοι ως NRSRO.

¹⁶ US Securities and Exchange Commission (2002), “Standard and Poor’s rating services”, November

¹⁷ US Securities and Exchange Commissions (2002), “Report on the role and function of Credit Rating Agencies in the operation of the securities markets”, Section 702(b) of the Sarbanes-Oxley Act

1.5.2 NRSRO

Κατά την διάρκεια των τελευταίων τριάντα ετών, διάφορα ρυθμιστικά όργανα, συμπεριλαμβανομένης της Επιτροπής Βασιλείας, χρησιμοποιούν ολοένα και περισσότερο πιστωτικές εκτιμήσεις για να ελέγχουν επενδυτικούς κινδύνους. Πιο συγκεκριμένα από το 1975 εισήχθη στις Η.Π.Α. η ονομασία NRSRO (Nationally Recognized Statistical Organizations) για τους εθνικά αναγνωρισμένους στατιστικούς πιστωτικούς οργανισμούς¹⁸. Με την πάροδο των χρόνων καθώς ενισχύθηκε η εμπιστοσύνη της αγοράς και των ρυθμιστικών οργάνων για τις πιστωτικές εκτιμήσεις, η χρήση της έννοιας NRSRO έγινε πιο διαδεδομένη. Σήμερα οι εκτιμήσεις NRSRO χρησιμοποιούνται ευρέως στα πλαίσια της κρατικής και ομοσπονδιακής νομοθεσίας για την διάκριση μεταξύ των βαθμών δανειοληπτικής ικανότητας. Πιο συγκεκριμένα τρεις οίκοι αξιολόγησης που έχουν αναγνωριστεί ως NRSROs είναι η Moody's Investors Service, η Fitch και η Standard & Poor's. Προκειμένου να αναγνωριστεί, στις Ηνωμένες Πολιτείες, ως NRSRO κάποιος οίκος αξιολόγησης απαιτείται να είναι εθνικά αναγνωρισμένος ως εκδότης φερέγγυων και αξιόπιστων εκτιμήσεων. Επίσης στα πλαίσια της αξιολόγησής του εξετάζονται α) η οργανωτική του δομή και οι οικονομικοί του πόροι ώστε να λειτουργεί ανεξάρτητα από κάθε είδους πίεση, β) οι διαδικασίες εκτίμησης για να προάγονται αξιόπιστες και ακριβείς αξιολογήσεις, γ) το εύρος της επικοινωνίας με την διοίκηση των εκδοτών, και δ) οι εσωτερικές διαδικασίες ώστε να αποτρέπεται η κατάχρηση των δημόσιων πληροφοριών.

1.5.3 Τύποι αντιπροσωπειών πιστωτικής εκτίμησης

Σήμερα υπάρχουν πολλών ειδών οίκοι αξιολόγησης που λειτουργούν σε μεγάλες αγορές παγκοσμίως και που μπορεί να διαφέρουν τόσο στο μέγεθος όσο και στη μεθοδολογία τους. Ορισμένοι οίκοι αξιολόγησης εστιάζονται και εξειδικεύονται σε συγκεκριμένους κλάδους (π.χ. ασφαλιστικός), ενώ άλλοι ασχολούνται μόνο με την πιστωτική εκτίμηση επιχειρήσεων. Τρεις από τις μεγαλύτερες αντιπροσωπείες πιστωτικής εκτίμησης είναι οι Moody's Investors Service, Fitch και Standard & Poor's, που λειτουργούν διεθνώς και αξιολογούν επιχειρήσεις, κυβερνήσεις-κράτη

¹⁸ US Securities and Exchange Commissions (2002), "Report on the role and function of Credit Rating Agencies in the operation of the securities markets", Section 702(b) of the Sarbanes-Oxley Act

καθώς και τίτλους σταθερής απόδοσης. Τα έσοδα των τριών αυτών rating agencies προκύπτουν κυρίως από την χρέωση των εκδοτών για τις εκτιμήσεις, οι οποίες στην συνέχεια παρέχονται στο κοινό δωρεάν¹⁹. Αντίθετα μικροί σε μέγεθος οίκοι αξιολόγησης στηρίζουν το εισόδημά τους στη συνδρομή των επενδυτών. Επίσης αρκετοί οίκοι προσφέρουν και βοηθητικές υπηρεσίες πέρα από τις πιστωτικές τους εκτιμήσεις όπως για παράδειγμα συμβουλές διαχείρισης κινδύνου προκειμένου να βοηθήσουν τους χρηματοοικονομικούς οργανισμούς να διαχειριστούν τον πιστωτικό και λειτουργικό τους κίνδυνο.

1.6 Global Credit Rating Agencies

Οι τρεις παγκόσμιοι οίκοι αξιολόγησης, Moody's, Fitch και Standard & Poor's, αποτελούν τον πυρήνα του κλάδου των πιστωτικών εκτιμήσεων. Ενώ το πεδίο δράσης και των τριών καλύπτει εξίσου Ευρώπη και Αμερική, έχει παρατηρηθεί ότι η Moody's είναι περισσότερο ανεπτυγμένη στην Ασία, ενώ η S&P εστιάζεται κυρίως στην Λατινική Αμερική. Παρακάτω παραθέτονται πιο αναλυτικά στοιχεία, ξεχωριστά, για την κάθε μια αντιπροσωπεία εκτίμησης.

1.6.1 Moody's

Τον Δεκέμβριο του 1999 η εταιρεία Dun & Bradstreet ανακοίνωσε ότι θα χωριζόταν σε δύο επιμέρους επιχειρήσεις, μια μονάδα επιχειρηματικών πληροφοριών και μια εταιρεία πιστωτικής εκτίμησης. Η λειτουργία της Moody's εστιάζεται στη δημοσιοποίηση πιστωτικών εκτιμήσεων και στην παροχή επενδυτικών συμβουλών²⁰. Οι εκτιμήσεις της χρησιμοποιούνται από πλήθος θεσμικών επενδυτών, εταιρειών οικονομικών υπηρεσιών, τραπεζικών και άλλων ρυθμιστικών οργάνων, προκειμένου να ταξινομούν τις εκθέσεις στον κίνδυνο. Η εταιρεία έχει αναγνωριστεί ως επενδυτικός σύμβουλος (σύμφωνα με το Investment Advisers Act of 1940) καθώς και

¹⁹ IOSCO (2003), "Report on the activities of Credit Rating Agencies", The technical committee of the International Organization of Securities Commissions (IOSCO), September

²⁰ Smith R.C and I.Walter (2001), "Rating Agencies: Is there an Agency issue?", Stern School of Business, New York university, February

ως στατιστικός οργανισμός εκτίμησης (NRSRO). Η Moody's έχει την πολιτική να χρεώνει εκ των προτέρων μια αμοιβή για κάθε εκτίμηση που της ζητείται, ενώ σπάνια διενεργεί εκτιμήσεις αν δεν της έχουν ζητηθεί, τις οποίες και δεν χρεώνει. Στην περίπτωση που ο αιτών για αξιολόγηση δεν είναι ικανοποιημένος από το αποτέλεσμα της εκτίμησης, μπορεί να αποσύρει το αίτημά του και η εκτίμηση δεν θα δημοσιευτεί. Η Moody's ανταγωνίζεται κυρίως την S&P και Fitch και αποτελεί έναν από τους πιο φημισμένους και αναγνωρισμένους οίκους αξιολόγησης.

1.6.2 Standard and Poor's

Η S&P έχει ηγετικό ρόλο μεταξύ των οίκων αξιολόγησης πιστωτικών κινδύνων. Αποτελούσε ανεξάρτητη εταιρεία μέχρι το 1966 όπου και εξαγοράστηκε από τις επιχειρήσεις McGraw Hill. Η S&P ξεκίνησε τις δραστηριότητές της με την έκδοση πιστωτικών εκτιμήσεων για εταιρικά και κρατικά ζητήματα χρέους. Στην συνέχεια όμως ανταποκρινόμενη στις εξελίξεις και τις ανάγκες της αγοράς άρχισε να εκτιμά και την πιστωτική ποιότητα χρηματοοικονομικών εγγυήσεων, τραπεζικών δανείων, υποθηκών, αμοιβαίων κεφαλαίων κ.α. Σήμερα η S&P έχει διενεργήσει πιστωτικές εκτιμήσεις σε 150.000 περίπου τίτλους, σε περισσότερες από 50 χώρες στον κόσμο²¹. Η εταιρεία λειτουργεί χωρίς να δέχεται καμία κυβερνητική επιρροή και είναι ανεξάρτητη από κάθε τραπεζικό, επενδυτικό ή άλλου είδους οργανισμό. Αναγνωρίζει τον ουσιαστικό ρόλο που διαδραματίζουν οι οίκοι αξιολόγησης πιστωτικού κινδύνου στις Αμερικάνικες αγορές χρεογράφων και δεσμεύεται ότι θα προστατέψει την φήμη της διασφαλίζοντας ότι η ανεξαρτησία, η αντικειμενικότητα, η διαφάνεια, η αξιοπιστία και η ποιότητα θα συνεχίσουν να συνιστούν θεμελιώδη συστατικά των διαδικασιών της²².

1.6.3 Fitch

Όντας ένας από τους πιο αδύνατους οίκους αξιολόγησης, συγκριτικά με τους προαναφερόμενους, ο Fitch συγχωνεύτηκε το 1997 με το IBCA Group του Λονδίνου, ενώ όπως και η Moody's και S&P είχε και αυτός αναγνωριστεί ως NRSRO από το

²¹ Standard and Poor's (2003), "Corporate ratings criteria"

²² US Securities and Exchange Commission (2002), "Standard and Poor's rating services", November

1975²³. Δεδομένου ότι ο Fitch τείνει να έχει πιο επιεική κριτήρια αξιολόγησης, πολλοί υποστηρίζουν ότι η παρουσία του, ως τρίτου επιθετικού ανταγωνιστή, έχει ενθαρρύνει το “rating shopping”. Για την αντιμετώπιση έως ένα βαθμό του φαινομένου αυτού, οι αγορές ή τα ρυθμιστικά όργανα επιβάλλουν την αξιολόγηση των αιτούντων από περισσότερους από έναν οίκους αξιολόγησης.

1.7 Χρήστες των εκτιμήσεων των Rating Agencies και η σημασία τους στις χρηματαγορές

Ο ρόλος που διαδραματίζουν οι οίκοι αξιολόγησης πιστωτικού κινδύνου είναι σημαντικός τόσο όσον αφορά τις επενδυτικές αποφάσεις των επενδυτών, όσο και της δυνατότητας των εκδοτών για πρόσβαση σε κεφάλαιο. Παρακάτω γίνεται μια συνοπτική αναφορά της χρήσης των πιστωτικών εκτιμήσεων από τους συμμετέχοντες στην αγορά²⁴.

Εκδότες: Η αξία των πιστωτικών εκτιμήσεων για τους εκδότες χρεογράφων έγκειται στο γεγονός ότι μπορούν να διευκολυνθούν στο να πετύχουν πρόσβαση στο κεφάλαιο με χαμηλότερο κόστος. Μέσω των πιστωτικών εκτιμήσεων οι επενδυτές διασφαλίζονται τόσο για τους αναλαμβανόμενους κινδύνους, όσο και για την υπευθυνότητα των εκδοτών απέναντι στις οικονομικές τους υποχρεώσεις, με αποτέλεσμα να μην απαιτούν υψηλές αποδόσεις από τις επενδύσεις τους.

Θεσμικοί επενδυτές: Μεταξύ των μεγαλύτερων αγοραστών τίτλων χρέους υπάγονται οι θεσμικοί επενδυτές και άλλες “buy-side” εταιρείες (π.χ. ασφαλιστικές), οι οποίες αν και διεξάγουν την δική τους πιστωτική ανάλυση για εκδότες και αξιόγραφα, συχνά βασίζονται και στις εκτιμήσεις των rating agencies. Σε αυτό μπορεί να τους οδηγεί η ανάγκη συμμόρφωσης με ρυθμιστικές απαιτήσεις, περιορισμούς ή επενδυτικούς κανονισμούς που απαιτούν από τις εταιρείες ελάχιστες πιστωτικές εκτιμήσεις.

²³ Smith R.C and I.Walter (2001), “Rating Agencies: Is there an Agency issue?”, Stern School of Business, New York university, February

²⁴ US Securities and Exchange Commissions (2002), “Report on the role and function of Credit Rating Agencies in the operation of the securities markets”, Section 702(b) of the Sarbanes-Oxley Act

Brokers-Dealers: Sell-side εταιρίες που συστήνουν και πουλάνε τίτλους σε πελάτες, διεξάγουν μεν την δική τους έρευνα και ανάλυση πάνω σε θέματα διαχείρισης κινδύνου και εμπορικών συναλλαγών, αλλά βοηθητικά χρησιμοποιούν και τις εκτιμήσεις των οίκων αξιολόγησης.

Ρυθμιστές: Χρηματοοικονομικοί ρυθμιστές εμφανίζονται να χρησιμοποιούν τις πιστωτικές εκτιμήσεις ολοένα και περισσότερο και για ποικίλους λόγους, όπως για τον καθορισμό των κεφαλαιακών απαιτήσεων σε τράπεζες και χρηματοδοτικούς οργανισμούς. Η ίδια η Επιτροπή Βασιλείας στα πλαίσια της Νέας Συμφωνίας (Basel II) πρότεινε στα πιστωτικά ιδρύματα να χρησιμοποιούν εκτιμήσεις από οίκους αξιολόγησης για τον υπολογισμό της κεφαλαιακής τους επάρκειας.

Ιδιωτικές Συμβάσεις: Πιστωτές αλλά και άλλες επιχειρήσεις χρησιμοποιούν εκτιμήσεις των rating agencies σε ιδιωτικές συμβάσεις. Η πιο διαδεδομένη χρήση είναι αυτή των “rating triggers” σε χρηματοοικονομικές συμφωνίες, στις οποίες οι δανειστές έχουν το δικαίωμα να επιταχύνουν την αποπληρωμή του δανείου, αν οι εκτιμήσεις για τους τίτλους των δανειζόμενων μειωθούν κάτω από ένα ορισμένο επίπεδο.

1.8 Συγκρούσεις συμφερόντων στην λειτουργία των CRA

Από την πρώτη εμφάνιση των εξωτερικών οίκων αξιολόγησης, αρκετοί ήταν αυτοί που έκαναν λόγο για το ενδεχόμενο ανάπτυξης συγκρούσεων συμφερόντων στα πλαίσια της λειτουργίας τους. Σήμερα δεδομένης της αύξησης του μεγέθους και της αξίας των rating agencies στις διεθνείς χρηματαγορές, τα φαινόμενα συγκρουόμενων συμφερόντων έχουν ενταθεί, γεγονός που εγείρει τις ανησυχίες της Επιτροπής της Βασιλείας. Πιο συγκεκριμένα εξετάζοντας το πεδίο δράσης των οίκων αξιολόγησης μπορούμε να εντοπίσουμε αρκετές λειτουργίες που αποτελούν πιθανές πηγές συγκρούσεων και οι οποίες ενδεικτικά αναφέρονται παρακάτω²⁵.

²⁵ IOSCO (2003), “Report on the activities of Credit Rating Agencies”, The technical committee of the International Organization of Securities Commissions (IOSCO), September

Χρέωση των εκδοτών: Στο παρελθόν τα έσοδα των οίκων αξιολόγησης προέρχονταν από τις συνδρομές των επενδυτών και άλλων χρηστών των εκτιμήσεων τους. Ωστόσο από τα μέσα της δεκαετίας το '70 οι μεγαλύτεροι οίκοι αξιολόγησης άρχισαν να χρεώνουν τους εκδότες για την παροχή των υπηρεσιών τους. Σε αυτό συντέλεσαν τόσο οι δυσκολίες που αντιμετώπιζαν οι αντιπροσωπείες εκτίμησης, θέλοντας να περιορίσουν την πρόσβαση των συνδρομητών στο πληροφοριακό τους υλικό, όσο και η ολοένα και μεγαλύτερη απαίτηση για εντατικότερη ανάλυση των εκδοτών. Ωστόσο η πρακτική της χρέωσης των εκδοτών για τις προσωπικές τους εκτιμήσεις συντέλεσε στο να αναπτυχθούν συγκρούσεις συμφερόντων. Η εξάρτηση των rating agencies από τις πληρωμές των εκδοτών μπορεί να τις καταστήσει περισσότερο γενναιόδωρες στις εκτιμήσεις τους. Παρ' όλο που οι οίκοι αξιολόγησης αναγνωρίζουν το ενδεχόμενο εμφάνισης αυτών των συμφερόντων, υποστηρίζουν ότι το μετριάζουν, δεδομένου ότι οι αμοιβές που λαμβάνουν από μεμονωμένους εκδότες συνιστούν ένα μικρό μόνο ποσοστό των συνολικών τους εσόδων. Ταυτόχρονα τονίζουν ότι η φήμη τους για ακριβείς και αξιόπιστες εκτιμήσεις έχει θεμελιώδη σημασία για την λειτουργία τους και άρα δεν θα τολμούσαν να την διακυβεύσουν προς όφελος των εκδοτών.

Βοηθητικές Υπηρεσίες: Τα τελευταία χρόνια οι μεγάλοι οίκοι αξιολόγησης έχουν επεκταθεί και σε άλλους τομείς, όπως για παράδειγμα στην ανάπτυξη συμβουλευτικών υπηρεσιών και πρακτικών διαχείρισης κινδύνου, οι οποίοι γεννούν πρόσθετες δυνατότητες για συγκρούσεις συμφερόντων. Πιο συγκεκριμένα πολλοί εκφράζουν τις ανησυχίες τους για το κατά πόσο τα αποτελέσματα των πιστωτικών εκτιμήσεων μπορούν να επηρεασθούν από το αν οι εκδότες χρησιμοποιούν ή όχι τις πρόσθετες υπηρεσίες των οίκων αξιολόγησης, ή κατά πόσο θα εξαναγκασθούν να τις χρησιμοποιήσουν, από το φόβο δημοσίευσης μιας αρνητικής εκτίμησης. Οι αντιπροσωπείες εκτίμησης, με την σειρά τους, δηλώνουν ότι ελέγχουν την πιθανότητα ανάπτυξης συγκρούσεων καθώς ακολουθούν τακτικές και διαδικασίες που διατηρούν ανεξάρτητες τις πιστωτικές εκτιμήσεις από τις βοηθητικές υπηρεσίες, ενώ και το προσωπικό που επανδρώνει τις νέες μονάδες διαφέρει από τους αναλυτές πιστωτικών εκτιμήσεων.

Οικονομικά Συμφέροντα: Σύγκρουση συμφερόντων υπάρχει και στην περίπτωση που τα μέλη των rating agencies διατηρούν οικονομικές σχέσεις με εκδότες (π.χ. μέσω της



κατοχής μετοχών). Ωστόσο σε τέτοιου είδους περιπτώσεις, η εσωτερική πολιτική των οίκων αξιολόγησης καθιστά απαγορευτικές τις πιστωτικές εκτιμήσεις.

Πρόσβαση σε Ιδιωτική Πληροφόρηση: Η πρόσβαση που έχουν κάποια μέλη των οίκων αξιολόγησης σε απόρρητες πληροφορίες, συνιστά πιθανή αιτία σύγκρουσης συμφερόντων, όταν το πληροφοριακό υλικό χρησιμοποιείται για λόγους προσωπικού συμφέροντος. Για την αντιμετώπιση τέτοιων φαινομένων έχουν εφαρμοστεί μέθοδοι προστασίας των απόρρητων πληροφοριών.

1.9 Εμπόδια εισόδου

Το γεγονός ότι τρεις είναι οι μεγάλοι οίκοι αξιολόγησης (Moody's, S&P, Fitch) που κυριαρχούν στον κλάδο των πιστωτικών εκτιμήσεων, έχει προκαλέσει την ανησυχία των συμμετεχόντων στην αγορά για την ύπαρξη εμπόδιων εισόδου.

Οι επενδυτές και κατά συνέπεια και οι εκδότες, επιλέγουν οίκους αξιολόγησης που φημίζονται για τις ακριβοδίκαιες εκτιμήσεις τους. Ωστόσο η διαμόρφωση μίας καλής φήμης προϋποθέτει χρόνο και μέσα για να αποκτηθεί. Ταυτόχρονα πολύς λόγος έχει γίνει για το κατά πόσο και η χρήση της έννοιας NRSRO συνιστά εμπόδιο εισόδου στον κλάδο πιστωτικών εκτιμήσεων αφού πολλοί επενδυτές παρακινούνται περισσότερο να στραφούν στις εκτιμήσεις των αναγνωρισμένων ως NRSRO οίκων αξιολόγησης. Έτσι, οι νεοεισερχόμενοι καταλήγουν ανίκανοι να εξελιχθούν σε μια σημαντική παρουσία στον κλάδο, λόγω της δυσκολίας τους να επιτύχουν “εθνικής αναγνώρισης” όπως προβλέπει το status των NRSROs rating agencies²⁶.

1.10 Ρυθμιστική μεταχείριση των οίκων αξιολόγησης

Οι οίκοι πιστωτικής αξιολόγησης συνιστούν μη ελεγχόμενους ιδιωτικούς φορείς που ασκούν μεγάλη επίδραση στις διεθνείς χρηματαγορές. Ωστόσο αρκετός λόγος έχει

²⁶ IOSCO (2003), “Report on the activities of Credit Rating Agencies”, The technical committee of the International Organization of Securities Commissions (IOSCO), September

γίνει για το κατά πόσο κρίνεται αναγκαία και εφικτή η ρυθμιστική τους μεταχείριση από κρατικούς φορείς. Ήδη αρκετά έθνη έχουν επιβάλλει μια ελάχιστη μορφή κυβερνητικού ελέγχου μέσω της επίσημης αναγνώρισης των οίκων αξιολόγησης ως NRSRO εφόσον πληρούνται ορισμένα κριτήρια. Από πολλούς ωστόσο εξετάζεται η δυνατότητα για επιβολή πρόσθετων ρυθμίσεων και κανονισμών. Βασικός στόχος της ρυθμιστικής πολιτικής είναι η επίτευξη μεγαλύτερης αποδοτικότητας. Όσον αφορά τις αντιπροσωπείες εκτίμησης ένα ρυθμιστικό πλαίσιο θα ενίσχυε την αποτελεσματικότητα είτε α) βελτιώνοντας την απόδοση των “rating agencies”, είτε β) μετριάζοντας τις τυχόν αρνητικές συνέπειες της λειτουργίας τους²⁷.

Εξετάζοντας την πρώτη περίπτωση, η ρυθμιστική πολιτική θα βελτίωνε την αποδοτικότητα των οίκων αξιολόγησης μέσω της μείωσης του κόστους ή μέσω της βελτίωσης της αξιοπιστίας των πιστωτικών τους εκτιμήσεων. Ωστόσο οι αμοιβές που χρεώνουν οι εξωτερικοί εκτιμητές δεν είναι υπερβολικές αλλά εξαρτώνται από το μέγεθος και την πολυπλοκότητα της εκτιμώμενης συναλλαγής. Παράλληλα οι οίκοι αξιολόγησης είναι ήδη προσανατολισμένοι στο να παρέχουν ακριβείς και αξιόπιστες εκτιμήσεις γιατί η κερδοφορία τους είναι άρρηκτα συνδεδεμένη με την φήμη τους. Αντίθετα μια επιπρόσθετη κυβερνητική ρύθμιση, θα μπορούσε να καταστήσει τις αντιπροσωπείες εκτίμησης δέσμιες πολιτικών επιρροών, διαβρώνοντας με τον τρόπο αυτό την αξιοπιστία τους.

