



ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

ΔΙΑΤΡΙΒΗ ΕΠΙΠΕΔΟΥ ΜΑΣΤΕΡ

ΤΙΤΛΟΣ ΔΙΑΤΡΙΒΗΣ
ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΑΠΟ ΤΟΥΣ ΔΙΕΘΝΕΙΣ ΟΙΚΟΥΣ
ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΣΕ ΕΝΑ ΠΑΓΚΟΣΜΙΟΠΟΙΗΜΕΝΟ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ
ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ

ΚΑΝΑΠΙΤΣΑ Δ. ΠΗΝΕΛΟΠΗ

ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ: ΔΗΜΟΣΘΕΝΗΣ ΧΕΒΑΣ

ΚΥΠΡΟΣ
ΙΟΥΛΙΟΣ 2011

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

	Σελίδα
Περίληψη (στην Ελληνική)	2
Περίληψη (στην Αγγλική)	2
Εισαγωγή:	3
Κεφάλαιο 1: Εκτίμηση και Αξιολόγηση Κινδύνων	4
1.1 Ορισμός των κινδύνων	4
Κεφάλαιο 2: Αξιολόγηση Εταιρειών	7
2.1 Μέθοδοι αξιολόγησης της πιστοληπτικής αξίας ...	7
2.2 Τεχνικές Αξιολόγησης της Πιστοληπτικής Ικανότητας	8
2.3 Υποδείγματα Βαθμολόγησης της Πιστοληπτικής Ικανότητας	12
Κεφάλαιο 3: Η Παρουσία των Οίκων Αξιολόγησης στην Παγκοσμιοποιημένη Οικονομία	16
3.1 Ο ρόλος των Οίκων Αξιολόγησης στο Επιχειρηματικό Περιβάλλον	18
3.2 Οίκοι Πιστοληπτικής Αξιολόγησης και Τράπεζες	20
3.3 Ο Ρόλος των Οίκων Αξιολόγησης στην Κρίση του 2008	22
Κεφάλαιο 4: Περιγραφή των Διαδικασιών που ακολουθούν οι Οίκοι Αξιολόγησης Standard & Poor's και FITCH	26
4.1 STANDARD & POOR'S	26
4.2 FITCH	31
4.3 Συμβολισμοί της Πιστοληπτικής Διαβάθμισης Standard & Poor's και FITCH	36
4.4 Σύγκριση των Χρησιμοποιούμενων Τεχνικών από Standard & Poor's και FITCH.	38
Κεφάλαιο 5: Επιπτώσεις στην Οικονομία από τη Λειτουργία των Οίκων Πιστοληπτικής Αξιολόγησης	40
5.1 Ασύμμετρη Πληροφόρηση	40
5.2 Θεωρία της Σηματοδότησης	41
5.3 Αναδιανομή του Πλούτου	43
5.4 Εμπειρικές Μελέτες	44
Συμπεράσματα:	49
Παραπομπές	51
Βιβλιογραφία	54

Περίληψη στην Ελληνική

Οι Οίκοι Πιστοληπτικής Αξιολόγησης αποτελούν ένα σημαντικό συστατικό στοιχείο στη λειτουργία των διεθνών χρηματαγορών και αγορών κεφαλαίων. Ο ρόλος τους έχει πολλές φορές αποτελέσει επίκεντρο συζητήσεων και οι Οίκοι Αξιολόγησης έχουν δεχτεί μεγάλη κριτική. Συγκεκριμένα, κατηγορούνται, ότι δεν προέβλεψαν την έκρηξη της παγκόσμιας χρηματοοικονομική κρίσης που εμφανίστηκε μετά το 2007. Επίσης, στους Οίκους Αξιολόγησης αποδίδονται οι ευθύνες για το ότι αναβάθμισαν πιστοληπτικά εταιρείες, οι οποίες στη συνέχεια πρωταγωνίστησαν κατά την εκδήλωση της κρίσης. Ο στόχος της παρούσας ανάλυσης είναι να παρουσιασθούν λεπτομερώς οι τεχνικές και οι μέθοδοι που χρησιμοποιούνται στην πιστοληπτική αξιολόγηση. Για το σκοπό αυτό παρουσιάζονται οι περιπτώσεις των Οίκων Standard & Poor's και FITCH. Τέλος, πραγματοποιείται μια εκτενής διερεύνηση των επιπτώσεων των Οίκων Αξιολόγησης στο παγκόσμιο χρηματοοικονομικό περιβάλλον, βασισμένη στην παρουσίαση συγκεκριμένων ερευνητικών και εμπειρικών μελετών.