Η μείωση των αρνητικών επιπτώσεων της λειτουργίας των rating agencies σίγουρα είναι επιθυμητή. Πράγματι, ορισμένες ενέργειές τους επιφέρουν αρνητικές επιπτώσεις, όπως για παράδειγμα η χρέωση των εκδοτών που καλλιεργεί συγκρούσεις συμφερόντων. Παρ' όλα αυτά τέτοια φαινόμενα σπανίζονται καθότι φθείρουν την φήμη των οίκων αξιολόγησης. Επιπλέον ούτε η απροθυμία των rating agencies να νιοθετήσουν καινοτόμες διαδικασίες μπορεί να αντιμετωπιστεί μέσω ρυθμιστικής πολιτικής. Ακόμα και η ελάχιστη μορφή κυβερνητικής ρύθμισης, μέσω της αναγνώρισης των NSRSO, περιορίζει τον αριθμό των εγκεκριμένων οίκων αξιολόγησης, αποθαρρύνοντας έτσι την ανάπτυξη ανταγωνισμού. Ωστόσο οι αντιπροσωπείες εκτίμησης που δεν υπόκεινται σε ανταγωνιστικές πιέσεις έχουν και λιγότερα κίνητρα για να καινοτομήσουν. Κατά συνέπεια επιπρόσθετη επιβολή

²⁷ Schwarcz S.L. (2002), “Private ordering of public markets: The rating agency paradox”, University of Illinois law review, January

ρυθμίσεων στους οίκους αξιολόγησης πιστωτικών κινδύνων θα αναχαίτιξε περισσότερο τον ανταγωνισμό, θα αύξανε το κόστος και ταυτόχρονα θα μείωνε την αποτελεσματικότητά τους.



ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2^º: ΤΡΟΠΟΙ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑΣ ΤΩΝ ΟΙΚΩΝ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ

2.1 Εισαγωγή

2.1.1 Λειτουργία των Credit Rating Agencies

Οι διαδικασίες που χρησιμοποιούνται από τους οίκους αξιολόγησης ποικίλουν ευρύτατα. Ορισμένοι από τους εξωτερικούς εκτιμητές διαμορφώνουν τις αξιολογήσεις τους βασιζόμενοι κυρίως σε ποσοτικές και ποιοτικές αναλύσεις. Άλλοι πάλι εστιάζονται σε ποσοτικά μοντέλα, όπου η διαδικασία αξιολόγησης είναι περισσότερο μηχανική και στηριγμένη σε στατιστικές έρευνες. Δεν σπανίζουν ακόμα και περιπτώσεις όπου οι χρησιμοποιούμενες από τους οίκους αξιολόγησης διαδικασίες είναι ιδιόκτητες. Ωστόσο παρά τις ποικίλες προσεγγίσεις που μπορούν να νιοθετηθούν, οι μεγαλύτεροι διεθνείς οίκοι τείνουν να ακολουθούν παρεμφερείς διαδικασίες και οργανωτικές δομές²⁸.

Καταρχάς κάθε rating agency λαμβάνει αίτημα από κάποιον εκδότη για να τον εκτιμήσει. Το αίτημα στη συνέχεια ανατίθεται στους αρμόδιους αναλυτές οι οποίοι και διεξάγουν τη λεπτομερή έρευνα και ανάλυση κάτι που προϋποθέτει και συχνές συναντήσεις αναλυτών με τα αντίστοιχα διοικητικά όργανα. Ωστόσο μια τέτοια συστηματική επικοινωνία αποδεικνύεται ότι προκαλεί ένταση μεταξύ των εκτιμημένων και των οίκων αξιολόγησης καθώς και τάση επηρεασμού των τελευταίων, γεγονός που μπορεί εύκολα να εξηγηθεί, αφού όσο μικρότερη είναι μια εκτίμηση, τόσο υψηλότερος θα είναι ο τόκος που θα χρειαστεί να πληρώσει ο εκδότης ομολόγων.

Πυρήνα στην διαδικασία αξιολόγησης αποτελεί η επιτροπή εκτίμησης η οποία είναι αρμόδια για να ξεκινήσει, να αποσύρει ή και να τροποποιήσει μια εκτίμηση. Συνήθως απαρτίζεται από έναν πιστωτικό αναλυτή, διευθυντές ή επόπτες και άλλο βοηθητικό

²⁸ IOSCO (2003), “Report on the activities of Credit Rating Agencies”, The technical committee of the International Organization of Securities Commissions (IOSCO), September

προσωπικό²⁹. Οι αποφάσεις λαμβάνονται σε ψηφοφορία βάσει πλειοψηφίας, αναφορικά με την πιθανότητα να ανταποκριθεί ο εκδότης στις οικονομικές του υποχρεώσεις.

Οι αντιπροσωπείες εκτίμησης χρησιμοποιούν για τις αξιολογήσεις τους έναν αλφαριθμητικό συνδυασμό τόσο για ανώτερες (investment grade) όσο και για κατώτερες (speculative grade), εκτιμήσεις. Οι Fitch και S&P χρησιμοποιούν τα ίδια σύμβολα ταξινόμησης AAA, AA, A, BBB για investment grades κατηγορίες και BB, B, CCC, CC, C, D για speculative grade κατατάξεις, ενώ οι συμβολισμοί της Moody's είναι Aaa, Aa, A, Baa και Ba, B, Caa, Ca, C αντίστοιχα³⁰.

Οι εκτιμήσεις εξαρτώνται επίσης από την ποσότητα και την ποιότητα του πληροφοριακού υλικού. Οι δημόσιες πληροφορίες περιλαμβάνουν κλαδικές μελέτες, ειδήσεις για την τάση των τιμών σε μετοχές και ομόλογα, στοιχεία από κεντρικές τράπεζες κ.α. ενώ η ιδιωτική ενημέρωση αφορά εμπιστευτικές πληροφορίες του εκδότη προς τον εξωτερικό εκτιμητή.

Αμέσως μόλις η επιτροπή αποφασίσει σχετικά με μια εκτίμηση, ο αναλυτής ενημερώνει τον εκδότη και του παρέχει ένα σχέδιο του δελτίου τύπου ή και της έκθεσης της εκτίμησης προκειμένου να την επαληθεύσει. Σε περίπτωση διαφωνίας με την προτεινόμενη εκτίμηση, ο εκτιμητής μπορεί να υποβάλλει πρόσθετο πληροφοριακό υλικό και να ζητήσει την επανεξέτασή του από την επιτροπή.

Κατόπιν όλων αυτών των διαδικασιών οι οίκοι αξιολόγησης δημοσιεύουν τα αποτελέσματα της εκτίμησής τους και την λογική τους πίσω από αυτή, ενώ εξακολουθούν να ελέγχουν τον εκδότη και να συναντιούνται περιοδικά με το ανώτερο διοικητικό προσωπικό. Από τη στιγμή της λήψης του αιτήματος, οι οίκοι αξιολόγησης αναλύουν τον κάθε εκδότη κατά μέσο όρο από 1 έως 6 μήνες.

²⁹ Kerwer D (1999), "Credit Rating Agencies and the governance of financial markets", July

³⁰ US Securities and Exchange Commissions (2002), "Report on the role and function of Credit Rating Agencies in the operation of the securities markets", Section 702(b) of the Sarbanes-Oxley Act

Συμπερασματικά λοιπόν η διαδικασία εκτίμησης αποτελείται από τα ακόλουθα στάδια³¹:

1. Αίτημα για την ανάθεση εκτίμησης από τον εκδότη
2. Επάνδρωση της “ομάδας ανάλυσης”
3. Διεξαγωγή της βασικής έρευνας
4. Συνεδρίαση με τα διοικητικά όργανα
5. Επιτροπή εκτίμησης
6. Ανακοίνωση εκτίμησης σε εκδότη
7. [Διαδικασία επανεξέτασης]
8. Δημοσίευση εκτίμησης
9. Επιτήρηση του εκδότη.

2.2 Διαδικασία εκτίμησης (rating process)

Οι οίκοι αξιολόγησης παρέχουν μια εκτίμηση, μόνο αν υπάρχει διαθέσιμο πληροφοριακό υλικό και αφότου έχει προηγηθεί ποσοτική και ποιοτική ανάλυση. Το πλαίσιο δράσης τους είναι διαιρεμένο σε διάφορες κατηγορίες. Για παράδειγμα όταν αξιολογούνται βιομηχανικές επιχειρήσεις η ποιοτική ανάλυση μπορεί να περιλαμβάνει την ανάλυση του κλάδου, όπως για παράδειγμα την ανταγωνιστικότητα της επιχείρησης στον κλάδο που υπάγεται, ενώ η ποσοτική έρευνα αφορά κυρίως οικονομική ανάλυση. Κατά συνέπεια ολοκληρωμένη αξιολόγηση μιας βιομηχανικής επιχείρησης περιλαμβάνει την ευρεία επισκόπηση του κλάδου, όπως για παράδειγμα, προοπτικές ανάπτυξης, εργατικό δυναμικό, τεχνολογικές αλλαγές, ρυθμιστικές ενέργειες. Επίσης όταν πρόκειται για χρηματοοικονομικούς οργανισμούς σημαντικό ρόλο, για την εκτίμηση της πιστωτικής ποιότητας, διαδραματίζει και η φήμη της τράπεζας ή της επιχείρησης και κυρίως το πώς αυτή συνδέεται με την μελλοντική χρηματοοικονομική τους απόδοση και την αξιοπιστία τους³².

³¹ “Procedures of International Credit Rating Agencies”

³² Standard and Poor’s (2003), “Corporate ratings criteria”

Συνάντηση με την διοίκηση.

Οι rating agencies οργανώνονται μια ομάδα από έμπειρους και εξειδικευμένους αναλυτές για να εξετάσει το πληροφοριακό υλικό. Αρκετά από τα μέλη της ομάδας συναντιούνται με τα διοικητικά όργανα της επιχείρησης και μελετούν θέματα που έχουν αντίκτυπο στην εκτίμηση, όπως χρηματοοικονομικά και λειτουργικά πλάνα, διοικητικές πρακτικές και άλλους πιστωτικούς παράγοντες. Αυτές οι συναντήσεις συνήθως σχεδιάζονται αρκετές εβδομάδες πριν, προκειμένου οι αναλυτές να έχουν επαρκή χρόνο να προετοιμαστούν, αλλά και για να εξασφαλιστεί ότι όλοι οι συμμετέχοντες θα είναι διαθέσιμοι.

Πολύ πιο νωρίς από την συνεδρίαση η επιχείρηση χρειάζεται να καταθέσει όλο το πληροφοριακό υλικό που χρειάζεται όπως, για παράδειγμα, τις οικονομικές καταστάσεις των πέντε τελευταίων ετών, περιγραφές των λειτουργιών και προϊόντων της, ετήσιες, τριμηνιαίες και τρέχουσες οικονομικές εκθέσεις καθώς επίσης και δελτία τύπου ή άλλες δημόσιες κοινοποιήσεις. Κατά τη διάρκεια της συνεδρίασης η επιχείρηση παραθέτει και μη-δημόσιες πληροφορίες που πρέπει να κρατούνται αυστηρώς εμπιστευτικές από την ομάδα εκτιμήσεων. Τέτοια στοιχεία μπορεί να είναι προϋπολογισμοί, προβλέψεις, οικονομικές δηλώσεις σε αυτόνομη βάση, ενδεχόμενες αναλύσεις κινδύνων καθώς και πληροφορίες σχετικές με νέες χρηματοδοτήσεις, συγχωνεύσεις, εξαγορές κ.α.

Η θεματολογία που αναπτύσσεται στα πλαίσια της συνεδρίασης μπορεί ενδεικτικά να περιλαμβάνει:

- Τον κλάδο και τις προοπτικές
- Την επισκόπηση σημαντικών επιχειρησιακών τμημάτων, συμπεριλαμβανομένων και των συγκρίσεων με τους ανταγωνιστές.
- Οικονομικές πρακτικές και οικονομικούς στόχους απόδοσης
- Λογιστικές μεθόδους
- Καταστάσεις ταμειακών ροών, ισολογισμούς και κεφαλαιουχικές δαπάνες
- Εναλλακτικές λύσεις χρηματοδότησης

Μέσω των συνεδριάσεων οι οίκοι αξιολόγησης αντιλαμβάνονται καλύτερα την χρηματοοικονομική στρατηγική της επιχείρησης, το πώς αυτή αντιδρά στις αναδυόμενες προκλήσεις και το πώς αντιμετωπίζει τυχόν προβλήματα.

Επιτροπή αξιολόγησης - Rating Committee

Αμέσως μετά την συνεδρίαση, συγκαλείται μια Επιτροπή εκτίμησης, απαρτιζόμενη από 5 έως 7 μέλη. Οι αναλυτές εφοδιάζουν την επιτροπή με όλη τη στατιστική και χρηματοοικονομική ανάλυση, η οποία στην συνέχεια ψηφίζει για το αν θα διατηρηθεί η προτεινόμενη από τους αναλυτές εκτίμηση. Αφότου καθοριστεί η εκτίμηση, ειδοποιείται η επιχείρηση για το αποτέλεσμα. Σε περίπτωση αντίδρασης του εκδότη χρειάζεται να υποβληθούν επιπλέον στοιχεία, έτσι ώστε ο οίκος αξιολόγησης να προβεί σε ακριβέστερες εκτιμήσεις. Ωστόσο δεν παρέχεται καμία εγγύηση ότι και με την νέα πληροφόρηση θα αλλάξει η γνώμη της επιτροπής. Προκειμένου να διασφαλιστεί η ακεραιότητα και η αντικειμενικότητα της διαδικασίας εκτίμησης, τόσο οι εσωτερικές συζητήσεις, όσο και οι ταυτότητες των προσώπων της επιτροπής εκτίμησης, διατηρούνται εμπιστευτικές και δεν αποκαλύπτονται στους εκδότες.

Επιτήρηση

Όλες οι δημόσιες εκτιμήσεις ελέγχονται σε συνεχή βάση. Η επιτήρηση εκτελείται από την ίδια ομάδα αναλυτών που έκανε και την αρχική εκτίμηση. Ο πρωτεύων αναλυτής διατηρεί περιοδικά τηλεφωνική επικοινωνία με την επιχείρηση και ενημερώνεται σχετικά με την ανάπτυξη και την απόδοσή της. Αν αυτές δεν συμβαδίζουν με τις προσδοκίες ή αν σχεδιάζεται μια νέα χρηματοδοτική συναλλαγή, τότε προγραμματίζεται μια νέα συνάντηση με τα διοικητικά όργανα. Ακόμα και αν δεν υπάρξουν χρηματοοικονομικές εξελίξεις, πραγματοποιούνται συναντήσεις με την διοίκηση τουλάχιστον μια φορά ανά έτος. Το ενδεχόμενο να αλλάξει κάποια εκτίμηση στα πλαίσια της διαδικασίας επιτήρησης δεν είναι απίθανο. Όταν αυτό συμβεί τότε ο αναλυτής προβαίνει σε μια προκαταρκτική αναθεώρηση, η οποία μπορεί να οδηγήσει σε μια λίστα Credit-Watch. Κατόπιν, ακολουθεί μια περιεκτικότερη ανάλυση, επικοινωνία με τη διοίκηση και παρουσίαση στην επιτροπή εκτίμησης, η οποία αφού αξιολογήσει το θέμα, λαμβάνει και την τελική απόφαση.

Όλες οι εκτιμήσεις, αρχικές ή αναθεωρημένες, διατίθενται στο επενδυτικό κοινό από τους μεγάλους οίκους αξιολόγησης χωρίς χρέωση. Ανακοινώσεις των εκτιμήσεων υπάρχουν στο διαδίκτυο, σε μέσα ειδήσεων και άλλα δελτία τύπου.

2.2.1 Εμπόδια στην ακριβή αξιολόγηση των εκδοτών

Η αδυναμία των rating agencies να έχουν πρόσβαση σε μία συνεχή ροή εξακριβωμένων και αξιόπιστων πληροφοριών αποτελεί ένα από τα πιο βασικά εμπόδια στην ακριβή αξιολόγηση των εκδοτών. Πολλοί είναι αυτοί που αναρωτιούνται κατά πόσο το πληροφορικό υλικό που δημοσιεύουν οι εκδότες είναι επαρκές. Πιο συγκεκριμένα, και η ίδια η επιτροπή έχει επισημάνει την ανάγκη για βελτίωση των κοινοποιήσεων από πλευράς εκδοτών, ιδίως σε θέματα που αφορούν τις βραχυπρόθεσμες πιστωτικές δυνατότητές τους καθώς και περιπτώσεις ύπαρξης “rating triggers” στις επιμέρους συμφωνίες τους³³.

Ταυτόχρονα, εκφράζονται ανησυχίες και για την επιμέλεια και τα προσόντα των οίκων αξιολόγησης πιστωτικού κινδύνου. Εξαιτίας κάποιων εσφαλμένων εκτιμήσεων, πολλοί επικρίνουν την αποτελεσματικότητα των “rating agencies” και αναρωτιούνται κατά πόσο διεξάγουν λεπτομερή και σε βάθος έλεγχο των εκδοτών. Από την πλευρά τους οι εξωτερικοί εκτιμητές υποστηρίζουν ότι στηρίζονται στους εκδότες και σε άλλες πηγές για την εξασφάλιση του πληροφοριακού τους υλικού, χωρίς ωστόσο να είναι αρμόδιοι στο να ελέγξουν την ακρίβεια και ορθότητά του. Ταυτόχρονα ενώ μπορούν, εκμεταλλευόμενοι την επιρροή τους στην αγορά, να παρακινήσουν τους εκδότες στο να παρέχουν πρόσθετη πληροφόρηση, από την άλλη δεν έχουν τη νομική δύναμη για να τους αποσπάσουν αναγκαστικά τις απαιτούμενες πληροφορίες.

Η Επιτροπή Βασιλείας μελέτα τρόπους προκειμένου να βελτιωθεί η διάδοση πληροφοριών από τους οίκους αξιολόγησης και ένα ίσως από τα βασικότερα βήματα είναι η διαφάνεια της διαδικασίας εκτίμησης. Η αγορά χρειάζεται να αντιλαμβάνεται πλήρως το συλλογισμό πίσω από μια απόφαση εκτίμησης και τα είδη πληροφοριών που συνδέονται με αυτή. Επίσης, καλύτερη πληροφόρηση, σχετικά με τις αποφάσεις

³³ US Securities and Exchange Commissions (2002), “Report on the role and function of Credit Rating Agencies in the operation of the securities markets”, Section 702(b) of the Sarbanes-Oxley Act

αξιολόγησης, θα μείωνε και την αβεβαιότητα και αστάθεια της αγοράς που συχνά συνοδεύουν μια αλλαγή εκτίμησης.



2.3 Rating Agencies Definitions

Στο σημείο αυτό κρίνεται χρήσιμο να αποσαφηνιστούν κάποιες επιμέρους έννοιες που χρησιμοποιούνται κατά την διαδικασία εκτίμησης. Πρώτα από όλα παρατίθεται η εννοιολογική σημασία των συμβολισμών που χρησιμοποιούνται από τους οίκους S&P και Fitch³⁴.

2.3.1 Μακροπρόθεσμες πιστωτικές εκτιμήσεις

- AAA** Η υψηλότερη δυνατή εκτίμηση που μπορεί να οριστεί από τους οίκους αξιολόγησης και υποδηλώνει ότι η ικανότητα του οφειλέτη να ανταποκριθεί στις οικονομικές του υποχρεώσεις είναι εξαιρετικά ισχυρή
- AA** Αυτή η κλάση εκτίμησης διαφέρει από την ανώτερη σε μικρό μόνο βαθμό καθώς και πάλι θεωρείται ισχυρή η ικανότητα του οφειλέτη να ανταποκριθεί στις οικονομικές του δεσμεύσεις
- A** Εκτίμηση που δηλώνει ευαισθησία σε αλλαγές που μπορούν να παρατηρηθούν στις οικονομικές συνθήκες. Ωστόσο ο οφειλέτης εξακολουθεί να παραμένει αξιόπιστος
- BBB** Αυτή η κλάση εκτίμησης εξασφαλίζει αρκετή προστασία, αλλά, μια αλλαγή στις οικονομικές συνθήκες πιθανό να οδηγήσει στην αποδυνάμωση της ικανότητας του οφειλέτη να καλύψει τα οικονομικά του βάρη.
- BB** Η εκτίμηση αυτή συνεπάγεται ότι οι υποχρεώσεις υπόκεινται σε κάποια αβεβαιότητα για το κατά πόσο ο οφειλέτης, κάτω από την επίδραση δυσμενών περιστάσεων, θα μπορέσει να συνεχίσει τις πληρωμές του.
- B** Αυτός ο βαθμός εκτίμησης υποδηλώνει ότι ο οφειλέτης είναι ακόμα πιο ευάλωτος σε δυσμενείς οικονομικές συνθήκες, συγκριτικά με την προηγούμενη κατάταξη

³⁴ Standard and Poor's (2003), "Corporate ratings criteria"



- CCC** Η ικανότητα του οφειλέτη να ανταποκριθεί στις οικονομικές του υποχρεώσεις εξαρτάται από τις χρηματοοικονομικές συνθήκες. Αν αυτές δεν είναι ευνοϊκές, τότε παρατηρείται μεγάλη πιθανότητα να αθετήσει τις υποσχέσεις του
- CC** Στη βαθμίδα αυτή η αξιοπιστία του οφειλέτη είναι ιδιαίτερα τρωτή
- C** Αυτός ο βαθμός εκτίμησης χρησιμοποιείται σε περιπτώσεις που έχουν παρατηρηθεί πτωχεύσεις, ωστόσο οι πληρωμές εξακολουθούν να γίνονται
- D** Η κατάταξη αυτή αποτελεί τον χειρότερο βαθμό εκτίμησης, καθώς η αθέτηση της υποχρέωσης του οφειλέτη δεν θεωρείται απλώς πιθανή αλλά δεδομένη

Συχνά για μια περαιτέρω διάκριση στα πλαίσια της γενικής ταξινόμησης, οι οίκοι αξιολόγησης (Fitch και S&P) τροποποιούν τις εκτιμήσεις τους από “AA” έως “CCC” με την προσθήκη συν (+) και πλην (-).

2.3.2 Βραχυπρόθεσμες πιστωτικές εκτιμήσεις

Οι συμβολισμοί που χρησιμοποιούν οι “rating agencies” για την αξιολόγηση των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων των οφειλετών είναι οι: A-1, A-2, A-3, B, C και D. Η εννοιολογική τους ανάλυση είναι αντίστοιχη με αυτή που ισχύει και για τις μακροπρόθεσμες πιστωτικές υποχρεώσεις, με την βαθμίδα A-1 να αποτελεί την καλύτερη δυνατή εκτίμηση μιας βραχυχρόνιας υποχρέωσης και την κατάταξη D να σηματοδοτεί την πιστοληπτική ανικανότητα του οφειλέτη.

2.3.3 Investment and speculative grades

Ο όρος “investment grades” χρησιμοποιήθηκε αρχικά από τα διάφορα ρυθμιστικά όργανα και αναφερόταν σε επενδύσεις που κρίνονταν κατάλληλες για χρηματοοικονομικούς οργανισμούς όπως τράπεζες, ασφαλιστικές εταιρείες κ.α. Με το πέρασμα των χρόνων, ο όρος διαδόθηκε ολοένα και περισσότερο και σήμερα οι υποχρεώσεις που ταξινομούνται στις 4 ανώτερες κατηγορίες (AAA, AA, A και BBB) αναγνωρίζονται ως “investment grade”

Οφειλές που ταξινομούνται από BB ή και χαμηλότερα είναι γνωστές ως “speculative grade”. Πρόκειται δηλαδή για χρέη οφειλετών που εμφανίζουν μεγαλύτερη επικινδυνότητα στο να καλυφθούν. Ωστόσο το αν θα επιλέξει κάποιος επενδυτής investment ή speculative grade αξιόγραφα θα εξαρτηθεί περισσότερο από τις προτιμήσεις του και το κατά πόσο αποστρέφεται ή όχι τον κίνδυνο, παρά από τις εκτιμήσεις των οίκων αξιολόγησης.