Περίληψη στην Αγγλική

Credit Rating Institutes – CRAs, constitute a very important factor for the operation of international financial markets. Their role was always a subject of various debates and there has been a lot of criticism. As a matter of fact, CRAs are blamed for not predicting the international financial crisis which exploded after 2007. Moreover, CRAs are accused for upgrading companies which afterwards participated in the occurrence of the crisis. The scope of the analysis is to present in detail the methods and techniques used for the purpose of firm financial evaluation. Thus, the cases of Standard & Poor's and FITCH are presented. Finally, there is a thorough discussion of the role of CRAs in the international financial environment based on the presentation of certain research and empirical studies.

Εισαγωγή

Οι Διεθνείς Οίκοι Αξιολόγησης αποτελούν ένα ιδιαίτερο αντικείμενο μελέτης που συμπλέκει την βαρύνουσα, πολιτικά, θέση τους στην παγκόσμια οικονομία και εκείνη του ρόλου τους ως παράγοντες πληροφόρησης για την αποτελεσματική λειτουργία των αγορών. Οι Οίκοι Αξιολόγησης βρίσκονται πολύ συχνά στο επίκεντρο της επικαιρότητας κυρίως για τις διαβαθμίσεις πιστοληπτικής ικανότητας των Κρατών και των σχετικών εκθέσεων που δημοσιοποιούν. Ωστόσο, η ανάλυση που ακολουθεί δεν αναλύει το ρόλο τους αυτό, αλλά επικεντρώνεται στον πρωταρχικό λόγο ύπαρξής τους, εκείνο της αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας των εταιρειών.

Σκοπός της μελέτης είναι μέσα από την παρουσίαση των διάφορων τεχνικών και μεθόδων που έχουν αναπτυχθεί για την αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας των εταιρειών, να αποκρυσταλλωθεί ο ρόλος που παίζουν οι Οίκοι Αξιολόγησης στη σύγχρονη παγκόσμια οικονομία. Για το σκοπό αυτό επιστρατεύεται η διερεύνηση της διεθνούς βιβλιογραφίας καθώς και η συγκριτική παρουσίαση των πρακτικών που ακολουθούν δύο από τους μεγαλύτερους παγκοσμίως Οίκοι αξιολόγησης.

Η ανάλυση που ακολουθεί έχει την ακόλουθη διάρθρωση. Στο κεφάλαιο 1, αναλύονται τα βασικά δεδομένα των τεχνικών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας, με εστίαση στη μελέτη των κυριότερων μορφών κινδύνων. Το κεφάλαιο 2 εστιάζει στις μεθόδους αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας, όπως εφαρμόζονται στη πράξη. Ιδιαίτερη έμφαση δίνεται στα υποδείγματα τύπου credit score που έχουν αναπτυχθεί για τον σκοπό αυτό. Στο κεφάλαιο 3 μελετάται η παρουσία των Οίκων Αξιολόγησης σε μια παγκοσμιοποιημένη οικονομία. Στο κεφάλαιο 4 παρουσιάζεται αναλυτικά η μεθοδολογία αξιολόγησης που ακολουθούν οι δύο Οίκοι Αξιολόγησης, οι Standard & Poor's και FITCH, οι οποίοι αποτελούν και τις μελέτες περιπτώσεων και σύγκριση μεταξύ τους. Στο σημείο αυτό επισημαίνεται, ότι και οι δύο Οίκοι έχουν αναπτύξει αρκετά «προϊόντα διαβαθμίσεων» ανάλογα τους πελάτες στους οποίους απευθύνονται. Η παρουσίαση όλων των πρακτικών και τεχνικών θα έπαιρνε μεγάλη έκταση και θα αποπροσανατόλιζε από τους σκοπούς της παρούσας μελέτης. Στο κεφάλαιο 5 παρουσιάζονται οι θεωρητικές και εμπειρικές μελέτες / έρευνες που έχουν διεξαχθεί με σκοπό τη διερεύνηση των επιπτώσεων της λειτουργίας αλλά και της πληροφόρησης που παρέχουν οι Οίκοι Αξιολόγησης στην οικονομία και στις επιχειρήσεις.

Κεφάλαιο 1: Εκτίμηση και Αξιολόγηση Κινδύνων

Στην ανάλυση που ακολουθεί θα γίνει παρουσίαση των διάφορων μορφών κινδύνων που επηρεάζουν την πιστοληπτική ικανότητα και αποτελούν αντικείμενο αξιολόγησης. Στα επόμενα κεφάλαια θα πραγματοποιηθεί η ανάλυση της πιστοληπτικής ικανότητας με τα κριτήρια που ακολουθούνται στην πράξη από τις τράπεζες και λοιπούς πιστοδοτικούς οργανισμούς. Η παρούσα ανάλυση κρίνεται ως βασική για την καταγραφή των κυριότερων υποδειγμάτων εκτίμησης και καταμέτρησης του πιστωτικού κινδύνου.