2.3.4 Λίστες credit-watch και rating outlooks

Οι οίκοι αξιολόγησης κατά την εκτίμηση της πιθανότητας αθέτησης μιας υποχρέωσης λαμβάνουν υπόψη τους και μελλοντικά γεγονότα, στον βαθμό που αυτά είναι γνωστά ή μπορούν να προβλεφθούν. Ωστόσο δεν είναι σπάνιο η μελλοντική τελικά απόδοση να διαφέρει από τις αρχικές προσδοκίες. Οι λίστες Credit-watch και Rating outlooks, αφορούν τέτοιου είδους περιπτώσεις και ειδικότερα βασίζονται σε σενάρια που μπορούν να οδηγήσουν στην αλλαγή μιας εκτίμησης.

Οι εκτιμήσεις εμφανίζονται σε Credit-watch όταν προκύπτει κάποιο νέο γεγονός (πχ συγχωνεύσεις) ή παρατηρείται απόκλιση από μια αναμενόμενη τάση, οπότε και απαιτείται πρόσθετη πληροφόρηση για να επανεξετασθεί η αρχική εκτίμηση. Συνήθως οι αναθεωρήσεις μιας εκτίμησης ολοκληρώνονται μέσα σε διάρκεια 90 ημερών, εκτός και να εκκρεμεί ακόμα η έκβαση του συγκεκριμένου γεγονότος.

Οι λίστες Rating outlooks αφορούν εκτιμήσεις μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων και εξετάζουν το ενδεχόμενο αλλαγής. Έχουν περισσότερο μακροπρόθεσμο ορίζοντα, σε σύγκριση με τις λίστες Credit-watch και σχετίζονται με κινδύνους που επιδρούν λιγότερο στην πιστωτική ποιότητα. Επίσης μια εκτίμηση outlook δεν συνεπάγεται και αλλαγή στην αξιολόγηση.

Οι προσδιορισμοί Credit-watch και Rating outlooks μπορεί να είναι “θετικοί”, που υποδηλώνουν ότι η εκτίμηση θα βελτιωθεί, ή “αρνητικοί”, σηματοδοτώντας μια χειροτέρευση της αρχικής εκτίμησης. “Σταθερό” είναι ένα Outlook όταν οι εκτιμήσεις δεν προβλέπεται να αλλάξουν, αλλά αυτό δεν πρέπει να συγχέεται με την αναμενόμενη σταθερότητα της χρηματοοικονομικής απόδοσης της επιχείρησης. Για παράδειγμα ακόμα και αν παρατηρηθεί ότι τα κέρδη και οι ταμειακές ροές

βελτιώνονται ραγδαία, η επιχείρηση, είναι δυνατόν να έχει “stable outlook”, αν παρόλα αυτά ο οίκος αξιολόγησης κρίνει ότι η αναβάθμισή της είναι αδύνατη. Τέλος αλλαγές των εκτιμήσεων είναι δυνατόν να συμβούν ανά πάσα στιγμή χωρίς να έχουν προηγηθεί απαραίτητα λίστες Credit-watch και Rating outlooks³⁵

2.4 Κριτήρια εκτίμησης

Ο κίνδυνος αθέτησης μιας υποχρέωσης δεν εξαρτάται μόνο από την χρηματοοικονομική κατάσταση του αντισυμβαλλόμενου. Οι rating agencies βασίζουν επίσης της εκτιμήσεις τους τόσο στην κατάσταση του οικονομικού τομέα, όσο και της ίδιας της χώρας στην οποία υπάγεται ο δανειζόμενος. Στο σημείο αυτό επιχειρείται μια μικρή παρουσίαση των επιπλέον αυτών παραμέτρων, που παρακάτω θα αναπτυχθούν λεπτομερώς³⁶.

Κίνδυνος χώρας (Country Risk): Ο πιστωτικός κίνδυνος μιας χώρας αφορά την πιθανότητα να μην μπορέσει να καλύψει το εξωτερικό της χρέος. Η προσοχή κυρίως εστιάζεται στην περίπτωση που ένα εθνικό νόμισμα δεν μπορεί να ανταλλαχθεί με ένα ξένο, προκειμένου να πληρωθούν χρέη. Με δεδομένες επομένως αυτές τις συνθήκες ο κάθε μεμονωμένος δανειζόμενος εντός της χώρας, δεν μπορεί επίσης να ξεπληρώσει τυχόν οφειλές του σε ξένο νόμισμα.

Κίνδυνος Τομέα (Sector Risk): Ένας παράγοντας που επηρεάζει το ενδεχόμενο αθέτησης μιας υποχρέωσης είναι επίσης οι συνθήκες ανταγωνισμού σε ένα συγκεκριμένο τομέα. Καλές προϋποθέσεις αποτελούν η ευκολία πρόσβασης σε διαφορετικές μορφές πίστωσης, ένα χαμηλό επίπεδο εθνικού και διεθνούς ανταγωνισμού και ένας μικρός βαθμός κρατικής παρέμβασης.

Επιχειρηματικός Κίνδυνος (Enterprise Risk): Σε εταιρικό επίπεδο η προσοχή εστιάζεται τόσο στους κινδύνους που αφορούν την επιχειρησιακή στρατηγική όσο και στον χρηματοοικονομικό κίνδυνο. Όπως για παράδειγμα οι κίνδυνοι που

³⁵ Samson S.B, “A Standard and Poor’s Primer on creditwatch and rating outlooks”, New York

³⁶ Kerwer D (1999), “Credit Rating Agencies and the governance of financial markets”, July



συμπεριλαμβάνονται σε στρατηγικές σχετικά με τους τρόπους χρηματοδότησης της επιχείρησης.

2.5 Μεθοδολογία εκτίμησης

Οι οίκοι αξιολόγησης, προκειμένου να διασφαλίσουν ότι εξετάζονται όλα τα ζητήματα που αφορούν και καθορίζουν την εκτίμησή τους, διαιρούν τον στόχο ανάλυσής τους σε αρκετές επιμέρους κατηγορίες. Για παράδειγμα, όσον αφορά τις επιχειρήσεις, οι πρώτες κατηγορίες που εξετάζονται εστιάζονται στην επιχειρησιακή ανάλυση ενώ οι υπόλοιπες αφορούν χρηματοοικονομική ανάλυση³⁷. Όλα τα τμήματα της εξέτασης της πιστοληπτικής ικανότητας των επιχειρήσεων παρουσιάζονται παρακάτω.

Παράγοντες εταιρικής πιστωτικής ανάλυσης

- Επιχειρηματικός κίνδυνος
 - Χαρακτηριστικά κλάδου
 - Ανταγωνιστική θέση (marketing, τεχνολογία, αποδοτικότητα)
 - Διοίκηση
- Χρηματοοικονομικός κίνδυνος
 - Χρηματοοικονομικά χαρακτηριστικά
 - Χρηματοοικονομική πολιτική
 - Κερδοφορία
 - Κεφαλαιακή δομή
 - Ταμειακές ροές
 - Χρηματοοικονομική ευελιξία

Σε κάποιες περιπτώσεις η τελική εκτίμηση μπορεί να διαμορφώνεται κυρίως από χρηματοοικονομικούς παράγοντες. Άλλοτε πάλι καταλυτικό ρόλο μπορεί να διαδραματίζουν παράγοντες επιχειρησιακού κινδύνου. Ωστόσο αν μια εταιρεία αποδεικνύεται ισχυρή ως προς την μία πλευρά και αδύνατη ως προς την άλλη, τότε και η τελική εκτίμηση θα πρέπει να ισορροπεί μεταξύ των δύο αυτών διαφορετικών

³⁷ Standard and Poor's (1997), "Sovereign Credit Ratings: A Primer", credit week, April

και αντικρουνόμενων συνιστώσων. Παρακάτω αναφερόμαστε λίγο πιο αναλυτικά, σε κάποια από τα επιμέρους τμήματα των δύο αυτών παραγόντων.

2.5.1 Business Risk

2.5.1.1 Χαρακτηριστικά κλάδου

Κάθε ανάλυση εκτίμησης ξεκινά με την αξιολόγηση του κλάδου της επιχείρησης. Πιο συγκεκριμένα οι rating agencies αναλύουν τη δυναμική του κλάδου και ειδικότερα της προοπτικές του για ανάπτυξη, σταθερότητα, ή πτώση. Δεν παραλείπονται να εξεταστούν και θέματα ανταγωνισμού, εργατικού δυναμικού, τεχνολογικών αλλαγών κ.α. Αν και η κάθε κατηγορία της παραπάνω στήλης αποτελεί πολύτιμη πηγή στην διαδικασία εκτίμησης, μπορούμε να πούμε ότι η αξιολόγηση που αφορά τα χαρακτηριστικά του κλάδου, θέτει και το ανώτατο όριο στην εκτίμηση που μπορεί να επιδιώξει ο κάθε συμμετέχων στην εν λόγω αγορά. Για παράδειγμα θα ήταν αδύνατο να εκτιμηθούν ως AAA και AA επιχειρήσεις που υπάγονται σε κλάδους μεγάλης επικινδυνότητας, όπως είναι αυτός της χαλυβουργίας. Αντίθετα κάποιοι άλλοι κλάδοι κρίνονται ευνοϊκά, όπως αυτοί που χαρακτηρίζονται από σταθερή αύξηση της ζήτησης (π.χ. φαρμακοβιομηχανίες). Αυτό βέβαια δεν συνεπάγεται υψηλές εκτιμήσεις για όλους τους συμμετέχοντες στον κλάδο, τους εξασφαλίζει ωστόσο μια πιο γερή βάση. Τέλος η αξιολόγηση του κινδύνου του κλάδου μπορεί επίσης να υποδεικνύει την πρώτιστη ανάγκη ανάλυσης κάποιων ειδικών παραγόντων κινδύνου της επιχείρησης. Για παράδειγμα αν αποδειχθεί ότι ο κλάδος είναι πολύ ανταγωνιστικός, κρίνεται απαραίτητη μια πιο προσεκτική ανάλυση εκτίμηση της θέσης της επιχείρησης στην αγορά. Επίσης αν ο κλάδος χαρακτηρίζεται από μεγάλες κεφαλαιακές απαιτήσεις, προβλέπεται μια πιο λεπτομερής εξέταση της επάρκειας των ταμειακών ροών της εταιρείας.

2.5.1.2 Διοίκηση και οργανωτικά προβλήματα

Η διοίκηση αξιολογείται ως προς τη συμβολή της στη επιτυχημένη εκτέλεση των λειτουργιών της επιχείρησης και ως προς την ανοχή της σε θέματα κινδύνου. Η πρώτη πτυχή εκτίμησης ενσωματώνεται στην ανάλυση της ανταγωνιστικής θέσης της επιχείρησης και η δεύτερη εξετάζεται στα πλαίσια της χρηματοοικονομικής

πολιτικής. Επίσης οι οίκοι αξιολόγησης δίνουν ιδιαίτερη έμφαση σε πιθανά οργανωτικά προβλήματα που αφορούν καταστάσεις όπως:

- Διενέργεια πολλών αλλαγών σε πολύ σύντομο χρονικό διάστημα.
- Ασαφής σχέση μεταξύ οργανωτικής δομής και διοικητικής στρατηγικής
- Επιβολή περιορισμών από τους μετόχους στις δραστηριότητες των διοικητικών οργάνων³⁸

2.5.2 Financial Risk

2.5.2.1 Χρηματοοικονομικά χαρακτηριστικά

Οι εξωτερικοί εκτιμητές, αφού αξιολογήσουν την ανταγωνιστική θέση και το λειτουργικό περιβάλλον της επιχείρησης, προχωρούν στη συνέχεια στην ανάλυση των χρηματοοικονομικών της χαρακτηριστικών. Ο χρηματοοικονομικός κίνδυνος απεικονίζεται κυρίως με ποσοτικά μέσα και ιδιαίτερα με την χρησιμοποίηση δεικτών. Συγκριτικές μετρήσεις επιδόσεων ποικίλουν σε κάθε κλάδο ενώ διασυνοριακές συγκρίσεις απαιτούν περαιτέρω μέριμνα λόγω των διαφορετικών λογιστικών μεθόδων και οικονομικών συστημάτων.

2.5.2.2 Χρηματοοικονομική πολιτική

Ιδιαίτερη σημασία δίνουν οι οίκοι αξιολόγησης σε διοικητικές πρακτικές και στρατηγικές που εμπεριέχουν χρηματοοικονομικό κίνδυνο. Σε πιο προηγμένες μάλιστα επιχειρήσεις διευθυντικά στελέχη, εφαρμόζουν πολιτικές που αναγνωρίζουν τόσο τις ταμειακές ροές όσο και την αλληλεπίδραση μεταξύ επιχειρηματικού και χρηματοοικονομικού κινδύνου.

Οι πρακτικές πάντως της διοίκησης δεν θα πρέπει να αποβλέπουν αποκλειστικά και μόνο στην εξασφάλιση της καλύτερης δυνατής εκτίμησης. Για παράδειγμα, αν δεν αξιοποιούνται ευκαιρίες προκειμένου να αποφεύγεται ο χρηματοοικονομικός κίνδυνος, τότε η επιχείρηση οδηγείται σε φτωχές στρατηγικές αποφάσεις, γεγονός που δεν συνδέεται με το συμφέρον και το όφελός της.

³⁸ Standard and Poor's (2003), "Corporate ratings criteria"

2.5.2.3 Κερδοφορία

Ένας καθοριστικός παράγοντας που εξασφαλίζει πιστωτική κάλυψη, είναι η δυνατότητα για κέρδη, αφού στην περίπτωση αυτή η επιχείρηση μπορεί εσωτερικά να αυξήσει το μετοχικό της κεφάλαιο αλλά και να προσελκύσει εξωτερικές πηγές κεφαλαίου.

Ένας από τους πιο σημαντικούς δείκτες κερδοφορίας που εξετάζουν οι εξωτερικοί εκτιμητές είναι τα λειτουργικά έσοδα σαν ποσοστό των πωλήσεων. Συχνά είναι χρήσιμο να εξετάζονται όχι μόνο τα απόλυτα μεγέθη των δεικτών, αλλά να συγκρίνονται με αυτά των ανταγωνιστών, καθώς κάθε κλάδος έχει διαφορετικά χαρακτηριστικά κερδοφορίας, οπότε ένα αποτέλεσμα που θεωρείται ικανοποιητικό σε έναν κλάδο μπορεί να θεωρείται δυσμενές για τον άλλο.

2.5.2.4 Κεφαλαιακή δομή

Οι δείκτες που χρησιμοποιούν οι rating agencies για να προσδιορίσουν τον βαθμό μόχλευσης μιας επιχείρησης είναι οι εξής:

- Συνολικό χρέος.
- Συνολικό χρέος + μετοχικό κεφάλαιο
- Συνολικό χρέος + Εξωλογιστικά στοιχεία παθητικού.
- Συνολικό χρέος + Εξωλογιστικά στοιχεία παθητικού + μετοχικό κεφάλαιο
- Συνολικό χρέος.
- Συνολικό χρέος + αγοραστική αξία των μετοχών

Παραδοσιακές μέθοδοι που εστιάζουν στις μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις δεν είναι πλέον τόσο μεγάλης σημασίας καθώς οι επιχειρήσεις στρέφονται ολοένα και περισσότερο στον βραχυπρόθεσμο δανεισμό³⁹.

2.5.2.5 Ταμειακές ροές

Αν και υπάρχει μια ισχυρή σχέση μεταξύ της κατάστασης των ταμειακών ροών και της κερδοφορίας, πολλές συναλλαγές και λογιστικές καταχωρήσεις γίνεται να επηρεάσουν τη μια και όχι την άλλη. Οι οίκοι αξιολόγησης μπορούν μέσα από την

³⁹ Standard and Poor's (2003), "Corporate ratings criteria"

ανάλυση των ταμειακών ροών να αντιληφθούν την -υπαρκτή ή όχι- δυνατότητα εξυπηρέτησης ενός δανείου, κάτι που δεν είναι πάντα προφανές μέσω της μελέτης της κερδοφορίας. Κατά συνέπεια η ανάλυση των ταμειακών ροών αποτελεί τη σημαντικότερη πτυχή όλων των αποφάσεων πιστωτικής εκτίμησης.

Ορισμένοι από τους δείκτες ταμειακών ροών είναι οι εξής⁴⁰:

- Λειτουργικά έσοδα
- Συνολικό χρέος
- Λειτουργικές ταμειακές ροές + Τόκος
- Τόκος
- Λειτουργικά έσοδα
- Κεφαλαιουχικές δαπάνες
- Έξοδα κεφαλαίου
- Συντήρηση κεφαλαίου

Ωστόσο η ερμηνεία αυτών των δεικτών δεν είναι τόσο απλή, καθώς σε μερικές περιπτώσεις υψηλές τιμές υποδηλώνουν προβλήματα παρά ευρωστία. Για παράδειγμα, επιχειρήσεις μικρής ανάπτυξης γίνεται να παρουσιάσουν υψηλές ταμειακές ροές, γεγονός όμως που μπορεί να οφείλεται στις ελάχιστες ανάγκες για κεφάλαιο κίνησης και εργατικό δυναμικό. Αντιθέτως, αναπτυγμένες επιχειρήσεις παρουσιάζουν συχνά αρνητικές ταμειακές ροές λόγω της διαρκούς ανάγκης για επένδυση και ανάπτυξη.

Έτσι, όσον αφορά τις μικρές επιχειρήσεις, η πιστωτική ανάλυση των rating agencies χρειάζεται να ζυγίσει τα πλεονεκτήματα των υψηλών τιμών των ταμειακών ροών ενάντια στον κίνδυνο να μην μπορέσει να διατηρηθεί αυτή η θετική εικόνα. Αντίθετα για τις ανεπτυγμένες επιχειρήσεις πρέπει να ζυγιστεί το τρέχον πρόβλημα του ελλείμματος μετρητών έναντι της ενισχυμένης προστασίας που αναμένεται να επιφέρουν οι ταμειακές ροές που θα αποδώσει η νέα επένδυση.

⁴⁰ Standard and Poor's (2003), "Corporate ratings criteria"

2.5.2.6 Χρηματοοικονομική ευελιξία

Η αξιολόγηση όλων των προαναφερθέντων παραγόντων (κερδοφορία, κεφαλαιακή δομή, ταμειακές ροές), συνδυάζεται από τους εξωτερικούς εκτιμητές προκειμένου να καταλήξουν σε μια ολοκληρωμένη άποψη για την χρηματοοικονομική ευρωστία της επιχείρησης. Επιπλέον εξετάζονται και άλλες παράμετροι που δεν υπάγονται στις παραπάνω κατηγορίες, όπως καίρια νομικά προβλήματα, έλλειψη ασφαλιστικής κάλυψης κ.α. Τέλος, ένα ουσιώδες θέμα προς ανάλυση αποτελεί και η αξιολόγηση των επιλογών της επιχείρησης κάτω από συνθήκες πίεσης. Προς την κατεύθυνση αυτή ο πιθανός αντίκτυπος διαφόρων απρόβλεπτων εξόδων, η πρόσβαση της επιχείρησης σε κεφαλαιαγορές, συνεταιρισμοί με άλλους φορείς και η δυνατότητα πώλησης περιουσιακών στοιχείων, αποτελούν βασικές παραμέτρους χρηματοοικονομικής ευελιξίας, οι οποίες και εξετάζονται από τους οίκους αξιολόγησης.

2.5.3 Διεθνείς εκτιμήσεις

Για την ανάλυση των επιχειρήσεων σε διεθνές επίπεδο, οι οίκοι αξιολόγησης ακολουθούν την ίδια μεθοδολογία που περιγράφηκε παραπάνω. Κατά συνέπεια, αξιολογείται και πάλι ο κίνδυνος του κλάδου και η ανταγωνιστική θέση της επιχείρησης, σε συνδυασμό με το χρηματοοικονομικό προφίλ και της πολιτικής της. Αυτή η θεμελιώδης ανάλυση συμπληρώνεται και με την εκτίμηση των χρηματοοικονομικών χαρακτηριστικών μιας συγκεκριμένης χώρας ή περιοχής. Αν το τοπικό περιβάλλον επιφέρει επιπρόσθετους κινδύνους στη λειτουργία των επιχειρήσεων, τότε ενσωματώνεται και αυτό στην ανάλυση⁴¹.

Business Risk

Η ανάλυση του επιχειρηματικού κινδύνου συνεπάγεται την αξιολόγηση του οικονομικού, λειτουργικού και ανταγωνιστικού περιβάλλοντος της επιχείρησης. Όταν πρόκειται για επιχειρήσεις διαφορετικών κρατών, τότε η ανάλυση που διεξάγεται από τις rating agencies, αφορά την εκτίμηση διαφοροποιημένων σε κάθε περίπτωση γεωγραφικών και βιομηχανικών παραγόντων. Επίσης αξιολογούνται παράγοντες ζήτησης και προσφοράς, σε εθνικό και διεθνές επίπεδο, ενώ κλάδοι στους οποίους ο

⁴¹ Standard and Poor's (1997), "Sovereign Credit Ratings: A Primer", credit week, April

ανταγωνισμός αναπτύσσεται σε τοπικό επίπεδο, αντιμετωπίζονται διαφορετικά από εκείνους που εκτίθενται στις διεθνείς δυνάμεις της αγοράς (π.χ. κλάδος ενεργειακών πόρων).

Financial Risk

Στα πλαίσια της ανάλυσης του χρηματοοικονομικού κινδύνου, οι οίκοι αξιολόγησης εξετάζουν βασικές πτυχές του όπως τη διασφάλιση των κερδών, την επάρκεια των ταμειακών ροών, την ποιότητα των περιουσιακών στοιχείων, τη χρησιμοποίηση μόχλευσης και τέλος, την χρηματοοικονομική ευελιξία. Στην κατεύθυνση αυτή χρειάζεται προσοχή καθώς οι εξωτερικοί εκτιμητές καλούνται να ερμηνεύσουν και να συγκρίνουν χρηματοοικονομικά αποτελέσματα που προκύπτουν από διαφορετικές λογιστικές πρακτικές και οικονομικές μεθόδους.

2.5.4 Country Risk

Όπως αναφέραμε και παραπάνω, ένα από τα κριτήρια εκτίμησης των οίκων αξιολόγησης αποτελεί ο κίνδυνος της χώρας. Ειδικά στην περίπτωση των αναδυόμενων αγορών η παράμετρος αυτή αποκτά επιπρόσθετη σημασία.

Όταν μια χώρα αδυνατεί να καλύψει το εξωτερικό της χρέος, τότε και οι επιχειρήσεις που λειτουργούν σε αυτή, χαρακτηρίζονται από αδυναμία, ειδικά όταν επικρατούν συνθήκες οικονομικής κρίσης, πολιτικής ανησυχίας και κλυδωνισμών των τραπεζικών συστημάτων. Η ιστορία έχει αναδείξει επιχειρήσεις που έστω και κάτω από τις δυσμενείς αυτές συνθήκες έχουν κατορθώσει να ανταποκριθούν στις οικονομικές τους υποχρεώσεις, ωστόσο πρόκειται για περιπτώσεις που αποτελούν την εξαίρεση στον κανόνα.

Κατά συνέπεια οι πολλαπλοί κίνδυνοι και οι προκλήσεις που παρουσιάζονται στις αναδυόμενες αγορές συντελούν σε μια εκτίμηση των επιχειρήσεων που λειτουργούν σε αυτές, που είναι υποδεέστερη από αυτή των αντίστοιχων κυβερνήσεων-κρατών. Επομένως ο συνδυασμός των κλασσικών κινδύνων, που αντιμετωπίζουν οι εταιρείες, και των απειλών, που αναφύονται σε εθνικό επίπεδο, είναι αυτός που οδηγεί τελικά στην υποβαθμισμένη αξιολόγηση των επιχειρήσεων, συγκριτικά με αυτή των κυβερνήσεων. Ενδεικτικά μπορούμε να αναφέρουμε ότι κάποιοι παράγοντες

επιχειρησιακού κινδύνου που αξιολογούνται από τις rating agencies σε εθνικό επίπεδο είναι η μακροοικονομική αστάθεια, η πρόσβαση σε εισαγόμενες πρώτες ύλες, ο κίνδυνος συναλλάγματος, οι κυβερνητικές ρυθμίσεις καθώς και προβλήματα υποδομής, νομικά ζητήματα, εργασιακά ζητήματα κ.α. Από την άλλη πλευρά κατά την ανάλυση του χρηματοοικονομικού κινδύνου οι εξωτερικοί εκτιμητές εξετάζουν τα λογιστικά πρότυπα, πιθανούς ελέγχους τιμών, τον πληθωρισμό, κινδύνους διακύμανσης των νομισμάτων, την πρόσβαση σε κεφάλαιο κ.α.

2.5.5 Sovereign Risk

Ολοκληρώνοντας χρειάζεται να συμπληρώσουμε ότι ένας τελευταίος βασικός παράγοντας που λαμβάνουν υπόψη τους οι rating agencies κατά την αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας επιχειρήσεων και τραπεζών, είναι ο πιστωτικός κίνδυνος των κυβερνήσεων (sovereign risk). Οι ευρύτατες και πολύπλευρες δραστηριότητες και γενικά η δύναμη μιας κυβέρνησης επηρεάζει το χρηματοοικονομικό και λειτουργικό περιβάλλον των πιστωτικών ιδρυμάτων και άλλων οικονομικών οργανισμών. Και πάλι δεν σπανίζουν περιπτώσεις στις οποίες άλλοτε αξιόπιστοι οφειλέτες εμφανίζονται αργότερα να αθετούν τις υποσχέσεις τους, γεγονός όμως που πηγάζει από την ανεπάρκεια της ίδιας της κυβέρνησης στην κάλυψη των οικονομικών της βαρών.

Δυο είναι τα βασικά στοιχεία που υπόκεινται σε θεώρηση από τους οίκους αξιολόγησης⁴²:

1. Το οικονομικό, κοινωνικό και επιχειρησιακό περιβάλλον που επηρεάζει την εκτίμηση τόσο των κυβερνήσεων-κρατών, όσο και των εγκατεστημένων σε αυτό εκδοτών.
2. Οι τρόποι με τους οποίους μια κυβέρνηση μπορεί άμεσα ή έμμεσα να παρέμβει και να επηρεάσει τη δυνατότητα ενός οφειλέτη να καλύψει τις offshore υποχρεώσεις του, ακόμα και αν αυτός διαθέτει τα απαιτούμενα κονδύλια για να ανταποκριθεί στα οικονομικά του βάρη.

⁴² Standard and Poor's (1997), "Sovereign Credit Ratings: A Primer", credit week, April

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3^o: ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΩΝ RATING AGENCIES ΣΤΙΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΕΣ

3.1 Επικρίσεις για την Βασιλεία II και την λειτουργία των CRA

Προτού αναπτύξουμε το πώς επιδρούν οι οίκοι αξιολόγησης πιστωτικού κινδύνου στις σύγχρονες κεφαλαιαγορές, κρίνεται χρήσιμο να προηγηθεί μια σύντομη αναφορά στην κριτική που ασκήθηκε στην Νέα Συμφωνία της Επιτροπής Βασιλείας και ειδικότερα σε θέματα που συνδέονται άρρηκτα με την λειτουργία των rating agencies.

Πιο συγκεκριμένα, παρά την απήχηση της προτεινόμενης, από την Επιτροπή, χρησιμοποίησης εκτιμήσεων από εξωτερικούς οίκους αξιολόγησης, η Βασιλεία II συνοδεύτηκε και από αρκετά σχόλια και κριτικές που αφορούν τόσο ζητήματα τεχνικής φύσεως όσο και ευρύτερα θέματα απόδοσης και ποιότητας.

Αρχικά θα ξεκινήσουμε από τις ενστάσεις πάνω σε τεχνικά θέματα που συνόδεψαν την Νέα Συμφωνία και κατ' επέκταση το λειτουργικό πλαίσιο των οίκων αξιολόγησης. Σύμφωνα με την Νέα πρόταση και τους συμβολισμούς της S&P, στους εκτιμημένους από AAA έως AA οφειλέτες, θα αντιστοιχεί ένα βάρος κινδύνου της τάξεως του 20% (σε αντίθεση με το 100% της Βασιλείας I), γεγονός που μεταφράζεται σε κεφαλαιακή απαίτηση ύψους 1,6% ($0,2 \times 8,0\% = 1,6\%$)⁴³. Για τους οφειλέτες που ταξινομούνται από A⁺ έως B, ο συντελεστής κινδύνου παραμένει στο 100%, το ίδιο και η κεφαλαιακή απαίτηση στο 8%, ενώ για τους εκτιμημένους από B⁻ και χαμηλότερα οφειλέτες το βάρος κινδύνου ανέρχεται σε 150% και η αντίστοιχη αναλογία κεφαλαίου στο 12% ($1,5 \times 8,0 \% = 12,0\%$). Τέλος, κατά έναν παράδοξο τρόπο, στους μη αξιολογούμενους από τους εξωτερικούς εκτιμητές οφειλέτες δίνεται ένας χαμηλότερος συντελεστής κινδύνου, ύψους 100%, οπότε και η κεφαλαιακή απαίτηση ανέρχεται σε ποσοστό 8%

⁴³ Kraussl R. (2003), "A critique on the proposed use of external sovereign credit ratings in Basel II", CFS working paper No 2003/23, August

Οφειλέτης	Basel I	Basel II
AAA έως AA	8 %	1,6 %
A ⁺ έως B	8 %	8 %
Κάτω από B ⁻	8 %	12 %
Μη αξιολογημένος (unrated)	8 %	8 %

Οι σύμφωνες με την Βασιλεία I και II κεφαλαιακές απαιτήσεις για εμπορικά δάνεια.

Από το παραπάνω σχήμα παρατηρούμε ότι το ποσό του κεφαλαίου που απαιτείται για εμπορικά δάνεια, σύμφωνα με την Βασιλεία II κυμαίνεται από 1,6 % έως 12 %, ανάλογα με την πιστωτική εκτίμηση του οφειλέτη, ενώ οι σχηματιζόμενες από τους οίκους αξιολόγησης κατηγορίες οφειλετών ανέρχονται σε 3 (αν εξαιρέσουμε τους unrated).

Ωστόσο αρκετοί από τους συμμετέχοντες στην αγορά υποστηρίζουν ότι με την πρόταση της Επιτροπής, πολλά διαφορετικά είδη επιχειρήσεων εμπίπτουν στην ίδια κατηγορία, ενώ κανονικά θα έπρεπε να είχαν διαμορφωθεί περισσότερες από τρεις ομάδες οφειλετών, έτσι ώστε να αντανακλάται η ακριβής κατάταξη της πιστωτικής τους ποιότητας⁴⁴. Κατά συνέπεια αν ο στόχος του νέου θεσμικού πλαισίου είναι η βελτίωση της σχέσης μεταξύ ρυθμιστικού κεφαλαίου και πιστωτικού κινδύνου, τότε ο αριθμός των κατηγοριών της στάθμισης του κινδύνου χρειάζεται να διευρυνθεί.

Προκειμένου να εξεταστούν ευρύτερα οι τεχνικές αυτές ανεπάρκειες της Βασιλείας II έχει διεξαχθεί πλήθος ερευνών και εμπειρικών μελετών. Για παράδειγμα οι Altman και Saunders, εκτέλεσαν στο άρθρο τους, τον Ιανουάριο του 2000, ποικίλες οικονομετρικές αναλύσεις και παρέθεσαν και μια σειρά εκτιμήσεων για περισσότερο κατάλληλες κατηγοριοποιήσεις πιστωτικού κινδύνου και κεφαλαιακών απαιτήσεων⁴⁵. Συγκεκριμένα, προκειμένου να εξετάσουν την ύπαρξη ή όχι ομοιογένειας ως προς τον πιστωτικό κίνδυνο, σε κάθε επιμέρους ομάδα οφειλετών, οι Altman και Saunders εξέτασαν δεδομένα για εκδόσεις (και εκδότες) ομολόγων κατά την περίοδο 1981-

⁴⁴ Jackson H.E., "The role of Credit Rating Agencies in the establishment of capital standards for financial institutions in a global economy"

⁴⁵ Altman E.I. and A. Saunders (2000), "An analysis and critique on the BIS proposal on capital adequacy and ratings", January

2000. Στη συνέχεια εφάρμοσαν ένα πλήθος μοντέλων έτσι ώστε να υπολογίσουν απροσδόκητα ποσοστά απώλειας για ομόλογα διαφορετικών εκτιμήσεων, σε διάφορα διαστήματα εμπιστοσύνης. Τρία μοντέλα που χρησιμοποιήθηκαν αρχικά ήταν αυτά της κανονικής κατανομής, της πραγματικής και της κατανομής Poisson ενώ συμπληρωματικά πραγματοποιήθηκαν και ένα πλήθος Monte-Carlo προσομοιώσεων.

Τα αποτελέσματα της οικονομετρικής ανάλυσης των Altman και Saunders κατέδειξαν ότι πράγματι η ένταξη στην δεύτερη κατηγορία τόσο των investment grade (A και BBB) όσο και των υποδεέστερων από Investment grade (BB και B) οφειλετών, δεν συνάδει με την αντίστοιχη κατάταξη του πιστωτικού τους κινδύνου, για αυτό και σύστησαν την διαίρεση της κατηγορίας αυτής στα δύο. Παράλληλα η εφαρμογή του ίδιου συντελεστή στάθμισης (100 %) για δύο εταιρείες (BBB και BB), εκ των οποίων η δεύτερη λόγω του υψηλότερου κινδύνου εμφανίζει και κατά πολύ μεγαλύτερη πιθανότητα αθέτησης υποχρέωσης από την άλλη, αφενός μεν, όπως ήδη αναφέραμε, δεν αντανακλά τον πραγματικό πιστωτικό κίνδυνο που αναλαμβάνει το πιστωτικό ίδρυμα αλλά και αφετέρου δημιουργεί ευκαιρίες αποφυγής κεφαλαιακών απαιτήσεων (regulatory capital arbitrage). Επιπλέον οι Altman και Saunders υποστήριξαν ότι ο συντελεστής κινδύνου 20% για την πρώτη κατηγορία επενδυτικών εκτιμήσεων είναι αρκετά υψηλός, αφού σύμφωνα με τα εμπειρικά τους αποτελέσματα τόσο υψηλά εκτιμημένες επιχειρήσεις (AAA έως AA) σχεδόν ποτέ δεν αθέτησαν τις υποχρεώσεις τους στο διάστημα 1981 και 2000.

Τέλος, μια άλλη συνέπεια του νέου θεσμικού πλαισίου είναι η επιβολή χαμηλότερης κεφαλαιακής απαίτησης της τάξεως του 8 % για τους μη αξιολογημένους οφειλέτες, συγκριτικά με τους υψηλού κινδύνου οφειλέτες (κάτω από B'), των οποίων η κεφαλαιακή αναλογία ανέρχεται στο 12 %. Αν και μπορεί να υπάρξουν ιδιαίτερες περιστάσεις στις οποίες η παραπάνω διάκριση γίνεται να δικαιολογηθεί, γενικά είναι αμφίβολο το κατά πόσο είναι λογική. Ειδικότερα μπορεί να λεχθεί ότι η εν λόγω διάκριση επιβάλλει μια αδικαιολόγητη κεφαλαιακή ποινική ρίτρα για τους οφειλέτες με τις χαμηλότερες εκτιμήσεις, και ταυτόχρονα δημιουργεί κίνητρο για τους υψηλού κινδύνου δανειζόμενους να μην λάβουν πιστωτική εκτίμηση, έτσι ώστε να πετύχουν την φθηνότερη χρηματοδότησή τους. Τέτοιους είδους ενέργειες ενθαρρύνονται ακόμα περισσότερο και από την πρόσφατη εμφάνιση νέων υπηρεσιών από τους οίκους αξιολόγησης, όπως για παράδειγμα της "Rating Assessment Service" από την

Moody's, η οποία και επιτρέπει στους δανειζόμενους να αποκτούν μια εμπιστευτική πρόβλεψη της πιστωτικής τους εκτίμησης, χωρίς να είναι υποχρεωμένοι να την δημοσιεύσουν⁴⁶.

3.2 Επιδείνωση των αναταραχών στις χρηματαγορές

Στο σημείο αυτό γίνεται μια πρώτη προσπάθεια να αξιολογηθούν οι πιθανές επιπτώσεις της λειτουργίας των οίκων αξιολόγησης, στην μεταβλητότητα και το μέγεθος της χρηματοδότησης των αναπτυσσόμενων χωρών από τις εμπορικές τράπεζες.

Ένα ορθά σχεδιασμένο ρυθμιστικό σύστημα κεφαλαιακής επάρκειας πρέπει να προβλέπει αύξηση του κεφαλαίου, σε περιόδους επιχειρησιακής επέκτασης και υψηλής αποδοτικότητας των εμπορικών τραπεζών, και μείωση των κεφαλαιακών απαιτήσεων σε περιόδους οικονομικών αναταραχών.

Ωστόσο η νέα πρόταση της Επιτροπής Βασιλείας για την σύνδεση της κεφαλαιακής επάρκειας με τις εξωτερικές εκτιμήσεις των rating agencies έχει οδηγήσει πολλά πιστωτικά ιδρύματα, στο να αυξάνουν σημαντικά τις κεφαλαιακές τους κρατήσεις, όταν τα κέρδη τους ελαττώνονται, ενώ κανονικά τα αποθέματα του κεφαλαίου τους, έπρεπε να ήταν επαρκή πριν και όχι μετά τις απροσδόκητες απώλειες τους, λόγω της πτώχευσης των οφειλετών τους.

Έτσι λοιπόν, κατά τη διάρκεια κορύφωσης μιας οικονομικής ύφεσης και των εταιρικών πτωχεύσεων, όπου η απειλή μιας συστημικής κρίσης είναι μεγαλύτερη, οι κεφαλαιακές απαιτήσεις δεν θα έχουν προσεγγίσει το μέγιστο ύψος τους. Αντίθετα, οι κρατήσεις κεφαλαίου θα κορυφώνονται μετά την πάροδο της οικονομικής ύφεσης, όταν οι αυξήσεις των εταιρικών πτωχεύσεων θα έχουν ήδη πραγματοποιηθεί και η μακροοικονομική σταθεροποίηση θα απαιτεί πιστωτική επέκταση.

⁴⁶ Kraussl R. (2003), "A critique on the proposed use of external sovereign credit ratings in Basel II", CFS working paper No 2003/23, August



Ως απόρροια όλων των παραπάνω, πολλοί συμμετέχοντες στην αγορά, υποστηρίζουν ότι με το νέο θεσμικό πλαίσιο της Επιτροπής Βασιλείας υπάρχει μεγαλύτερη πιθανότητα εμφάνισης χρηματοοικονομικής κρίσης. Η έντονη ανησυχία ότι η εφαρμογή της Βασιλείας II θα προκαλέσει τριγμούς στη χρηματοδότηση των χωρών υψηλού κινδύνου, εντείνοντας έτσι την ευπάθεια τους σε χρηματοοικονομικές αναταραχές, στηρίζεται σε δύο κυρίως παράγοντες⁴⁷: Στη σχέση που παρατηρείται μεταξύ των πιστωτικών εκτιμήσεων των rating agencies και του οικονομικού κύκλου καθώς και στην συνεχή τάση για βραχυπρόθεσμο και όχι μακροπρόθεσμο δανεισμό.

3.2.1 Βραχυπρόθεσμος δανεισμός

Οι χαμηλές πιστωτικές εκτιμήσεις των rating agencies για τις αναπτυσσόμενες χώρες που αντιμετωπίζουν αναταραχές, συνεπάγονται ιδιαίτερα αυξημένες κεφαλαιακές δαπάνες, που επιδρούν άμεσα τόσο στο πιστωτικό κόστος των αναδυόμενων αγορών όσο και στην πρόσβαση τους στις διεθνείς κεφαλαιαγορές.

Η προτεινόμενη αναλογία κεφαλαιακής επάρκειας από την Βασιλεία II αποθαρρύνει τον μακροπρόθεσμο διατραπεζικό δανεισμό στις αναπτυσσόμενες οικονομίες. Για παράδειγμα οι εμπορικές τράπεζες χωρών, στις οποίες έχουν αποδοθεί πιστωτικές εκτιμήσεις χαμηλότερες από investment grade, έχουν κίνητρο μόνο για βραχυπρόθεσμο δανεισμό. Ωστόσο όπως προκύπτει από πολλές εμπειρικές έρευνες μια υψηλή αναλογία βραχυπρόθεσμου χρέους στην αλλοδαπή προς τα αποθεματικά συναλλάγματος, έχει αποδειχτεί ότι αποτελεί έναν από τους πιο ενδεικτικούς δείκτες χρηματοοικονομικών κρίσεων.

3.2.2 The pro-cyclical role of Rating Agencies

Πολλοί παρατηρητές των χρηματιστηριακών αγορών, στηριγμένοι στις εμπειρικές τους μελέτες, υποστηρίζουν ότι αν και οι εξωτερικές αξιολογήσεις πιστοληπτικής ποιότητας παρέχουν εύκολη και συγκρίσιμη εκτίμηση του πιστωτικού κινδύνου μιας επιχείρησης, ωστόσο παρουσιάζουν χρονική υστέρηση σε σχέση με τις φάσεις των οικονομικών κύκλων και κατ' επέκταση τις εξελίξεις στην αγορά.

⁴⁷ Kraussl R. (2003), "A critique on the proposed use of external sovereign credit ratings in Basel II", CFS working paper No 2003/23, August

Ειδικότερα, οι ερευνητές ανησυχούν για το ότι οι εξωτερικοί οίκοι αξιολόγησης τείνουν να βελτιώνουν τις πιστωτικές τους εκτιμήσεις σε περιόδους οικονομικής άνθισης και να τις επιδεινώνουν σε καιρούς οικονομικής δυσκαμψίας. Η πρακτική αυτή αν και ταυτίζεται με τον παραδοσιακό ρόλο των rating agencies και αντανακλά τον βαθμό επικινδυνότητας των δανειζομένων, ωστόσο, έχει ενδεχομένως μία αρνητική επίδραση, όταν ενσωματώνεται στις κεφαλαιακές απαιτήσεις των εμπορικών τραπέζων. Και αυτό γιατί επιτρέπει στις τράπεζες να μειώνουν τις κεφαλαιακές τους απαιτήσεις σε περιόδους οικονομικής ευφορίας, ενώ απαιτεί αύξηση των κεφαλαιακών απαιτήσεων, όταν παρατηρούνται οικονομικές διαταραχές. Μία τέτοιου είδους προσέγγιση όμως, έρχεται σε πλήρη αντίθεση με αυτή που θεωρούν οι οικονομολόγοι ως ιδανική για τα κεφαλαιακά πρότυπα.

Η διαμόρφωση των κεφαλαιακών απαιτήσεων βάσει των εξωτερικών αξιολογήσεων πιστωτικού κινδύνου, μπορεί να προκαλέσει κατά την διάρκεια χρηματοοικονομικών αναταραχών, μία αρκετά μεγάλη συμπίεση της ρευστότητας. Η υποβάθμιση της πιστωτικής εκτίμησης για μία κυβέρνηση-χώρα θα ανάγκαζε τις εμπορικές τράπεζες να διευρύνουν τις κρατήσεις του κεφαλαίου τους και αυτό λόγω της έκθεσης τους στην «επικίνδυνη πιστοληπτικά» κυβέρνηση. Έτσι λοιπόν, η αποκλειστική στήριξη στις πιστωτικές εκτιμήσεις των εξωτερικών οίκων αξιολόγησης θα καθιστούσε ορατή την εμφάνιση συστημικού κινδύνου συμβάλλοντας στην περαιτέρω αστάθεια του διεθνούς χρηματοοικονομικού συστήματος.

3.2.2.1 Εμπειρικές έρευνες

Πλήθος εμπειρικών ερευνών έχει διεξαχθεί προκειμένου να διαπιστωθεί κατά πόσο οι πιστωτικές εκτιμήσεις για τις επιχειρήσεις είναι ανεξάρτητες ή όχι από τις διάφορες φάσεις του οικονομικού κύκλου. Για παράδειγμα οι Jeffery.D Amato και Craig Furfine εξέτασαν τον ρόλο που διαδραματίζουν στον καθορισμό των πιστωτικών εκτιμήσεων, τόσο ο επιχειρηματικός και χρηματοοικονομικός κίνδυνος, όσο και οι μακροοικονομικές συνθήκες. Για την ανάλυση τους αυτή χρειάστηκαν τριάντα ειδών δεδομένα. Πρώτον και όσον αφορά τις εκτιμήσεις οι Amato και Furfine⁴⁸,

⁴⁸ Amato J.D. and C.H. Furfine (2003), "Are credit ratings procyclical?", Monetary and Economic Department, Bis working papers No 129, February



συμπεριέλαβαν στο δείγμα τους αμερικάνικες εταιρείες, τόσο πιστοληπτικής ποιότητας (investment grade) όσο και υψηλού κινδύνου (speculative grade), που εκτιμήθηκαν από τον οίκο S&P κατά την περίοδο 1981-2001. Δεύτερον και σχετικά με την μέτρηση του επιχειρησιακού και χρηματοοικονομικού κινδύνου, η έρευνα εστιάστηκε σε μία σειρά μεταβλητών. Όσον αφορά τον υπολογισμό του business risk οι μεταβλητές που χρησιμοποιήθηκαν είχαν να κάνουν με το μέγεθος (size) των εταιρειών, τον συστημικό (beta) και τον μη-συστημικό (idiosyncratic) τους κίνδυνο. Από την άλλη, οι παράγοντες που εξετάστηκαν στην ανάλυση του financial risk ήταν η κερδοφορία, η σταθερή κάλυψη των δαπανών, οι ταμειακές ροές και η κεφαλαιακή δομή. Σκοπός της μελέτης των Amatto και Furfine, ήταν ανεξάρτητα από τις παραπάνω μεταβλητές που προσδιορίζουν τον κίνδυνο των εταιρειών, να ελένξουν κατά πόσο οι εκτιμήσεις από τους οίκους αξιολόγησης επηρεάζονται από κυκλικούς παράγοντες. Έτσι, για τον προσδιορισμό του επιχειρησιακού κύκλου, χρησιμοποιήθηκαν δύο τύποι δεικτών. Ο πρώτος ήταν ένας δείκτης ύφεσης και οικονομικής επέκτασης και ο δεύτερος ένας δείκτης της κατάστασης της οικονομίας. Κατόπιν οι ερευνητές εφάρμοσαν ένα οικονομετρικό μοντέλο, προκειμένου να προβλέψουν την πιστωτική εκτίμηση για μία εταιρεία βάσει των οικονομικών, επιχειρησιακών και μακροοικονομικών χαρακτηριστικών και κατέληξαν στα ακόλουθα συμπεράσματα.