1.1 Ορισμός των κινδύνων

Ως πιστοληπτικός κίνδυνος ορίζεται η αδυναμία πραγματοποίησης πληρωμών για την κάλυψη των υποχρεώσεων προς τρίτους. Αναμφίβολα λοιπόν αποτελεί μια μορφή κινδύνου που σχετίζεται άμεσα από τα ποιοτικά χαρακτηριστικά μιας επιχείρησης ή οργανισμού αλλά και τα ποσοτικά δεδομένα όπως αυτά καταγράφονται στις λογιστικές καταστάσεις. Σύμφωνα με τον Rouse, στο ιδιαίτερα χρήσιμο εγχειρίδιο “Banker’s Lending Techniques¹” πέραν των ως άνω στοιχείων, οι εκάστοτε δανειζόμενοι λειτουργούν σε οργανωμένες αγορές και είναι αντιμέτωποι με μια σειρά από κινδύνους που επηρεάζουν την ικανότητά τους για εκπλήρωση των υποχρεώσεών τους. Συγκεκριμένα, ο Rouse καταγράφει τις ακόλουθες μορφές κινδύνου:

1.1.1 Λειτουργικός Κίνδυνος – Operational Risk

Ως λειτουργικός κίνδυνος αναφέρεται η πιθανότητα να συμβεί κάτι απρόβλεπτο σε ένα οργανισμό που να επηρεάσει σε μεγάλο βαθμό την απόδοση και το τελικό αποτέλεσμα. Παραδείγματα τέτοιου κινδύνου αποτελούν η πρόκληση μιας πυρκαγιάς, η παράληψη ή καταστροφή κάποιων σημαντικών εγγράφων που να επιφέρουν πρόστιμα και διοικητικές ποινές, ακόμα και περιπτώσεις δολιοφθοράς και απάτης. Δηλαδή, οτιδήποτε μπορεί να δυσχεράνει τη λειτουργία μιας παραγωγικής μονάδας αποτελεί τον λειτουργικό κίνδυνο.

1.1.2 Συναλλαγματικός Κίνδυνος – Currency Risk

Οι επιχειρήσεις λειτουργούν λίγο ως πολύ, σε ένα ευρύτερο διεθνές περιβάλλον. Η διεθνής συνεργασία μπορεί να αφορά προμηθευτές, πελάτες, ακόμα και χρηματοπιστωτικές συναλλαγές σε περίπτωση διεθνούς δανεισμού. Κατά συνέπεια η εμπλοκή στις ως άνω

¹ C. N. Rouse “Banker’s Lending Techniques”, Chapter 1, pp. 3-8.

δραστηριότητες που αφορούν συναλλαγές σε ξένο νόμισμα εξαρτάται από την κύμανση της συναλλαγματικής ισοτιμίας. Μια απρόβλεπτη μεταβολή στη συναλλαγματική ισοτιμία μπορεί να δημιουργήσει σημαντικό κόστος με αποτέλεσμα προβλήματα ρευστότητας και έκτακτες ζημιές. Η απρόβλεπτη κύμανση της συναλλαγματικής ισοτιμίας αποτελεί μια ξεχωριστή μορφή κινδύνου γνωστή κι ως συναλλαγματικός κίνδυνος.

1.1.3 Κίνδυνος Επιτοκίου – Interest Rate Risk

Οι περισσότερες συναλλαγές που εμπεριέχουν ρήτρα επιτοκίου, όπως οι δανειακές συμβάσεις / εμπορικές πιστώσεις, πραγματοποιούνται σε κυμαινόμενο επιτόκιο. Μια μελλοντική αύξηση του επιτοκίου μεγαλώνει τις υποχρεώσεις των δανειζόμενων γεγονός που προσαυξάνει το κόστος τους και περιορίζει τη ρευστότητά τους. Μια λύση για το πρόβλημα αυτό είναι οι συμβάσεις με σταθερό επιτόκιο, οι οποίες όμως σπανίζουν στις συναλλαγές με επιχειρήσεις καθώς απαιτούν πρόσθετες εγγυήσεις και αφορούν κυρίως μεγάλα δανειακά ποσά.