Τις περισσότερες φορές οι πιστωτικές εκτιμήσεις δεν υπόκεινται σε αλλαγές. Οι οίκοι αξιολόγησης ελέγχουν σε μικρότερο ή μεγαλύτερο βαθμό τις ιδιαίτερες συνθήκες κάθε επιχείρησης και γενικά δεν αντιδρούν σε μικρές μεταβολές της επικινδυνότητάς τους. Ωστόσο, όταν οι εξωτερικοί εκτιμητές προβαίνουν σε αλλαγές, τότε πράγματι ανάλογα με τις παρούσες συνθήκες μπορεί να αντιδράσουν έντονα και η φύση αυτής της συμπεριφοράς συνδέεται στενά με την κατάσταση της συνολικής οικονομίας. Κάτι τέτοιο μπορεί να είναι αποτέλεσμα μιας υπερβάλλουσας αισιοδοξίας ή απαισιοδοξίας από την πλευρά των οίκων αξιολόγησης σε καιρούς οικονομικής ανάκαμψης ή πτώσης, αντίστοιχα. Όμως, κάτω απ' αυτές τις συνθήκες και ανεξάρτητα από τις ποσοτικές μετρήσεις του χρηματοοικονομικού και επιχειρηματικού κινδύνου, οι rating agencies χρειάζεται να επανεξετάζουν τις εκτιμήσεις τους για την πιστοληπτική ποιότητα των επιχειρήσεων. Ταυτόχρονα, κρίνεται απαραίτητη επιπλέον προσπάθεια, ώστε να διαχωρίζονται κατά την διαμόρφωση των πιστωτικών εκτιμήσεων οι σύνθετες αλληλεπιδράσεις μεταξύ α) της

ανεξάρτητης αξιολόγησης του πιστωτικού κινδύνου από την αγορά, β) των πραγματικών κινδύνων που αντιμετωπίζουν οι επιχειρήσεις και γ) των ευρύτερων μακροοικονομικών συνθηκών.

Σε αντίστοιχα συμπεράσματα για την σύνδεση των πιστωτικών εκτιμήσεων με τις φάσεις του οικονομικού κύκλου, κατέληξαν οι Altman και Saunders⁴⁹. Πιο συγκεκριμένα, χρησιμοποιώντας δεδομένα για εκτιμήσεις ομολόγων, πτωχεύσεις και ποσοστά ζημιών, συμπέραναν ότι οι εκτιμήσεις των rating agencies παρουσιάζουν χρονική υστέρηση με άμεση συνέπεια την ασύγχρονη μεταβολή των κεφαλαιακών απαιτήσεων των πιστωτικών ιδρυμάτων με τις φάσεις του οικονομικού κύκλου, συντείνοντας με αυτό τον τρόπο στην περαιτέρω διεύρυνση της χρηματοοικονομικής αστάθειας.

3.3 Άνισες συνθήκες ανταγωνισμού – Αναδυόμενες αγορές

Μία ακόμα αρνητική απόχρωση της νέας πρότασης της Επιτροπής Βασιλείας, αποτελεί η δυνατότητα επιλογής από τις εποπτικές αρχές της μεθόδου υπολογισμού κεφαλαιακών απαιτήσεων έναντι του διατραπεζικού πιστωτικού κινδύνου, η οποία είναι πιθανόν να δημιουργήσει άνισες συνθήκες ανταγωνισμού μεταξύ των πιστωτικών ιδρυμάτων διεθνώς. Πιο αναλυτικά, η σύνδεση των συντελεστών στάθμισης των απαιτήσεων για τις εμπορικές τράπεζες, με τους αντίστοιχους των απαιτήσεων για τις χώρες προέλευσης, όχι μόνο δεν λαμβάνει υπόψη την διαφοροποίηση της πιστοληπτικής ποιότητας μεταξύ των πιστωτικών ιδρυμάτων που εδρεύουν στην ίδια χώρα, αλλά ταυτόχρονα, είναι πιθανόν να ενισχύσει συστηματικούς κινδύνους σε περιόδους χρηματοοικονομικών εντάσεων, στις χώρες χαμηλού εισοδήματος.

Σύμφωνα με πολλές μελέτες, οι αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας των πιστωτικών ιδρυμάτων και των επιχειρήσεων, εξαρτώνται από τις αντίστοιχες των χωρών προέλευσης τόσο στις πλουσιότερες όσο και στις φτωχότερες χώρες. Ωστόσο, οι εκτιμήσεις πιστωτικού κινδύνου τραπεζών και εταιρειών στις φτωχότερες χώρες,

⁴⁹ Altman E.I. and A. Saunders (2000), “An analysis and critique on the BIS proposal on capital adequacy and ratings”, January



παρουσιάζουν περισσότερο έντονη και ασύμμετρη ευαισθησία στις μεταβολές της πιστοληπτικής ικανότητας της χώρας προέλευσης, συγκριτικά με την αντίστοιχη ευαισθησία των πλουσιότερων χωρών. Η ευαισθησία τους μάλιστα αυτή, είναι μεγαλύτερη σε περίπτωση υποβάθμισης της πιστοληπτικής ικανότητας του κράτους-κυβέρνησης σε σχέση με την αναβάθμιση. Επομένως μια επιδείνωση του πιστωτικού κινδύνου της χώρας προέλευσης, επιβαρύνει τις διατραπεζικές κεφαλαιακές απαιτήσεις των εμπορικών τραπεζών των χωρών χαμηλού εισοδήματος, δυσκολεύει την πρόσβαση τους σε άλλες κεφαλαιαγορές και ταυτόχρονα αυξάνει το κόστος δανεισμού προς τον ιδιωτικό τομέα των χωρών αυτών. Εν κατακλείδι, μια τέτοια εξέλιξη θα ενίσχυε την ένταση μιας χρηματοοικονομικής κρίσης και θα διεύρυνε την εμβέλεια της⁵⁰.

Την επίδραση της Βασιλείας II και της λειτουργίας των rating agencies στις λιγότερο αναπτυγμένες χώρες εξέτασαν και οι Ferri, Liu και Stiglitz στο αντίστοιχο άρθρο τους το έτος 1999⁵¹. Μία αρχική διαπίστωση του Ferri ήταν ότι ο αριθμός των εκτιμημένων χωρών έχει αυξηθεί κατά πολύ τις τελευταίες δεκαετίες, λόγω της παγκοσμιοποίησης των χρηματαγορών. Επιπλέον, η προοδευτική αυτή αύξηση των εκτιμήσεων, φαίνεται να συνδέεται στενά με το επίπεδο και τον ρυθμό οικονομικής ανάπτυξης. Έτσι λοιπόν στο άρθρο αποδεικνύεται ότι ο συνολικός αριθμός των εκτιμημένων επιχειρήσεων, μειώνεται αισθητά στην περίπτωση των χωρών χαμηλού εισοδήματος και η μείωση αυτή είναι ακόμα πιο απότομη όταν πρόκειται για εκτιμήσεις του ιδιωτικού τομέα και όχι των χρηματοπιστωτικών οργανισμών. Ένα ακόμα ζήτημα που εξετάζεται στο άρθρο είναι κατά πόσο οι εκτιμήσεις για τις επιχειρήσεις συνδέονται με τις αντίστοιχες εκτιμήσεις των χωρών προέλευσης και ποιος είναι ο ρόλος που διαδραματίζει σε αυτή την σχέση το επίπεδο του εισοδήματος. Όπως ήδη προαναφέραμε η σχέση των εκτιμήσεων μεταξύ επιχειρήσεων και κυβερνήσεων-κρατών, είναι σχεδόν ανύπαρκτη όταν εξετάζονται οι G-10 χώρες, ενώ για τις χώρες χαμηλού εισοδήματος οι αξιολογήσεις των χωρών προέλευσης συνδέονται άρρηκτα με τις αντίστοιχες του ιδιωτικού τομέα. Αν μάλιστα λάβουμε υπόψη μας ότι οι πιστωτικές εκτιμήσεις για τις κυβερνήσεις-κράτη

⁵⁰ Προβόπουλος Γ. και Γκόρτσος Χ. (2004), “Το νέο ευρωπαϊκό χρηματοοικονομικό περιβάλλον. Τάσεις και προοπτικές”, Ένωση Ελληνικών Τραπεζών, Αθήνα, Ιανουάριος

⁵¹ Ferri G., L. Liu, and G. Magnoni, “How the proposed Basel guidelines on rating agency assessments would affect developing countries”, World Bank, University of Bari (Italy)

παρουσιάζουν χρονική υστέρηση με τις φάσεις του οικονομικού κύκλου, τότε αυτό συνεπάγεται μια ακόμα μεγαλύτερη επιβάρυνση στο κόστος κεφαλαίου του ιδιωτικού τομέα.

3.3.1 Οικονομετρική ανάλυση

Προκειμένου να αποδειχτούν και εμπειρικά τα παραπάνω συμπεράσματα, ο Ferri χρησιμοποίησε ένα error correction model έτσι ώστε να εξετάσει τόσο την βραχυπρόθεσμη όσο και την μακροπρόθεσμη σχέση μεταξύ των εκτιμήσεων των χωρών προέλευσης και των επιχειρήσεων που εδρεύουν σε αυτές. Το μοντέλο είχε την μορφή $\Delta \text{Rating}_{i,t} = \alpha + \beta \Delta \text{SovRating}_{i,t} + \gamma \text{Rating}_{i,t-1} + \delta \text{SovRating}_{i,t-1} + \text{Dummies} + e_{i,t}$ όπου η μεταβλητή Rating αντιπροσωπεύει την εκτίμηση της επιχείρησης i σε χρόνο t, ενώ η μεταβλητή SovRating αντιπροσωπεύει την εκτίμηση της χώρας στην οποία εδρεύει η επιχείρηση i, σε χρόνο t. Το Δ υποδηλώνει αλλαγές στις μεταβλητές ενώ η χρήση ψευδομεταβλητών (dummies) γίνεται για να ερευνηθεί η επίδραση που ασκεί στις μεμονωμένες επιχειρήσεις, τόσο μια βελτίωση όσο και μια υποβάθμιση της εκτίμησης της αντίστοιχης χώρας προέλευσης. Επίσης στην οικονομετρική του ανάλυση, ο Ferri ξεχώρισε τις επιχειρήσεις από τα πιστωτικά ιδρύματα και εξέτασε τις εκτιμήσεις τους για την περίοδο 1990-1999. Τέλος διχοτόμησε τις αξιολογήσεις πιστωτικού κινδύνου τόσο σε θετικές (upgradings) όσο και σε αρνητικές (downgradings).

Πράγματι τα οικονομετρικά αποτελέσματα έδειξαν ότι στις αναπτυγμένες χώρες οι αξιολογήσεις μόνο των πιστωτικών ιδρυμάτων συνδέονται με τις αντίστοιχες των κυβερνήσεων και μάλιστα σε μικρό βαθμό. Αντίθετα, στα αναπτυσσόμενα κράτη οι εκτιμήσεις και των τραπεζών και των επιχειρήσεων, συσχετίζονται στενά με τις πιστωτικές εκτιμήσεις των χωρών προέλευσης. Ειδικότερα, μια υποβάθμιση της πιστοληπτικής ικανότητας της χώρας προέλευσης θα είχε μεγαλύτερο αντίκτυπο απ' ότι μία αναβάθμιση και θα ενίσχυε τις κεφαλαιακές απαιτήσεις για τις αναδυόμενες χώρες. Ακόμα όμως και στην περίπτωση αναβάθμισης της δανειοληπτικής ικανότητας και ενώ θα μειώνονταν οι κεφαλαιακές κρατήσεις των υγιών πιστωτικών ιδρυμάτων στις αναπτυγμένες οικονομίες, οι αντίστοιχες υγιείς εμπορικές τράπεζες των αναπτυσσόμενων χωρών δεν θα καρπώνονταν ισοδύναμα οφέλη.

Επίσης είναι φανερό ότι η μη διαφοροποίηση του πιστωτικού κινδύνου μεταξύ των εμπορικών τραπεζών που εδρεύουν στην ίδια χώρα, είναι πιθανόν να δημιουργήσει προβλήματα και σε επίπεδο διοίκησης-λήψης αποφάσεων⁵². Εφόσον οι κεφαλαιακές απαιτήσεις για τα πιστωτικά ιδρύματα θα συνδέονται άμεσα με την εκτίμηση πιστοληπτικής ποιότητας της χώρας προέλευσης και θα καθορίζονται βάσει των μακροοικονομικών εξελίξεων σε αυτή, δεν θα υπάρχει κίνητρο σε μικροοικονομικό επίπεδο για ανάπτυξη αποτελεσματικών διοικητικών πρακτικών και τεχνικών μείωσης του πιστωτικού κινδύνου. Συνεπακόλουθα αυτή η εξασθένιση της οργανωτικής ικανότητας του ιδιωτικού τομέα στις αναδυόμενες αγορές πιθανό να έχει μακράς διάρκειας καταστρεπτικές συνέπειες, για την ανάκαμψη αυτών των οικονομιών.

3.4 Επίδραση των Sovereign Credit Ratings στις αναδυόμενες αγορές

3.4.1 Sovereign Credit Ratings

Τα τελευταία χρόνια παρατηρείται ολοένα και μεγαλύτερη αύξηση στην ζήτηση για sovereign credit ratings, δηλαδή για εκτιμήσεις πιστωτικού κινδύνου που ορίζονται από τους οίκους αξιολόγησης και που σχετίζονται με τις υποχρεώσεις των κεντρικών κυβερνήσεων. Οι sovereign credit ratings λόγω της επίδρασης τους στη μείωση της αβεβαιότητας των επενδυτών για τις εκθέσεις κινδύνου, έχουν καταστήσει δυνατή την πρόσβαση στις διεθνείς κεφαλαιαγορές σε πολλές κυβερνήσεις, ακόμα και αν πρόκειται για χώρες που στο παρελθόν είχαν χαρακτηριστεί από έλλειψη πιστοληπτικής ποιότητας⁵³. Ειδικότερα, οι οίκοι αξιολόγησης μεταφράζουν τις sovereign credit ratings, ως ενδείξεις της πιθανότητας να μην είναι πρόθυμη ή ικανή μια κυβέρνηση να καλύψει τις χρηματοοικονομικές της υποχρεώσεις. Διαιρούν μάλιστα την ανάλυση του sovereign risk σε δυο τμήματα και συγκεκριμένα στον οικονομικό και πολιτικό κίνδυνο. Ο πρώτος σχετίζεται με την ικανότητα μιας κυβέρνησης να ξεπληρώσει τις υποχρεώσεις της εγκαίρως και είναι συνάρτηση τόσο ποσοτικών όσο και ποιοτικών παραμέτρων, ενώ ο πολιτικός κίνδυνος σχετίζεται με

⁵² Προβόπουλος Γ. και Γκόρτσος Χ. (2004), “Το νέο ευρωπαϊκό χρηματοοικονομικό περιβάλλον. Τάσεις και προοπτικές.”, Ένωση Ελληνικών Τραπεζών, Αθήνα, Ιανουάριος

⁵³ Kraussl R.(2003), ‘Do changes in sovereign credit ratings contribute to financial contagion in emerging market crises?”, CFS working paper No 2003/22, August



την προθυμία της κυβέρνησης στο να ξεπληρώσει το ανεξόφλητο χρέος της. Για παράδειγμα σύμφωνα με τον οίκο S&P, οι παράγοντες που προσδιορίζουν συνολικά το sovereign credit risk είναι ο πολιτικός κίνδυνος, το εισόδημα και η δομή της οικονομίας, οι προοπτικές ανάπτυξης, η φορολογική ευελιξία, το δημόσιο χρέος, η σταθερότητα των τιμών, το ισοζύγιο πληρωμών, το εξωτερικό χρέος και τέλος η ρευστότητα.

3.4.2 Ο ρόλος των οίκων αξιολόγησης στη μετάδοση πληροφόρησης

Σχετικά με την αξία των οίκων αξιολόγησης από πλευράς πληροφόρησης, διατυπώνονται δύο διαφορετικές απόψεις. Σύμφωνα με την πρώτη, οι εξωτερικοί εκτιμητές έχουν πρόσβαση μόνο στις δημόσια διαθέσιμες πληροφορίες και γενικά παρουσιάζουν χρονική υστέρηση κατά την επεξεργασία του πληροφοριακού υλικού. Πιο αναλυτικά, η συχνότητα με την οποία οι rating agencies επιθεωρούν τις εκτιμημένες επιχειρήσεις και τις χώρες προέλευσης είναι αρκετά χαμηλή για να αναπαράγουν τις ήδη δημόσια διαθέσιμες πληροφορίες. Επομένως, σύμφωνα με αυτή την επιχειρηματολογία πιθανές αλλαγές στις πιστωτικές εκτιμήσεις, δεν θα επηρεάσουν τις τιμές της αγοράς, αν οι αγορές είναι αποτελεσματικές στην ημι-ισχυρή τους μορφή.

Από την άλλη, δεν είναι λίγοι αυτοί που υποστηρίζουν ότι οι οίκοι αξιολόγησης είναι αυθεντίες στο να συλλέγουν και να επεξεργάζονται στοιχεία και τελικά στο να παρέχουν πληροφορίες για την πιστοληπτική ικανότητα των δανειζομένων, που δεν υπήρχαν από πριν στις χρηματαγορές. Στην περίπτωση αυτή η ανακοίνωση μιας αρνητικής πιστωτικής εκτιμήσης μπορεί να οδηγήσει τους θεσμικούς επενδυτές στο να επαναπροσδιορίσουν το χαρτοφυλάκιο τους. Επιπρόσθετα, νέες πληροφορίες μπορεί να προκύψουν και από αλλαγές σε πιστωτικές εκτιμήσεις αναφορικά με την δανειοληπτική αξιοπιστία κεντρικών κυβερνήσεων, κάτι που στην συνέχεια μπορεί να προκαλέσει κλίμα χρηματοοικονομικής ευφορίας ή επιδείνωσης. Τέτοιες μάλιστα επιδράσεις εκτιμήσεων είναι περισσότερο έντονες στις αναδυόμενες αγορές, που μαστίζονται από προβλήματα διαφάνειας και ασύμμετρης πληροφόρησης⁵⁴.

⁵⁴ Kraussl R.(2003), “Do changes in sovereign credit ratings contribute to financial contagion in emerging market crises?”, CFS working paper No 2003/22, August

3.4.3 Οικονομετρική ανάλυση

Προκειμένου τελικά να διαπιστωθεί κατά πόσο οι αξιολογήσεις των rating agencies αποτελούν πράγματι πηγή νέων πληροφοριών, έχουν διεξαχθεί κατά καιρούς ποικίλες έρευνες. Μία τέτοια μελέτη παρατίθεται παρακάτω και αφορά την οικονομετρική ανάλυση του Kraussl, όπως την παρουσιάζει στο άρθρο του τον Αύγουστο του 2003. Έτσι λοιπόν στη συνέχεια εξετάζεται κατά πόσο μια αλλαγή στις sovereign credit ratings, παρέχει επιπρόσθετη πληροφόρηση στους συμμετέχοντες της αγοράς ή αν οι χρηματοοικονομικές μεταβλητές της αγοράς, εξακολουθούν να παραμένουν ανεπηρέαστες.

Σε αντίθεση με άλλους ερευνητές, ο Kraussl⁵⁵ θέλοντας να διαλευκάνει την επίδραση που ασκούν οι rating agencies στις αναπτυσσόμενες οικονομίες σε περιόδους χρηματοοικονομικής κρίσης, δεν χρησιμοποιεί spreads ομολόγων, αλλά καθορίζει έναν δείκτη πίεσης στην αγορά (index of speculative market pressure). Όπως έχει αποδειχτεί, όταν οι αναδυόμενες οικονομίες πλήττονται από αναταραχές, επηρεάζονται συγχρόνως όλες οι εγχώριες χρηματαγορές. Το νόμισμα τους αποδυναμώνεται, τα επιτόκια αυξάνονται και οι χρηματιστηριακοί δείκτες ολισθαίνουν. Ως εκ τούτου ο δείκτης πίεσης της αγοράς καθορίζεται ως ο σταθμισμένος μέσος όρος των αλλαγών που παρατηρούνται σε ημερήσια βάση στην συναλλαγματική ισοτιμία, τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια και τον δείκτη χρηματιστηρίου. Ο δείκτης λοιπόν που προκύπτει για κάθε χώρα i , σε χρόνο t , έχει την μορφή $SMP = \alpha_1 e_{it} + \alpha_2 r_{it} + \alpha_3 s_{it}$, όπου οι παράμετροι e_{it}, r_{it} , και s_{it} αντιπροσωπεύουν τις πρώτες διαφορές στην συναλλαγματική ισοτιμία, το βραχυπρόθεσμό επιτόκιο και τον χρηματιστηριακό δείκτη αντίστοιχα. Στη συνέχεια ο Kraussl για να εντοπίσει τις επιπτώσεις που λαβαίνουν χώρα, μετά τις εκτιμήσεις των οίκων αξιολόγησης διενήργησε μια σειρά από event studies, η μεθοδολογία των οποίων στηρίζεται στην σύνδεση των sovereign rating agencies με τις ακανόνιστες μεταβολές του δείκτη. Πιο αναλυτικά καθόρισε ένα event window μεταξύ των ημερών 0 και 1, ως το διάστημα στο οποίο ανακοινώνεται η εκτίμηση από τις rating agencies και στη συνέχεια

⁵⁵ Kraussl R.(2003), "Do changes in sovereign credit ratings contribute to financial contagion in emerging market crises?", CFS working paper No 2003/22, August

εξέτασε τις εκάστοτε επιδράσεις της στις αναδυόμενες αγορές 10 μέρες πριν και 10 μέρες μετά από την ανακοίνωση.

Τέλος στο άρθρο του περιλαμβάνονται και panel regressions όπου ερευνούνται οι αντιδράσεις του δείκτη τόσο σε μεταβολές αμερικανικών βραχυπρόθεσμων επιτοκίων, όσο και σε επικείμενες αλλαγές των αξιολογήσεων για κυβερνήσεις, που είναι γνωστές ως credit-watch και rating outlooks. Η περίοδος που εξετάζεται αφορά το διάστημα από τον Γενάρη του 1997 ως τον Δεκέμβρη του 2000, οπότε και περιλαμβάνει τις χρηματοοικονομικές αναταραχές στα μέσα της δεκαετίας του '90. Τέλος οι εκτιμήσεις που χρησιμοποιούνται προέρχονται από τους οίκους S&P και Moody's.

Τα αποτελέσματα της εμπειρικής μελέτης του Krauss, δείχνουν ότι οι οίκοι αξιολόγησης πιστωτικού κινδύνου ασκούν σημαντική επίδραση στην χρηματοδότηση των αναδυόμενων αγορών. Αρνητικές εκτιμήσεις για την πιστοληπτική ικανότητα κυβερνήσεων-χωρών, ενισχύουν τον δείκτη πίεσης της αγοράς και επηρεάζουν δριμύτερα τις αναπτυσσόμενες οικονομίες συγκριτικά με τις ευνοϊκές αξιολογήσεις. Αντίστοιχη επιρροή ασκούν και οι επικείμενες θετικές ή αρνητικές αλλαγές των αξιολογήσεων των credit ratings, όπως είναι οι λίστες credit-watch και rating-outlooks.

Ένα άλλο σημαντικό συμπέρασμα που εξάγεται από την οικονομετρική ανάλυση είναι ότι οι υψηλού κινδύνου αναδυόμενες αγορές είναι ακόμα πιο ευπαθείς στις μεταβολές των επιτοκίων. Τέλος για ακόμα μια φορά αποδεικνύεται και μέσα από το άρθρο του Kraussl, ότι οι οίκοι αξιολόγησης ενισχύουν την παρουσίαση φαινομένων οικονομικού κύκλου στην χρηματοδότηση των αναπτυσσόμενων οικονομιών. Πιο συγκεκριμένα, οι κινήσεις του δείκτη πίεσης στην αγορά κατά την περίοδο πριν από την ανακοίνωση της τελικής εκτίμησης, δείχνουν ότι οι οίκοι αξιολόγησης αποφασίζουν να υποβαθμίσουν μια κυβέρνηση, όταν οι τιμές του δείκτη αυξάνονται, διαιωνίζοντας με τον τρόπο αυτό τις χρηματοοικονομικές αναταραχές.

3.5 Οι μεταδοτικές επιδράσεις των πιστωτικών εκτιμήσεων (Contagious Rating Effect)

Ένα άλλο θέμα που διερεύνησε επίσης ο Kraussl είναι κατά πόσο προσαρμογές στις πιστωτικές εκτιμήσεις για την κυβέρνηση μιας χώρας, έχουν αντίκτυπο και στις χρηματαγορές γειτονικών χωρών. Αναλυτικότερα εξέτασε κατά πόσο η υποβάθμιση της πιστοληπτικής ικανότητας μιας αναπτυσσόμενης οικονομίας, συνδέεται με την εμφάνιση χρηματοοικονομικής κρίσης σε μία άλλη χώρα κατά την ίδια χρονική στιγμή.

Υπάρχουν διάφοροι μηχανισμοί, μέσω των οποίων μια χρηματοοικονομική κρίση είναι δυνατόν να διαδοθεί και σε άλλες χώρες. Πρώτον, πολλές οικονομίες γίνεται να επηρεαστούν ταυτόχρονα και ισοδύναμα από κάποιο γεγονός, όπως για παράδειγμα από μία απότομη μεταβολή στα διεθνή επιτόκια. Δεύτερο μηχανισμό μετάδοσης οικονομικών εντάσεων, αποτελεί και η ανάπτυξη εμπορικών σχέσεων, καθώς μία υποτίμηση νομίσματος σε μία χώρα, γίνεται να αποδυναμώσει χρηματοοικονομικά άλλα κράτη, μειώνοντας την ανταγωνιστικότητα των εξαγωγών τους. Τρίτον χρηματοοικονομικές αλληλεξαρτήσεις γίνεται επίσης να μεταδώσουν κρίσεις, αφού οικονομικές αστάθειες σε ένα κράτος ίσως να οδηγήσουν τους θεσμικούς επενδυτές στο να αποσύρουν τα δάνεια τους από άλλες χώρες. Τέλος, η χρηματοοικονομική ένταση μιας οικονομίας ενδέχεται να επιδεινώσει την αντίληψη των επενδυτών σχετικά με τις οικονομικές συνθήκες και τις προοπτικές άλλων χωρών που έχουν παρόμοια χαρακτηριστικά. Αυτός μάλιστα ο τελευταίος μηχανισμός μετάδοσης χρηματοοικονομικών αναταραχών θα αποτελέσει και τον πυρήνα της εμπειρικής ανάλυσης του Kraussl⁵⁶.

3.5.1 Εμπειρική μελέτη

Για ακόμα μία φορά ο Kraussl, θέλοντας να εξετάσει τον αντίκτυπο που έχουν οι πιστωτικές εκτιμήσεις μιας χώρας σε άλλα γειτονικά κράτη, χρησιμοποιεί έναν δείκτη πίεσης στην αγορά (index of speculative market pressure) που όπως προαναφέραμε καθορίζεται ως ο σταθμισμένος μέσος όρος των ημερήσιων μεταβολών στη

⁵⁶ Kraussl R. (2003), "Do Credit Rating Agencies add to the dynamics of Emerging Market Crises?", CFS working paper No 2003/18, August

συναλλαγματική ισοτιμία, το βραχυπρόθεσμο επιτόκιο και τον δείκτη χρηματιστηρίου. Υψηλές τιμές του δείκτη υποδηλώνουν την άσκηση εντονότερης πίεσης στις εκάστοτε χρηματαγορές, γεγονός που αντανακλάται και στις αντίστοιχες μεγάλες τιμές των τριών παραπάνω παραμέτρων. Αν μάλιστα υποθέσουμε ότι οι πιστωτικές εκτιμήσεις των rating agencies μεταφέρουν νέες πληροφορίες στους συμμετέχοντες στην αγορά, τότε η ανακοίνωση μιας αρνητικής αξιολόγησης θα ενίσχυε τις τιμές του δείκτη, ενώ αντίθετα μια θετική εκτίμηση θα τις μείωνε.

Κατόπιν, για να μελετηθεί ο βαθμός στον οποίον οι ενέργειες των οίκων αξιολόγησης στη χώρα j έχουν αντίκτυπο και σε άλλες χώρες i , ο Kraussl διενεργεί και πάλι event studies. Προκειμένου να απομονώσει την επίδραση κάθε μεμονωμένης εκτίμησης, διακρίνει ένα event window μεταξύ των μερών 0 και 1, που αντιπροσωπεύει την περίοδο που ανακοινώνεται η εκτίμηση και στην συνέχεια ερευνά τα αποτελέσματα της αξιολόγησης 10 μέρες πριν και 10 μέρες μετά το event window.

Τέλος, με την χρήση ανάλυσης παλινδρόμησης υπολογίζεται η μεταβολή του δείκτη της αναπτυσσόμενης οικονομίας i , λόγω των αλλαγών των sovereign credit ratings στην αναδυόμενη χώρα j , ενώ ταυτόχρονα ερευνάται και η επίδραση που ασκεί στις αναπτυσσόμενες χώρες, μια αλλαγή στο βραχυπρόθεσμο επιτόκιο των ΗΠΑ. Το μοντέλο που χρησιμοποιείται έχει την μορφή:

$$\Delta SMP_{it} = \alpha + \beta \Delta SMP_{it-1} + \gamma^i \Delta R_{it} + \gamma^j \Delta R_{jt} + \delta \Delta r_t^{us} + e_{it}.$$

Οι δείκτες i, j και t αντιστοιχούν στην εγχώρια αγορά, στην ξένη και στην χρονική περίοδο. Οι μεταβλητές ΔR_{it}^i και ΔR_{jt}^j αντιπροσωπεύουν τις εκτιμήσεις για την πιστοληπτική ποιότητα της κυβέρνησης των χωρών i και j αντίστοιχα, ενώ η μεταβλητή ΔR_t^{us} αντιπροσωπεύει την μεταβολή στο βραχυπρόθεσμο επιτόκιο των ΗΠΑ.

Ο Kraussl, στηριγμένος ότι οι μηχανισμοί μετάδοσης χρηματοοικονομικών κρίσεων εμφανίζονται να έχουν τοπικό χαρακτήρα, θεώρησε χρήσιμο να ελέγξει κατά πόσο κάτι τέτοιο ισχύει και για την περίπτωση των sovereign credit ratings. Αυτή την φορά το μοντέλο που χρησιμοποίησε στην ανάλυση παλινδρόμησης είχε την μορφή:

$$\Delta SMP_{it} = \alpha + \beta \Delta SMP_{it-1} + \gamma^i \Delta R_{it} + \gamma^{nr} \Delta R_{nrt} + \delta \Delta R_t^{us} + e_{it},$$



όπου η μεταβλητή ΔR_{π} αντιστοιχούσε σε μία αναδυόμενη αγορά που ανήκε στην ίδια γεωγραφική περιοχή με την χώρα i, ενώ η μεταβλητή $\Delta R_{n\pi}$ αντιπροσώπευε μη γειτονικές αναπτυσσόμενες χώρες. Τα δεδομένα της οικονομετρικής ανάλυσης περιλάμβαναν εκτιμήσεις των οίκων S&P και Moody's για την περίοδο μεταξύ Γενάρη του '97 και Δεκέμβρη του 2000.

Τα αποτελέσματα της εμπειρικής ανάλυσης του Kraussl, δείχνουν ότι μεταβολές στις πιστωτικές εκτιμήσεις της χώρας i που αποτελεί και σημείο αναφοράς, έχουν σημαντική επίδραση και στις χρηματαγορές άλλων αναπτυσσόμενων χωρών, γεγονός που αντανακλάται και στις τιμές του δείκτη SMP. Ωστόσο, ο αντίκτυπος των ανακοινώσεων των πιστωτικών εκτιμήσεων είναι πολύ πιο έντονος στο εσωτερικό της χώρας. Επιπλέον, οι μεταδοτικές αυτές επιδράσεις των πιστωτικών εκτιμήσεων αποδεικνύεται ότι έχουν τοπικό χαρακτήρα, κάτι που σημαίνει ότι ο αντίκτυπος των αλλαγών στις εγχώριες πιστωτικές εκτιμήσεις, περιορίζεται μόνο στις γειτονικές χώρες.

3.6 Αποτελεσματικότητα των οίκων αξιολόγησης

(Αναμενόμενες και μη αναμενόμενες ζημιές)

Ένα ακόμα κρίσιμο ζήτημα είναι η εστίαση των οίκων αξιολόγησης στο default risk και όχι στις απροσδόκητες απώλειες των εμπορικών τραπεζών, γεγονός που γεννά αρκετά προβλήματα, ιδιαίτερα στην περίπτωση των αναπτυσσόμενων οικονομιών. Το default risk των αναδυόμενων αγορών επηρεάζεται από τους μηχανισμούς μετάδοσης χρηματοοικονομικών εντάσεων, γιατί οι αγορές αυτές είναι περισσότερο ευπαθείς σε κρίσεις ρευστότητας. Μια απροσδόκητη κρίση ρευστότητας σε μια αναπτυσσόμενη οικονομία θα προκαλούσε την υποβάθμιση της πιστοληπτικής της ικανότητας. Κάτι τέτοιο όμως θα πυροδοτούσε υποψίες για υποβαθμίσεις και σε άλλες χώρες, μιας και θα αυξανόταν η πιθανότητα πτώχευσης αυτών των χωρών, με αποτέλεσμα την αύξηση των κεφαλαιακών τους απαιτήσεων και τελικά την απόσυρση των κεφαλαίων των επενδυτών. Κατά τη διάρκεια μιας τέτοιας περιόδου μετάδοσης οικονομικών κρίσεων, παρατηρείται μεγάλη απόκλιση μεταξύ των μη αναμενόμενων ζημιών των εμπορικών τραπεζών και της πιθανότητας αθέτησης της υποχρέωσης των δανειζόμενων, καθιστώντας την χρήση των πιστωτικών εκτιμήσεων των rating

agencies ένα λιγότερο κατάλληλο εργαλείο για την ρύθμιση των κεφαλαιακών απαιτήσεων.

Ωστόσο ακόμα και αν οι πιστωτικές εκτιμήσεις δεν αποτελούν την ιδεατή βάση για τον υπολογισμό των κεφαλαιακών απαιτήσεων, θα μπορούσαν επίσης να αποδειχτούν αποτελεσματικές, με το να παρέχουν κίνητρα για συγκέντρωση του κεφαλαίου σε χώρες χαμηλής επικινδυνότητας. Και πάλι όμως το κατά πόσο οι οίκοι αξιολόγησης ανταποκρίνονται επάξια στον ρόλο τους αυτό είναι αμφισβητήσιμο αφού οι εκτιμήσεις τους στηρίζονται στο επίπεδο του default risk και όχι στις μη αναμενόμενες ζημιές. Πράγματι, όπως αποδεικνύεται και στο άρθρο των Monfort και Mulder⁵⁷, υπάρχει ένα χάσμα πρώτον λόγω της διαφοράς μεταξύ αναμενόμενης ζημιάς και default risk και δεύτερον γιατί οι εξωτερικοί εκτιμητές εστιάζονται στις αναμενόμενες και όχι στις μη αναμενόμενες ζημιές. Χρησιμοποιώντας λοιπόν την τυπική απόκλιση των spreads των ομολόγων σαν μια προσέγγιση των απροσδόκητων ζημιών και συγκρίνοντας τις κεφαλαιακές απαιτήσεις διαφόρων χωρών, βάσει των πιστωτικών εκτιμήσεων και των μη αναμενόμενων ζημιών, οι Monfort και Mulder δείχνουν και εμπειρικά ότι οι αξιολογήσεις των rating agencies δεν προσεγγίζουν τελικά το επίπεδο των απροσδόκητων ζημιών και άρα αποδεικνύονται μη αποτελεσματικές.

3.7 Η προβλεπτική ικανότητα των οίκων αξιολόγησης

Ολοκληρώνοντας την μελέτη της λειτουργίας των οίκων αξιολόγησης στις αγορές κεφαλαίου, μπορούμε επίσης να εξετάσουμε κατά πόσο οι εξωτερικοί εκτιμητές έχουν την ικανότητα να προβλέπουν νομισματικές κρίσεις ή και άλλους χρηματοοικονομικούς κινδύνους. Το θέμα αυτό διαπραγματεύτηκε ο Amadou στο άρθρο του τον Ιούνιο του 2004⁵⁸.

⁵⁷ Monfort, Brieuc and C.Mulder (2000), "Using Credit Ratings for capital requirements on lending to emerging economies: Possible impact of a New Basel Accord", IMF working paper WP/00/69, (Washington, DC: International Monetary Fund)

⁵⁸ Sy, Amadou N.R. (2003), "Rating the Rating Agencies: Anticipating Currency crises or Debt crises?", IMF working paper, June

Όπως έχουμε ξανά αναφέρει πολλοί οίκοι αξιολόγησης ισχυρίζονται ότι οι εκτιμήσεις τους σχετικά με την ικανότητα και προθυμία μιας κυβέρνησης να καλύψει το χρέος της, βασίζονται σε παράγοντες όπως η δομή της οικονομίας, οι προοπτικές ανάπτυξης, το εξωτερικό χρέος, το επίπεδο του εισοδήματος και της φορολογικής ευελιξίας. Προσδιοριστικούς παράγοντες της πιστοληπτικής ποιότητας μιας κυβέρνησης αποτελούν επίσης η μορφή αυτής της κυβέρνησης, ο βαθμός αποδοχής των οικονομικών της στόχων, η συμμετοχή της στο διεθνές εμπόριο κ.α. Καθότι λοιπόν έχει λεχθεί ότι οι παραπάνω μακροοικονομικές παράμετροι παρέχουν την δυνατότητα προβλέψεων, θα μπορούσαμε να υποθέσουμε ότι και οι πιστωτικές εκτιμήσεις με την σειρά τους βοηθούν στην πρόβλεψη χρηματοοικονομικών κρίσεων. Εστιάζοντας στο ζήτημα αυτό, ο Amadou χρησιμοποίησε μηνιαία δεδομένα για 13 αναπτυσσόμενες χώρες που έζησαν την εμπειρία νομισματικής κρίσης την περίοδο 1990-2002 και οι οποίες είχαν αξιολογηθεί από τις rating agencies, αναφορικά με το εξωτερικό τους χρέος. Χρησιμοποιώντας έναν δείκτη νομισματικής κρίσης ως εξαρτημένη μεταβλητή και ως ανεξάρτητη μεταβλητή την τρίμηνη μεταβολή σε έναν δείκτη πιστωτικών εκτιμήσεων, ο Amadou διαπίστωσε τελικά ότι οι εκτιμήσεις των rating agencies δεν βοηθούν στην πρόβλεψη νομισματικών κρίσεων στις αναδυόμενες αγορές. Ωστόσο για το παραπάνω αποτέλεσμα εκφράστηκαν αμφιβολίες μιας και μπορεί να αποδίδεται στην ακαταλληλότητα των επιλεγμένων μακροοικονομικών παραμέτρων.

Τελειώνοντας ο Amadou έλεγχε ακόμα κατά πόσο οι rating agencies έχουν την ικανότητα να προβλέψουν άλλους χρηματοοικονομικούς κινδύνους. Στην περίπτωση αυτή οι πιστωτικές εκτιμήσεις και ένας δείκτης χρηματοοικονομικής επικινδυνότητας αποτέλεσαν την εξαρτημένη και την ανεξάρτητη μεταβλητή αντίστοιχα και αντίθετα με τα προηγούμενα αποτελέσματα εδώ αποδείχτηκε ότι οι πιστωτικές εκτιμήσεις βοηθούν στην πρόβλεψη των debt crises.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4^ο : ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΔΙΕΡΕΥΝΗΣΗ ΤΗΣ ΣΧΕΣΗΣ ΜΕΤΑΞΥ ΤΩΝ SPREADS ΤΩΝ ΟΜΟΛΟΓΩΝ ΚΑΙ ΤΩΝ SOVEREIGN CREDIT RATINGS



4.1 Εισαγωγή

Αρκετοί είναι οι επενδυτές που χρησιμοποιούν τα spreads των ομολόγων, κυρίως των αναδυόμενων χωρών ως δείκτες της επικινδυνότητας των εκάστοτε κυβερνήσεων-κρατών. Πράγματι, θα μπορούσε να λεχθεί ότι τα spreads αποτελούν μια συνάρτηση του πιστωτικού κινδύνου μιας χώρας και συχνά χρησιμοποιούνται για να αξιολογηθεί τόσο η οικονομική και πολιτική της κατάσταση, όσο και η δυνατότητα πρόσβασης στις κεφαλαιαγορές. Επιπρόσθετα, τα spreads μιας χώρας εξαρτώνται τόσο από τα επιτόκια, όσο και από άλλους τεχνικούς παράγοντες όπως είναι οι συνθήκες ρευστότητας και τυχόν μεταβολές στις απόψεις των επενδυτών για τα κυβερνητικά ομόλογα.

Παρομοίως, οι εκτιμήσεις των οίκων αξιολόγησης σε επίπεδο κρατών, μεταφράζονται, όπως έχουμε ήδη αναφέρει, ως ενδείξεις της πιθανότητας να μην είναι πρόθυμη ή ικανή μια κυβέρνηση να καλύψει τις χρηματοοικονομικές της υποχρεώσεις και συνδέονται και αυτές τόσο με τον οικονομικό όσο και με τον πολιτικό κίνδυνο.

Πολλοί είναι αυτοί που υποστηρίζουν, ότι οι εκτιμήσεις των rating agencies για τις κυβερνήσεις-κράτη (sovereign credit ratings), αποτελούν προσδιοριστικούς παράγοντες των τιμών των κρατικών ομολόγων. Παράλληλα, αποδεικνύουν ότι και τα spreads της κάθε χώρας, ενσωματώνονται απόψεις των συμμετεχόντων στην αγορά για αναμενόμενες μεταβολές στις πιστωτικές εκτιμήσεις.

Στο κεφάλαιο αυτό θα εξετάσουμε τη σχέση που παρατηρείται μεταξύ των spreads των κυβερνητικών ομολόγων και των εκτιμήσεων των οίκων αξιολόγησης πιστωτικού κινδύνου. Η μελέτη μας θα στηριχθεί σε μία ανάλυση παλινδρόμησης μέσω του οικονομετρικού πακέτου E-Views και θα εστιαστεί σε δύο χώρες, μια αναπτυγμένη (Φινλανδία) και μια αναδυόμενη (Κορέα). Παρακάτω παρατίθεται



λεπτομερώς τόσο η μεθοδολογία όσο και τα αποτελέσματα της οικονομετρικής μας ανάλυσης.

4.2 Δεδομένα

Τα δεδομένα μας αποτελούνται από τις πιστωτικές εκτιμήσεις για το μακροπρόθεσμο χρέος σε ξένο νόμισμα τόσο της Φινλανδίας, όσο και της Κορέας. Για την πρώτη χώρα η περίοδος που εξετάζεται ξεκινά από τον Γενάρη του 94' μέχρι και τον Σεπτέμβρη του 2004, ενώ στην περίπτωση της Κορέας, η εξεταζόμενη περίοδος αρχίζει τον Γενάρη του 95' και τελειώνει τον Σεπτέμβρη του 2004. Οι εκτιμήσεις που χρησιμοποιούνται προέρχονται από τον οίκο αξιολόγησης Standard and Poor's, οι οποίες και αποκτήθηκαν από την ιστορική βάση δεδομένων του στο Internet. Μια λεπτομερής απεικόνιση των rating agencies και για τις δυο χώρες, που υιοθετήθηκαν στην εμπειρική μας ανάλυση παρουσιάζεται στο παράρτημα. Όπως παρατηρούμε ο οίκος S&P χρησιμοποιεί για τις εκτιμήσεις του τους κατάλληλους κάθε φορά συμβολισμούς, τους οποίους όμως μετασχηματίζουμε σε αριθμούς. Πιο συγκεκριμένα η πιστωτική εκτίμηση AAA αντιστοιχεί στον αριθμό 20, ενώ η πιστωτική εκτίμηση SD αντιστοιχεί στον αριθμό 0. Έτσι λοιπόν, οι κατηγορίες αξιολόγησης επενδυτικής ποιότητας (investment grade), κυμαίνονται από το 11 ως το 20, ενώ οι εκτιμήσεις υψηλού κινδύνου (speculative grade) κυμαίνονται από το 0 ως το 10. Ένας τέτοιος επομένως γραμμικός μετασχηματισμός υποδηλώνει ότι μια υψηλότερη πιστωτική εκτίμηση για μια χώρα συνεπάγεται και μια μικρότερη πιθανότητα πιστοληπτικής ανεπάρκειας.

Προκειμένου να λάβουμε υπόψη μας, όχι μόνο τις ήδη παρατηρημένες μεταβολές στις πιστωτικές εκτιμήσεις των rating agencies αλλά και τις επικείμενες ενέργειες εκτίμησης των οίκων αξιολόγησης, μπορούν επίσης να συμπεριληφθούν στην αριθμητική κλίμακα των μετασχηματισμένων εκτιμήσεων θετικά και αρνητικά credit watches και rating outlooks. Πιο αναλυτικά, στην περίπτωση ενός θετικού credit watch, αυξάνουμε την αριθμητική μας κλίμακα κατά 0,3 (υπονοώντας βελτιωμένες συνθήκες), ενώ στην περίπτωση ενός αρνητικού credit watch, την μειώνουμε κατά 0,3 (υπονοώντας μια πιθανή επιδείνωση). Με την σειρά τους, τα θετικά και αρνητικά

rating outlooks, αντιπροσωπεύονται με αντίστοιχες αυξήσεις και μειώσεις της αριθμητικής κλίμακας κατά 0,15.

Τις αποδόσεις των κυβερνητικών ομολόγων τις συλλέξαμε από το Datastream και είναι σε μηνιαία βάση. Συγκεκριμένα, στην περίπτωση της Φινλανδίας, επιλέχθηκαν μακροπρόθεσμα δεκαετή ομόλογα, ενώ για την Κορέα χρησιμοποιήσαμε μεσοπρόθεσμα ομόλογα τριετούς διάρκειας. Τέλος στα στοιχεία μας συμπεριλαμβάνονται επίσης και οι αποδόσεις των Treasury Bills των ΗΠΑ.

4.3 Μεθοδολογία

4.3.1. Φινλανδία

Κατά την διεξαγωγή της οικονομετρικής μας ανάλυσης, θα εστιάσουμε αρχικά στην περίπτωση της Φινλανδίας. Πρωτίστως, υπολογίζουμε το spread των ομολόγων της, το οποίο προκύπτει αφού αφαιρέσουμε τις αποδόσεις των Αμερικάνικων Treasury Bills σε μηνιαία βάση από τις αντίστοιχες και πάλι σε μηνιαία βάση αποδόσεις των κυβερνητικών ομολόγων της Φινλανδίας.

Κατόπιν χρησιμοποιούμε το μοντέλο:

$$Sp_t^f = \alpha_0 + \alpha_1 Sp_{t-1}^f + \alpha_2 Sp_{t-2}^f + \dots + \alpha_m Sp_{t-m}^f + \beta_1 D_1 + \beta_2 D_2 + \dots + \beta_j D_j + \epsilon_t$$

όπου η μεταβλητή Sp_t^f αντιπροσωπεύει το spread των ομολόγων της Φινλανδίας και οι μεταβλητές $Sp_{t-1}^f, Sp_{t-2}^f, \dots, Sp_{t-3}^f$ αποτελούν τις χρονικές υστερήσεις του spread. Ταυτόχρονα στο μοντέλο εισάγουμε και μια σειρά ψευδομεταβλητών για καθεμιά από τις παρατηρημένες αναβαθμίσεις, υποβαθμίσεις, αλλά και τις επικείμενες αλλαγές, θετικές και αρνητικές (credit watches και rating outlooks) στις εκτιμήσεις των οίκων αξιολόγησης πιστωτικού κινδύνου.

Όσον αφορά τη Φινλανδία και όπως μπορούμε να δούμε στο παράρτημα, οι εκτιμήσεις του μακροπρόθεσμου χρέους της από τον οίκο S&P, περιέχουν μόνο αναβαθμίσεις. Θετικές επίσης είναι και οι ανακοινώσεις του S&P για επικείμενες αλλαγές στις εκτιμήσεις του (rating outlooks). Κατά την περίοδο από τον Γενάρη του 94' ως τον Σεπτέμβρη του 2004, παρατηρούμε συγκεκριμένα τρεις αναβαθμίσεις και

τρία θετικά rating outlooks τα οποία μάλιστα χρονικά προηγούνται των αναβαθμίσεων και είναι και προς την ίδια κατεύθυνση (συνεπάγονται δηλαδή βελτίωση). Έτσι λοιπόν στο μοντέλο μας θα εισάγουμε 6 ψευδομεταβλητές και συγκεκριμένα τις Dup1,Dup2,Dup3 για τις αναβαθμίσεις και τις Dro1,Dro2,Dro3 για τις επικείμενες θετικές αλλαγές, οι οποίες θα παίρνουν την τιμή 1, τον μήνα που ανακοινώθηκε η αναβάθμιση ή η επικείμενη αλλαγή και την τιμή μηδέν σε όλες τις άλλες χρονικές περιόδους.

Στο μοντέλο που χρησιμοποιούμε αρχικά έχουμε το spread ως εξαρτημένη μεταβλητή και ως ανεξάρτητες την σταθερά και δυο χρονικές υστερήσεις του spread, επομένως δεν προβαίνουμε ακόμα στην χρήση των ψευδομεταβλητών.

Dependent Variable: SP

Method: Least Squares

Date: 11/19/04 Time: 17:44

Sample(adjusted): 1994:03 2004:09

Included observations: 127 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.033407	0.039671	0.842106	0.4013
SP(-1)	1.194783	0.087576	13.64285	0.0000
SP(-2)	-0.217595	0.087349	-2.491118	0.0141
R-squared	0.969002	Mean dependent var		1.816591
Adjusted R-squared	0.968502	S.D. dependent var		1.724364
S.E. of regression	0.306034	Akaike info criterion		0.493097
Sum squared resid	11.61344	Schwarz criterion		0.560282
Log likelihood	-28.31165	F-statistic		1938.135
Durbin-Watson stat	1.963585	Prob(F-statistic)		0.000000

Το πρόσημο του συντελεστή παλινδρόμησης της μιας χρονικής υστέρησης του spread (sp(-1)) είναι θετικό και σύμφωνο με την οικονομική θεωρία, αφού μια αύξηση του spread κατά 1 μονάδα την προηγούμενη χρονική περίοδο, συνεπάγεται μία αύξηση του spread και κατά την τρέχουσα χρονική περίοδο. Ωστόσο ο συντελεστής του spread για 2 περιόδους πριν, έχει αρνητικό πρόσημο κάτι που ίσως να υποδηλώνει μια αυτοσυγκράτηση των επενδυτών, οι οποίοι δεν φαίνεται να συμφωνούν πλήρως με το αρνητικό κλίμα γύρω από την αύξηση του spread των ομολόγων. Ωστόσο και οι δυο συντελεστές παλινδρόμησης των χρονικών υστερήσεων είναι σημαντικοί σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 5% γεγονός που σημαίνει ότι το spread της τρέχουσας περιόδου επηρεάζεται από αυτό των προηγούμενων περιόδων. Ο συντελεστής του υποδείγματος είναι $AdjR^2=0,968$.

Αν τώρα εισάγουμε και τις 6 ψευδομεταβλητές στο υπόδειγμα μας , παρατηρούμε ότι ο συντελεστής προσδιορισμού μειώνεται σε πολύ μικρό βαθμό και γίνεται $AdjR^2=0,967$.

Dependent Variable: SP

Method: Least Squares

Date: 11/19/04 Time: 17:47

Sample(adjusted): 1994:03 2004:09

Included observations: 127 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.039641	0.041406	0.957356	0.3403
SP(-1)	1.196728	0.089026	13.44238	0.0000
SP(-2)	-0.220248	0.088931	-2.476620	0.0147
DUP1	-0.063149	0.311470	-0.202744	0.8397
DUP2	0.252588	0.311562	0.810716	0.4192
DUP3	0.051120	0.311443	0.164139	0.8699
DRO1	-0.377092	0.311346	-1.211168	0.2283
DRO2	-0.297350	0.312909	-0.950278	0.3439
DRO3	-0.191165	0.313441	-0.609893	0.5431
R-squared	0.969894	Mean dependent var	1.816591	
Adjusted R-squared	0.967853	S.D. dependent var	1.724364	
S.E. of regression	0.309171	Akaike info criterion	0.558383	
Sum squared resid	11.27921	Schwarz criterion	0.759940	
Log likelihood	-26.45734	F-statistic	475.1889	
Durbin-Watson stat	1.957597	Prob(F-statistic)	0.000000	

Τα πρόσημα και των τριών συντελεστών για τις επικείμενες θετικές αλλαγές στις εκτιμήσεις του οίκου S&P είναι αρνητικά και άρα σύμφωνα με την οικονομική θεωρία, αφού κάθε φορά που παρατηρείται ή ενδέχεται να υπάρξει αναβάθμιση στις εκτιμήσεις, το spread των ομολόγων μειώνεται. Στην περίπτωση των αναβαθμίσεων που έχουν ήδη παρατηρηθεί, βλέπουμε ότι μόνο το πρόσημο της πρώτης ψευδομεταβλητής (Dup1), είναι αρνητικό και άρα συνάδει με την οικονομική θεωρία. Ωστόσο αν συνδυάσουμε το γεγονός ότι οι ανακοινώσεις για τις επικείμενες θετικές αλλαγές προηγούνται χρονικά των οριστικών αναβαθμίσεων, μπορούμε να συμπεράνουμε, ότι οι τελικές αναβαθμίσεις είναι ως ένα βαθμό προβλεπόμενες από τους επενδυτές γι' αυτό τελικά και δεν συνδέονται με έντονες αντιδράσεις της αγοράς. Αυτό φαίνεται και από το ότι οι συντελεστές των παρατηρημένων αναβαθμίσεων, είναι λιγότερο σημαντικοί από τους συντελεστές των επικείμενων αλλαγών.

Στο υπόδειγμα μας διενεργούμε επίσης έλεγχο αυτοσυσχέτισης (serial correlation L.M test) και ετεροσκεδαστικότητας (white heteroskedasticity test-cross terms) και από τα αποτελέσματα προκύπτει ότι τα κατάλοιπα είναι ασυσχέτιστα και ομοσκεδαστικά, άρα και τα αρχικά συμπεράσματα για το μοντέλο μας είναι αξιόπιστα.

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	0.471339	Probability	0.625356
Obs*R-squared	1.023751	Probability	0.599370

Test Equation:

Dependent Variable: RESID

Method: Least Squares

Date: 11/19/04 Time: 17:49

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.018612	0.045909	-0.405411	0.6859
SP(-1)	0.461030	0.487968	0.944796	0.3467
SP(-2)	-0.448694	0.475740	-0.943151	0.3476
DUP1	-0.013355	0.313514	-0.042596	0.9661
DUP2	-0.008404	0.314441	-0.026727	0.9787
DUP3	-0.006908	0.314213	-0.021987	0.9825
DRO1	0.016159	0.318758	0.050695	0.9597
DRO2	0.008298	0.314862	0.026355	0.9790
DRO3	0.002535	0.315031	0.008046	0.9936
RESID(-1)	-0.476015	0.498364	-0.955156	0.3415
RESID(-2)	-0.119557	0.145854	-0.819708	0.4141
R-squared	0.008061	Mean dependent var	-5.52E-16	
Adjusted R-squared	-0.077451	S.D. dependent var	0.299195	
S.E. of regression	0.310565	Akaike info criterion	0.581786	
Sum squared resid	11.18829	Schwarz criterion	0.828133	
Log likelihood	-25.94339	F-statistic	0.094268	
Durbin-Watson stat	1.954477	Prob(F-statistic)	0.999850	

White Heteroskedasticity Test:

F-statistic	0.379491	Probability	0.961721
Obs*R-squared	4.448514	Probability	0.954917

Test Equation:

Dependent Variable: RESID^2

Method: Least Squares

Date: 11/19/04 Time: 17:49

Sample: 1994:03 2004:09

Included observations: 127

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.083124	0.024527	3.389004	0.0010
SP(-1)	0.106088	0.087923	1.206605	0.2301
SP(-1)^2	-0.089316	0.096631	-0.924295	0.3573
SP(-1)*SP(-2)	0.153641	0.184263	0.833815	0.4061
SP(-1)*DUP1	-0.068671	0.151015	-0.454729	0.6502
SP(-1)*DUP2	-0.355299	0.723848	-0.490848	0.6245
SP(-1)*DUP3	-0.034488	0.051543	-0.669121	0.5048
SP(-1)*DRO1	-0.036402	0.056810	-0.640766	0.5229
SP(-1)*DRO2	-0.656098	1.099523	-0.596711	0.5519
SP(-1)*DRO3	0.087242	0.225636	0.386651	0.6997
SP(-2)	-0.087343	0.087566	-0.997450	0.3206
SP(-2)^2	-0.066928	0.090255	-0.741552	0.4599
R-squared	0.035028	Mean dependent var	0.088813	
Adjusted R-squared	-0.057274	S.D. dependent var	0.166826	
S.E. of regression	0.171537	Akaike info criterion	-0.598316	
Sum squared resid	3.383862	Schwarz criterion	-0.329574	
Log likelihood	49.99307	F-statistic	0.379491	
Durbin-Watson stat	1.885906	Prob(F-statistic)	0.961721	

Επίσης κρίνεται ενδιαφέρον να εξετάσουμε δυο ξεχωριστά υποδείγματα, όπου στο ένα θα περιλαμβάνουμε μόνο τις ψευδομεταβλητές για τις αναβαθμίσεις (Dup1,Dup2,Dup3) και στο άλλο μόνο τις ψευδομεταβλητές για τις επικείμενες αλλαγές (Dro1,Dro2,Dro3).

Dependent Variable: SP

Method: Least Squares

Date: 11/19/04 Time: 17:50

Sample(adjusted): 1994:03 2004:09

Included observations: 127 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.029903	0.040459	0.739104	0.4613
SP(-1)	1.194648	0.088651	13.47591	0.0000
SP(-2)	-0.216673	0.088385	-2.451479	0.0157
DUP1	-0.056094	0.311074	-0.180324	0.8572
DUP2	0.261861	0.311106	0.841710	0.4016
DUP3	0.055708	0.311055	0.179095	0.8582
R-squared	0.969200	Mean dependent var		1.816591
Adjusted R-squared	0.967927	S.D. dependent var		1.724364
S.E. of regression	0.308815	Akaike info criterion		0.533945
Sum squared resid	11.53939	Schwarz criterion		0.668316
Log likelihood	-27.90548	F-statistic		761.5076
Durbin-Watson stat	1.948338	Prob(F-statistic)		0.000000

Dependent Variable: SP

Method: Least Squares

Date: 11/19/04 Time: 17:52

Sample(adjusted): 1994:03 2004:09

Included observations: 127 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.043071	0.040567	1.061716	0.2905
SP(-1)	1.197114	0.087912	13.61716	0.0000
SP(-2)	-0.221433	0.087854	-2.520475	0.0130
DRO1	-0.377919	0.308368	-1.225545	0.2228
DRO2	-0.300984	0.309917	-0.971175	0.3334
DRO3	-0.195230	0.310403	-0.628957	0.5306
R-squared	0.969708	Mean dependent var		1.816591
Adjusted R-squared	0.968456	S.D. dependent var		1.724364
S.E. of regression	0.306256	Akaike info criterion		0.517299
Sum squared resid	11.34890	Schwarz criterion		0.651670
Log likelihood	-26.84850	F-statistic		774.6955
Durbin-Watson stat	1.973617	Prob(F-statistic)		0.000000

Από το output παρατηρούμε ότι ο συντελεστής προσδιορισμού του δεύτερου υποδείγματος είναι καλύτερος από τον πρώτο $AdjR^2=0,968>0,967$ κάτι που μας οδηγεί στο συμπέρασμα ότι οι ανακοινώσεις των οίκων αξιολόγησης για επικείμενες αλλαγές στις εκτιμήσεις τους, παρέχουν πληροφόρηση και προκαλούν περισσότερο τόσο τις αντιδράσεις των επενδυτών, όσο και μεταβολές στο spread, σε σύγκριση με την επιρροή που ασκούν οι προβλεπόμενες οριστικές αναβαθμίσεις που ακολουθούν.

Ωστόσο κανένας από τους συντελεστές των ψευδομεταβλητών δεν είναι σημαντικός σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 5% και αυτό γιατί η οικονομία της Φινλανδίας είναι ανεπτυγμένη και οι εκτιμήσεις της είναι συνεχώς αναβαθμισμένες και μάλιστα υψηλής επενδυτικής ποιότητας (investment grade). Για το λόγο αυτό, κρίνεται ενδιαφέρουσα η εξέταση και μιας αναδυόμενης αγοράς, η ανάλυση της οποίας παρατίθεται παρακάτω.

4.3.2 Κορέα

Προσαρμόζοντας την οικονομετρική μας ανάλυση στην περίπτωση της Κορέας, παίρνουμε αρχικά ένα μοντέλο με εξαρτημένη μεταβλητή το spread των ομολόγων και ανεξάρτητες μεταβλητές τη σταθερά και δύο χρονικές υστερήσεις του spread.

Dependent Variable: SP

Method: Least Squares

Date: 11/19/04 Time: 17:56

Sample(adjusted): 1995:03 2004:09

Included observations: 115 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.666092	0.326567	2.039680	0.0437
SP(-1)	1.063167	0.093675	11.34950	0.0000
SP(-2)	-0.131801	0.094137	-1.400091	0.1643
R-squared	0.878727	Mean dependent var	9.453217	
Adjusted R-squared	0.876562	S.D. dependent var	2.361884	
S.E. of regression	0.829819	Akaike info criterion	2.490522	
Sum squared resid	77.12314	Schwarz criterion	2.562129	
Log likelihood	-140.2050	F-statistic	405.7695	
Durbin-Watson stat	1.959405	Prob(F-statistic)	0.000000	

Από το output παρατηρούμε ότι η χρονική υστέρηση μιας περιόδου (sp(-1)), είναι στατιστικά σημαντική και έχει και το κατάλληλο πρόσημο, σε αντίθεση με το αρνητικό πρόσημο του συντελεστή υστέρησης δύο περιόδους πριν (sp(-2)), που δεν συνάδει με την οικονομική θεωρία και είναι και στατιστικά ασήμαντος. Ο συντελεστής προσδιορισμού του υποδείγματος είναι $AdjR^2=0,8765$.

Αν στη συνέχεια συμπεριλάβουμε στο υπόδειγμα μας και την υστέρηση τριών περιόδων (sp(-3)), τότε παρατηρούμε και πάλι ότι οι συντελεστές των υστερήσεων είναι ασήμαντοι σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 5%, με εξαίρεση το sp(-1) που φαίνεται πολύ σημαντικό.

Dependent Variable: SP
 Method: Least Squares
 Date: 11/19/04 Time: 17:58
 Sample(adjusted): 1995:04 2004:09
 Included observations: 114 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.603907	0.332689	1.815227	0.0722
SP(-1)	1.076922	0.094219	11.43001	0.0000
SP(-2)	-0.240314	0.136963	-1.754586	0.0821
SP(-3)	0.102542	0.094770	1.082006	0.2816
R-squared	0.881357	Mean dependent var	9.462982	
Adjusted R-squared	0.878121	S.D. dependent var	2.369979	
S.E. of regression	0.827388	Akaike info criterion	2.493370	
Sum squared resid	75.30272	Schwarz criterion	2.589377	
Log likelihood	-138.1221	F-statistic	272.3829	
Durbin-Watson stat	1.926891	Prob(F-statistic)	0.000000	

Ωστόσο ο διορθωμένος συντελεστής προσδιορισμού του υποδείγματος βελτιώνεται συγκριτικά με το προηγούμενο και γίνεται $AdjR^2=0.8781$. Επομένως, στο μοντέλο μας θα συμπεριλάβουμε τελικά τρεις χρονικές υστερήσεις του spread, έστω και αν δεν εμφανίζονται να είναι όλες τους στατιστικά σημαντικές.

Σύμφωνα με τις ιστορικές εκτιμήσεις του οίκου S&P, οι οποίες παρουσιάζονται στο παράρτημα, η Κορέα είναι μια χώρα που υπόκειται σε αναβαθμίσεις αλλά και υποβαθμίσεις. Οι εκτιμήσεις μάλιστα περιλαμβάνουν τόσο περιπτώσεις υψηλής ποιότητας (investment grade), όσο και υψηλού κινδύνου (speculative grade). Πιο συγκεκριμένα, κατά την περίοδο από τον Γενάρη του 95' ως τον Σεπτέμβρη του 2004, παρατηρούνται στην Κορέα έξι αναβαθμίσεις και τρεις υποβαθμίσεις. Επίσης παρατηρούνται και εδώ ανακοινώσεις του οίκου S&P για επικείμενες αλλαγές στις εκτιμήσεις του. Αναλυτικότερα, ο S&P κατά τον Νοέμβριο και τον Δεκέμβριο του 97' έχει εκδώσει δυο αρνητικά credit watches, ενώ τον Γενάρη του 98' έχει ανακοινώσει credit watch για πιθανή αλλαγή στις εκτιμήσεις του, χωρίς ωστόσο να επισημαίνει αν θα είναι προς θετική ή αρνητική κατεύθυνση. Έτσι λοιπόν, το μοντέλο που θα εξετάσουμε στην περίπτωση της Κορέας θα είναι της μορφής

$$Sp_t^k = \alpha_0 + \alpha_1 Sp_{t-1}^k + \alpha_2 Sp_{t-2}^k + \alpha_3 Sp_{t-3}^k + \beta_1 Dup_1 + \beta_2 Dup_2 + \beta_3 Dup_3 + \beta_4 Dup_4 + \beta_5 Dup_5 + \beta_6 Dup_6 \\ + \gamma_1 Dd_1 + \gamma_2 Dd_2 + \gamma_3 Dd_3 + \delta_1 Dcw_1 + \delta_2 Dcw_2 + \delta_3 Dcw_3 + \varepsilon_t$$

Καθότι όμως το πρόγραμμα δεν μπορεί να μας εκτιμήσει όλους τους συντελεστές των ψευδομεταβλητών και αυτό γιατί δεν αντιστρέφει την μήτρα των διακυμάνσεων-συνδιακυμάνσεων, θα συμπεριλάβουμε αρχικά στο μοντέλο μας τις ψευδομεταβλητές που αντιστοιχούν μόνο στις αναβαθμίσεις και υποβαθμίσεις.

Dependent Variable: SP

Method: Least Squares

Date: 11/19/04 Time: 18:01

Sample(adjusted): 1995:04 2004:09

Included observations: 114 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.550707	0.306844	1.794747	0.0757
SP(-1)	1.066716	0.117335	9.091231	0.0000
SP(-2)	-0.323818	0.169711	-1.908057	0.0592
SP(-3)	0.195152	0.092321	2.113846	0.0370
DUP1	0.126644	0.749019	0.169080	0.8661
DUP2	1.985194	0.808850	2.454341	0.0158
DUP3	-0.715396	0.968699	-0.738513	0.4619
DUP4	-0.173778	0.739959	-0.234848	0.8148
DUP5	0.582609	0.745386	0.781621	0.4363
DUP6	0.168355	0.742647	0.226696	0.8211
DD1	-0.146038	0.744794	-0.196078	0.8449
DD2	3.454610	0.742723	4.651278	0.0000
DD3	2.252674	0.846404	2.661465	0.0091
R-squared	0.913932	Mean dependent var	9.462982	
Adjusted R-squared	0.903706	S.D. dependent var	2.369979	
S.E. of regression	0.735434	Akaike info criterion	2.330281	
Sum squared resid	54.62720	Schwarz criterion	2.642303	
Log likelihood	-119.8260	F-statistic	89.37426	
Durbin-Watson stat	1.727274	Prob(F-statistic)	0.000000	

Από το output παρατηρούμε ότι με την προσθήκη ψευδομεταβλητών ο διορθωμένος συντελεστής προσδιορισμού βελτιώνεται ($AdjR^2=0,9037$), γεγονός που υποδηλώνει ότι οι εκτιμήσεις έχουν ερμηνευτική ικανότητα. Από τις ψευδομεταβλητές που αντιστοιχούν στις υποβαθμίσεις μόνο η δεύτερη και η τρίτη είναι στατιστικά σημαντικές και έχουν θετικό πρόσημο κάτι που εξηγείται και βάσει της οικονομικής θεωρίας, αφού σε περίπτωση υποβάθμισης της πιστοληπτικής ικανότητας μιας κυβέρνησης-χώρας, είναι λογικό το spread των ομολόγων της να αυξηθεί. Από τις ψευδομεταβλητές που αντιστοιχούν στις αναβαθμίσεις μόνο οι Dup3 και Dup4 έχουν το κατάλληλο (θετικό) πρόσημο, ωστόσο εμφανίζονται να είναι σχεδόν όλες στατιστικά ασήμαντες σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 5%.

Αν τώρα διενεργήσουμε έλεγχο αυτοσυγχέτισης και ετεροσκεδαστικότητας, παρατηρούμε ότι τα κατάλοιπα είναι ομοσκεδαστικά και αυτοσυγχετίζονται, αφού και στους δύο ελέγχους $Prob<\alpha=5\%$.

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	7.668158	Probability	0.000801
Obs*R-squared	15.29121	Probability	0.000478

Test Equation:

Dependent Variable: RESID

Method: Least Squares

Date: 11/19/04 Time: 18:03

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.280090	0.313073	0.894650	0.3731
SP(-1)	-0.863462	0.248158	-3.479481	0.0007
SP(-2)	1.254725	0.407613	3.078230	0.0027
SP(-3)	-0.421142	0.208828	-2.016694	0.0464
DUP1	0.184233	0.724666	0.254232	0.7998
DUP2	-1.369480	0.955856	-1.432726	0.1551
DUP3	-0.257067	0.917077	-0.280311	0.7798
DUP4	0.094964	0.696112	0.136420	0.8918
DUP5	-0.037764	0.702756	-0.053736	0.9573
DUP6	-0.064852	0.698290	-0.092873	0.9262
DD1	-0.082660	0.700385	-0.118021	0.9063
DD2	-0.163547	0.699495	-0.233807	0.8156
DD3	2.935427	1.100512	2.667329	0.0089
RESID(-1)	1.053309	0.270114	3.899499	0.0002
RESID(-2)	-0.408458	0.234481	-1.741964	0.0846
R-squared	0.134133	Mean dependent var		2.71E-16
Adjusted R-squared	0.011688	S.D. dependent var		0.695289
S.E. of regression	0.691214	Akaike info criterion		2.221344
Sum squared resid	47.29987	Schwarz criterion		2.581370
Log likelihood	-111.6166	F-statistic		1.095451
Durbin-Watson stat	2.006932	Prob(F-statistic)		0.371271

White Heteroskedasticity Test:

F-statistic	2.991235	Probability	0.000291
Obs*R-squared	41.23839	Probability	0.001411

Test Equation:

Dependent Variable: RESID^2

Method: Least Squares

Date: 11/19/04 Time: 18:09

Sample: 1995:04 2004:09

Included observations: 114

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	11.86406	4.851758	2.445312	0.0163
SP(-1)	-1.794656	1.181269	-1.519261	0.1320
SP(-1)^2	0.140323	0.173502	0.808770	0.4207
SP(-1)*SP(-2)	-0.309968	0.491167	-0.631086	0.5295
SP(-1)*SP(-3)	0.206014	0.229131	0.899107	0.3709
SP(-1)*DUP1	-0.086122	0.201573	-0.427249	0.6702
SP(-1)*DUP2	-0.385717	0.215608	-1.788972	0.0768
SP(-1)*DUP3	-0.645776	0.754045	-0.856415	0.3939
SP(-1)*DUP4	0.018235	0.203526	0.089596	0.9288
SP(-1)*DUP5	-0.005228	0.152035	-0.034390	0.9726
SP(-1)*DUP6	-0.006114	0.143504	-0.042607	0.9661
SP(-1)*DD1	-0.001080	0.222194	-0.004859	0.9961
SP(-1)*DD2	0.019740	0.222580	0.088685	0.9295
SP(-1)*DD3	-0.042155	0.300246	-0.140401	0.8886
SP(-2)	-3.760855	1.544855	-2.434439	0.0168

SP(-2)^2	0.764379	0.406968	1.878230	0.0634
SP(-2)*SP(-3)	-0.862215	0.391736	-2.201009	0.0302
SP(-3)	3.077524	1.143615	2.691049	0.0084
SP(-3)^2	0.186720	0.084618	2.206628	0.0297
R-squared	0.361740	Mean dependent var	0.479186	
Adjusted R-squared	0.240807	S.D. dependent var	1.927550	
S.E. of regression	1.679507	Akaike info criterion	4.025889	
Sum squared resid	267.9705	Schwarz criterion	4.481922	
Log likelihood	-210.4757	F-statistic	2.991235	
Durbin-Watson stat	2.055906	Prob(F-statistic)	0.000291	

Έτσι λοιπόν, προβαίνουμε στην διόρθωση της ετεροσκεδαστικότητας μέσω της διόρθωσης των τυπικών σφαλμάτων και την επιλογή στο E-Views της μεθόδου heteroskedasticity consistent covariance matrix-white. Όπως προκύπτει από το output, η μόνη διαφορά εντοπίζεται στα τυπικά σφάλματα των παραμέτρων και όχι στις ίδιες τις εκτιμήσεις. Για να διορθώσουμε την αυτοσυσχέτιση εισάγουμε και ένα ar(1) στο υπόδειγμα μας.

Dependent Variable: SP

Method: Least Squares

Date: 11/19/04 Time: 18:10

Sample(adjusted): 1995:05 2004:09

Included observations: 113 after adjusting endpoints

Convergence achieved after 10 iterations

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.437475	1.183787	1.214302	0.2275
SP(-1)	0.722682	0.222681	3.245368	0.0016
SP(-2)	-0.222398	0.266913	-0.833224	0.4067
SP(-3)	0.346075	0.158658	2.181266	0.0315
DUP1	-0.082621	0.260705	-0.316912	0.7520
DUP2	2.256311	0.867372	2.601318	0.0107
DUP3	-1.863093	1.044621	-1.783510	0.0776
DUP4	-0.074858	0.052963	-1.413403	0.1607
DUP5	0.395254	0.205792	1.920652	0.0577
DUP6	-0.002328	0.141586	-0.016443	0.9869
DD1	-0.382942	0.212563	-1.801546	0.0747
DD2	3.013135	0.436351	6.905302	0.0000
DD3	2.736771	0.717354	3.815090	0.0002
AR(1)	0.587926	0.195149	3.012701	0.0033
R-squared	0.923583	Mean dependent var	9.468938	
Adjusted R-squared	0.913548	S.D. dependent var	2.379679	
S.E. of regression	0.699690	Akaike info criterion	2.239162	
Sum squared resid	48.46710	Schwarz criterion	2.577069	
Log likelihood	-112.5127	F-statistic	92.03969	
Durbin-Watson stat	1.931522	Prob(F-statistic)	0.000000	
Inverted AR Roots	.59			

Από το output φαίνεται ότι στο διορθωμένο μοντέλο μας οι περισσότερες πλέον ψευδομεταβλητές που αντιστοιχούν στις αναβαθμίσεις έχουν το σωστό αρνητικό πρόσημο (με εξαίρεση τις Dup2 και Dup5). Επίσης βελτιώθηκε και ο συντελεστής

προσδιορισμού του υποδείγματος και έγινε $AdjR^2=0,9135$. Συμπερασματικά λοιπόν, αφού διορθώσουμε την αυτοσυσχέτιση και την ετεροσκεδαστικότητα στα κατάλοιπα, τα τυπικά σφάλματα είναι πλέον ορθά εκτιμημένα και τα αποτελέσματα της οικονομετρικής μας ανάλυσης αξιόπιστα.

Στη συνέχεια χρησιμοποιούμε ένα υπόδειγμα στο οποίο περιλαμβάνουμε τις ψευδομεταβλητές μόνο για τις αναβαθμίσεις και τα credit watches. Αφού προβούμε και πάλι στη διόρθωση της αυτοσυσχέτισης και της ετεροσκεδαστικότητας των καταλοίπων, παρατηρούμε στο ουτρυπ ότι οι συντελεστές παλινδρόμησης που αντιστοιχούν στις ανακοινώσεις των αρνητικών credit watches είναι στατιστικά πολύ σημαντικοί και ως θετικοί είναι και σύμφωνοι με την οικονομική θεωρία.

Dependent Variable: SP

Method: Least Squares

Date: 11/19/04 Time: 18:14

Sample(adjusted): 1995:05 2004:09

Included observations: 113 after adjusting endpoints

Convergence achieved after 26 iterations

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	4.851045	2.448570	1.981174	0.0503
SP(-1)	0.435180	0.131438	3.310905	0.0013
SP(-2)	-0.303939	0.265805	-1.143466	0.2556
SP(-3)	0.357117	0.175465	2.035263	0.0445
DUP1	-0.151234	0.244400	-0.618797	0.5375
DUP2	3.153958	0.773536	4.077325	0.0001
DUP3	-1.712132	1.001582	-1.709428	0.0905
DUP4	-0.037612	0.066644	-0.564369	0.5738
DUP5	0.362153	0.200951	1.802198	0.0746
DUP6	-0.038823	0.128820	-0.301374	0.7638
DCW1	3.228224	0.251897	12.81565	0.0000
DCW2	3.841489	0.587850	6.534816	0.0000
DCW3	2.187790	0.791591	2.763789	0.0068
AR(1)	0.875149	0.064641	13.53851	0.0000
R-squared	0.926073	Mean dependent var	9.468938	
Adjusted R-squared	0.916365	S.D. dependent var	2.379679	
S.E. of regression	0.688196	Akaike info criterion	2.206033	
Sum squared resid	46.88775	Schwarz criterion	2.543940	
Log likelihood	-110.6409	F-statistic	95.39644	
Durbin-Watson stat	1.937006	Prob(F-statistic)	0.000000	
Inverted AR Roots	.88			

Ο διορθωμένος συντελεστής προσδιορισμού, βελτιώθηκε περισσότερο και έγινε $AdjR^2=0,9163$, άρα το μοντέλο με την προσθήκη των credit watches εμφανίζεται να είναι ακόμα καλύτερο.

Τελειώνοντας την εμπειρική μας έρευνα, θεωρούμε χρήσιμο, όπως και στην περίπτωση της Φινλανδίας να παρουσιάσουμε και τρία ξεχωριστά υποδείγματα, οπού το πρώτο θα περιλαμβάνει τις ψευδομεταβλητές μόνο των αναβαθμίσεων, το δεύτερο των υποβαθμίσεων και το τρίτο των credit watches. Αφού διορθώσουμε την ύπαρξη αυτοσυσχέτισης και ετεροσκεδαστικότητας των καταλοίπων, παρατηρούμε ότι σε όλα τα υποδείγματα οι συντελεστές παλινδρόμησης έχουν κατά το πλείστον, τα σύμφωνα με την οικονομική θεωρία πρόσημα.

Dependent Variable: SP

Method: Least Squares

Date: 11/19/04 Time: 18:16

Sample(adjusted): 1995:05 2004:09

Included observations: 113 after adjusting endpoints

Convergence achieved after 11 iterations

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	7.093093	2.993549	2.369460	0.0197
SP(-1)	0.417767	0.143298	2.915379	0.0044
SP(-2)	-0.421093	0.224640	-1.874523	0.0637
SP(-3)	0.273854	0.160703	1.704094	0.0914
DUP1	-0.191411	0.204821	-0.934528	0.3522
DUP2	2.307352	0.578882	3.985877	0.0001
DUP3	-2.086663	0.896045	-2.328748	0.0218
DUP4	-0.026868	0.071782	-0.374298	0.7090
DUP5	0.361990	0.233581	1.549742	0.1243
DUP6	-0.044469	0.114505	-0.388361	0.6986
AR(1)	0.914187	0.066947	13.65544	0.0000
R-squared	0.904688	Mean dependent var	9.468938	
Adjusted R-squared	0.895344	S.D. dependent var	2.379679	
S.E. of regression	0.769841	Akaike info criterion	2.407009	
Sum squared resid	60.45077	Schwarz criterion	2.672507	
Log likelihood	-124.9960	F-statistic	96.81704	
Durbin-Watson stat	1.847905	Prob(F-statistic)	0.000000	
Inverted AR Roots	.91			

Dependent Variable: SP

Method: Least Squares

Date: 11/19/04 Time: 18:17

Sample(adjusted): 1995:05 2004:09

Included observations: 113 after adjusting endpoints

Convergence achieved after 10 iterations

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.121475	0.976148	1.148878	0.2532
SP(-1)	0.517867	0.161229	3.212003	0.0018
SP(-2)	0.063331	0.189780	0.333708	0.7393
SP(-3)	0.299447	0.158756	1.886207	0.0620
DD1	-0.323256	0.213607	-1.513321	0.1332
DD2	2.925849	0.428402	6.829678	0.0000
DD3	3.332071	0.675123	4.935504	0.0000
AR(1)	0.563959	0.194424	2.900662	0.0045
R-squared	0.914095	Mean dependent var	9.468938	
Adjusted R-squared	0.908368	S.D. dependent var	2.379679	
S.E. of regression	0.720346	Akaike info criterion	2.249996	
Sum squared resid	54.48436	Schwarz criterion	2.443085	
Log likelihood	-119.1248	F-statistic	159.6120	
Durbin-Watson stat	1.961065	Prob(F-statistic)	0.000000	
Inverted AR Roots	.56			

Dependent Variable: SP

Method: Least Squares

Date: 11/19/04 Time: 18:18

Sample(adjusted): 1995:05 2004:09

Included observations: 113 after adjusting endpoints

Convergence achieved after 23 iterations

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.071641	1.092826	0.980614	0.3290
SP(-1)	0.512274	0.222866	2.298569	0.0235
SP(-2)	0.067121	0.186082	0.360706	0.7190
SP(-3)	0.305653	0.191071	1.599683	0.1127
DCW1	3.146668	0.294299	10.69209	0.0000
DCW2	3.536314	0.806894	4.382625	0.0000
DCW3	0.224321	1.329777	0.168691	0.8664
AR(1)	0.558579	0.229684	2.431942	0.0167
R-squared	0.913998	Mean dependent var	9.468938	
Adjusted R-squared	0.908265	S.D. dependent var	2.379679	
S.E. of regression	0.720754	Akaike info criterion	2.251127	
Sum squared resid	54.54602	Schwarz criterion	2.444216	
Log likelihood	-119.1887	F-statistic	159.4146	
Durbin-Watson stat	1.959006	Prob(F-statistic)	0.000000	
Inverted AR Roots	.56			

Παράλληλα, παρατηρούμε ότι σε επίπεδο ερμηνευτικής ικανότητας, τα μοντέλα με τις υποβαθμίσεις και τα credit watches, υπερέχουν τουν υποδείγματος με τις αναβαθμίσεις, καθότι έχουν μεγαλύτερο διορθωμένο συντελεστή προσδιορισμού.

4.4 Συμπεράσματα

Καταλήγοντας συμπεραίνουμε, ότι οι εκτιμήσεις των οίκων αξιολόγησης πιστωτικού κινδύνου μπορούν να μεταβιβάσουν νέες πληροφορίες σχετικά με την δανειοληπτική ικανότητα μιας χώρας. Πιο συγκεκριμένα, οι αλλαγές στις πιστωτικές εκτιμήσεις των rating agencies, σχετικά με το μακροπρόθεσμο χρέος σε ξένο νόμισμα, είναι δυνατόν να προκαλέσουν μεταβολές στο spread των κυβερνητικών ομολόγων της υπό εξέταση χώρας. Μια τέτοια πιθανή επίδραση μιας εκτίμησης ενδέχεται να είναι ισχυρότερη στις αναπτυσσόμενες χώρες, όπου οι δυσκολίες που αντιμετωπίζουν οι θεσμικοί επενδυτές και οι ασυμμετρίες στην πληροφόρηση τους, είναι περισσότερο έντονες.

Τα αποτελέσματα της εμπειρικής μας έρευνας είναι σημαντικά ισχυρότερα στην περίπτωση που παρατηρείται μια υποβάθμιση στην πιστοληπτική ικανότητα μιας κυβέρνησης-χώρας, καθώς επίσης και όταν υπάρχουν ανακοινώσεις για επικείμενες αρνητικές αλλαγές στις εκτιμήσεις των οίκων αξιολόγησης (negative credit watches και rating outlooks). Αντίθετα, η επίδραση των αναβαθμίσεων καθώς και των ανακοινώσεων για πιθανές ευνοϊκές αλλαγές στις αξιολογήσεις των rating agencies (positive credit watches και rating outlooks), δεν φαίνεται να είναι αισθητή στα spreads των ομολόγων, ιδίως όταν πρόκειται για αναπτυγμένες οικονομίες.

Πίνακας I

Τυποποιημένη προσέγγιση

Συνοπτική περιγραφή συντελεστών στάθμισης πιστωτικού κινδύνου και πιστωτικών συντελεστών μετατροπής

	Ισχύον καθεστώς	Προτεινόμενο πλαίσιο						
		Αξιολογηση πιστολιπτικής ικανότητας	AAA έως AA-	A+ έως A-	BBB+ έως BBB-	BB+ έως B-	Κάτω από B-	Μη αξιολογημένες
Κράτη & Κεντρικές Τράπεζες	Μέλη ΟΟΣΑ: 0% Μη μέλη ΟΟΣΑ: 100%		0%	20%	50%	100%	150%	100%
Πιστωτικά Ιδρύματα & ΕΠΕΕΥ	ΠΙ κρατών μελών ΟΟΣΑ: 20%	Επιλογή 1	20%	50%	100%	100%	150%	100%
	ΠΙ κρατών μη μελών ΟΟΣΑ: 100%	Επιλογή 2						
	Πολυμερείς Τράπεζες Ανάπτυξης: 20%	α)	20%	50%	50%	100%	150%	50%
	Ληξιπρόθεσμες εντός έτους απαιτήσεις: 20%	β)	20%	20%	20%	50%	150%	20%
Εταιρείες	100%		20%	50%	100%	100%- 150%	150%	100%
Τιτλοποίηση απαιτήσεων	0%, 20%, 100% ανάλογα με τον εκδότη/ εγγυητή	Μακροχρόνια αξιολόγηση	20%	50%	100%	350%		
		Βραχυχρόνια αξιολόγηση	A-1/P-1: 20%	A-2/P-2: 50%	A-3/P-3: 100%			
Λιανική τραπεζική- Στεγαστικά δάνεια κατοικίας	50%				35%			
Λιανική τραπεζική- Λοιπά δάνεια	100%				75%			
Στεγαστικά δάνεια σε καθυστλερηση >90 ημ	50%	α) 100%						
		β) 50% εφόσον ειδικές προβλέψεις $\geq 50\%$ του ληξιπρόθεσμου ποσού με σύμφωνη γνώμη της εποπτικής αρχής						
Λοιπά δάνεια σε καθυστέρηση >90 ημ	100%	α) 150% εφόσον ειδικές προβλέψεις $< 20\%$ του ληξιπρόθεσμου ποσού						
		β) 100% εφόσον ειδικές προβλέψεις $\geq 20\%$ του ληξηπρόθεσμου ποσού						
		γ) 100% εφόσον ειδικές προβλέψεις $\geq 50\%$ του ληξηπρόθεσμου ποσού, αλλά με διακριτική ευχέρεια της εποπτικής αρχής για μείωση στάθμισης σε 50%						
		δ) 100% για ληξηπρόθεσμα δάνεια τα οποία είναι πλήρως εξασφαλισμένα με μη εποπτικά αποδεκτές μορφές εξασφαλίσεων, 100% εφόσον ειδικές προβλέψεις $\geq 15\%$ του ληξηπρόθεσμου ποσού.						
Εκτός ισολογισμού πιστωτικές διευκολύνσεις	Αρχική διάρκεια < 1 έτους: Πιστωτικός συντελεστής μετατροπής = 0%	Αρχική διάρκεια < 1 έτους: Πιστωτικός συντελεστής μετατροπής = 20%						

Πίνακας 2: Γραμμικός μετασχηματισμός των sovereign credit ratings

S&P	Linear Scale
AAA	20
AA+	19
AA	18
AA-	17
A+	16
A	15
A-	14
BBB+	13
BBB	12
BBB-	11
BB+	10
BB	9
BB-	8
B+	7
B	6
B-	5
CCC+	4
CCC	3
CCC-	2
CC	1
SD	0

Πίνακας 3: Ιστορικές πιστωτικές εκτιμήσεις της Φινλανδίας

Φινλανδία	Ratings	Linear Scale	Dup1	Dup2	Dup3	Dro1	Dro2	Dro3
01/02/02	AAA/Stable	20	0	0	1	0	0	0
03/10/00	AA+/Positive	19	0	0	0	0	0	1
01/09/99	AA+/Stable	19	0	1	0	0	0	0
06/05/98	AA/Positive	18	0	0	0	0	1	0
17/12/96	AA/Stable	18	1	0	0	0	0	0
10/08/95	AA-/Positive	17	0	0	0	1	0	0
11/03/93	AA-/Stable	17	0	0	0	0	0	0

Πίνακας 4: Ιστορικές πιστωτικές εκτιμήσεις της Κορέας

Koréa	Ratings	Linear Scale	Dup1	Dup2	Dup3	Dup4	Dup5	Dup6	Dd1	Dd2	Dd3	Dcw1	Dcw2	Dcw3
24/07/02	A-/	14	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0
13/11/01	BBB+/-	13	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0
11/11/99	BBB/-	12	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0
25/01/99	BBB-/-	11	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0
04/01/99	BB+/-	10	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
18/02/98	BB+/-	10	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
16/01/98	B+/cw	7	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1
22/12/97	B+/cw-negative	7	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0
11/12/97	BBB-/cw-negative	11	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0
25/11/97	A-/cw-negative	14	0	0	0	0	0	0	0	1	0	1	0	0
24/10/97	A+/-	16	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0
06/08/97	AA-/-	17	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
03/05/95	AA-/-	17	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
09/11/94	A+/-	16	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

Georgi, and J. Wiedenmeyer (2001), "Rating Agency Assessments of the Creditworthiness of Emerging Market Banks: What can be inferred from their ratings? A bank comparison," Working paper No. 12, August.

Miller, 2002, "The rating of the stability of Credit Rating Agencies: The case of the Japanese and European agencies," Journal of Economic Surveys, Vol. 16, No. 1, pp. 1-26.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- Altman E.I. and A. Saunders (2000), “An analysis and critique on the BIS proposal on capital adequacy and ratings”, January
- Amato J.D. and C.H. Furfine (2003), “Are credit ratings procyclical?”, Monetary and Economic Department, Bis working papers No 129, February
- Basel Committee of Banking Supervision (2000), “Credit Ratings and complementary sources of credit quality information”, Basel, August
- Basel Committee of Banking Supervision (2001), “The New Basel Capital Accord: An explanatory note”, Basel, January
- Basel Committee of Banking Supervision (2004), “Basel II: International convergence of capital measurement and capital standards: A revised framework” , Basel, June
- Claessens S. and G. Embrechts (2003), “Basel II, Sovereign Ratings and Transfer risk, external versus internal ratings”, February
- Ferri G., L. Liu, and G. Magnoni, “How the proposed Basel guidelines on rating agency assessments would affect developing countries”, World Bank, University of Bari (Italy)
- Gropp R. and A. Richards (2001), “Rating Agency Actions and the pricing of debt and equity of European banks: What can we infer about private sector monitoring of bank soundness”, working paper No 76, August
- IOSCO (2003), “Report on the activities of Credit Rating Agencies”, The technical committee of the International Organization of Securities Commissions (IOSCO), September

Jackson H.E., "The role of Credit Rating Agencies in the establishment of capital standards for financial institutions in a global economy"

Kerwer D (1999), "Credit Rating Agencies and the governance of financial markets", July

Kraussl R. (2003), "A critique on the proposed use of external sovereign credit ratings in Basel II", CFS working paper No 2003/23, August

Kraussl R.(2003), "Do changes in sovereign credit ratings contribute to financial contagion in emerging market crises?", CFS working paper No 2003/22, August

Kraussl R. (2003), "Do Credit Rating Agencies add to the dynamics of Emerging Market Crises?", CFS working paper No 2003/18, August

Monfort, Brieuc and C.Mulder (2000), "Using Credit Ratings for capital requirements on lending to emerging economies: Possible impact of a New Basel Accord", IMF working paper WP/00/69, (Washington, DC: International Monetary Fund)

Schwarz S.L. (2002), "Private ordering of public markets: The rating agency paradox", University of Illinois law review, January

Samson S.B, "A Standard and Poor's Primer on creditwatch and rating outlooks", New York

Sironi A. (2002), "The Basel Committee Proposal on risk-weights and external ratings: What can we learn from bond spreads?", April

Smith R.C and I.Walter (2001), "Rating Agencies: Is there an Agency issue?", Stern School of Business, New York university, February

Standard and Poor's (2003), "Corporate ratings criteria"

Standard and Poor's (1997), "Sovereign Credit Ratings: A Primer", credit week, April

Sy, Amadou N.R. (2001), “Emerging market bond spreads and Sovereign Credit Ratings: Reconciling market views with economic fundamentals”, IMF working paper, October

Sy, Amadou N.R. (2003), “Rating the Rating Agencies: Anticipating Currency crises or Debt crises?”, IMF working paper, June

US Securities and Exchange Commission (2002), “Standard and Poor’s rating services”, November

US Securities and Exchange Commissions (2002), “Report on the role and function of Credit Rating Agencies in the operation of the securities markets”, Section 702(b) of the Sarbanes-Oxley Act

“Bond rating changes can affect your investment: What you should know”

“Procedures of International Credit Rating Agencies”

“Credit Ratings and Analysis”

Προβόπουλος Γ. και Γκόρτσος Χ. (2004), “Το νέο ευρωπαϊκό χρηματοοικονομικό περιβάλλον. Τάσεις και προοπτικές.”, Ένωση Ελληνικών Τραπεζών, Αθήνα, Ιανουάριος