1.1.4 Κίνδυνος Αγοράς – Market Risk

Όταν οι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί αναφέρονται στον κίνδυνο αγοράς εννοούν την έκθεση σε ανεπιθύμητες μεταβολές τιμών μετοχών, ομολόγων, χρηματοπιστωτικών παραγώγων σε εγχώριες και διεθνείς αγορές χρήματος και κεφαλαίων, με τη λογική ότι επηρεάζουν την καθαρή χρηματοοικονομική θέση (αξία) μιας επιχείρησης. Ο κίνδυνος αυτός προσμετράται από την πρακτική “marking the market” η οποία αναφέρεται στο συσχετισμό των τιμών της χρηματιστηριακής αγοράς με τις τιμές των χρεογράφων και αξιόγραφων της επιχείρησης ή του οργανισμού. Δηλαδή, εξετάζεται το κατά πόσο η μέση μεταβολή των τιμών της αγοράς δημιουργούν κέρδη ή ζημιές στη μέση αξία της επιχειρηματική μονάδας. Αξίζει να σημειωθεί, ότι αυτή η μορφή κινδύνου είναι ιδιαίτερα σημαντική για τους δανειστές. Αυτό συμβαίνει διότι οι δανειστές δανείζουν με βάση την εκτίμηση της αξίας της επιχείρησης δηλαδή, την αξία των μετοχών της. Αν αυτή επηρεάζεται και σε πιο βαθμό από τις μεταβολές τις αγορές, είναι μια παράμετρος που λαμβάνεται ιδιαίτερα υπόψη.

1.1.5 Κίνδυνος Χώρας – Country Risk

Ο κίνδυνος χώρας ή κίνδυνος μεταφοράς (κίνδυνος χώρας μεταφοράς – transfer risk, country transfer risk) αφορά τη συνειδητή απόφαση (ή πρακτική αδυναμία ενός Κράτους) να μην μπορεί να ανταποκριθεί στις συναλλαγματικές του υποχρεώσεις (πληρωμές σε ξένο νόμισμα).

Ο κίνδυνος αυτός εμπεριέχεται σε διεθνείς πιστοδοτήσεις / συναλλαγές και είναι ανεξάρτητος από την πιστοληπτική ικανότητα της επιχείρησης.

1.1.6 Περιβαλλοντικός Κίνδυνος – Environmental Risk

Πολλές δανειζόμενες επιχειρήσεις εμπλέκονται σε δραστηριότητες οι οποίες μολύνουν το περιβάλλον και επηρεάζουν τους δανειστές με τους ακόλουθους τρόπους:

- **Άμεσος Κίνδυνος (Direct Risk):** Σε κάποιες χώρες όπως στη Μ. Βρετανία², ο νόμος επιβάλλει στο δανειστή να καταβάλλει αποζημίωση για περιβαλλοντικές καταστροφές, παρακληθείσες από αναξιόπιστο πελάτη. Αυτό συμβαίνει κι όταν έρχεται στην κυριότητα του δανειστή το υπέγγυο ακίνητο στο οποίο είτε έχει προκληθεί μόλυνση είτε έχει συμβάλει λόγω της δραστηριότητάς του.
- **Κίνδυνος Φήμης (Reputational Risk):** Αφορά την διαφυγή κερδών από ένα δανειστή από τι στιγμή που συνδεθεί το όνομά του με πελάτες οι δραστηριότητες των οποίων μολύνουν το περιβάλλον.
- **Έμμεσος Κίνδυνος (Indirect Risk):** Αφορά τις περιπτώσεις στις οποίες οι δανειζόμενοι πελάτες μολύνουν το περιβάλλον με συνέπεια την επιβάρυνση της οικονομικής τους θέσης και την αδυναμία πληρωμών προς τα πιστωτικά ιδρύματα. Το αρνητικό αντίκτυπο σε εκείνους που μολύνουν το περιβάλλον επέρχεται είτε από πρόστιμα / διοικητικές ποινές (κατάργηση άδειας παραγωγής) είτε από δυσφήμιση του ονόματος και πτώση στις πωλήσεις. Τα επιπλέον κόστη που καλούνται να πληρωθούν, αφορούν τον καθαρισμό των μολυσμένων περιοχών, και τις αποζημιώσεις προς τους πληγέντες (φυσικά και νομικά πρόσωπα). Παράλληλα, πρέπει να ληφθούν υπόψη και οι συνέπειες σε επίπεδο μάνατζμεντ από τι στιγμή που η διοίκηση αποπροσανατολίζεται από το στόχο της ομαλής λειτουργίας προς τη διευθέτηση των προβλημάτων που προκύπτουν από την περιβαλλοντική μόλυνση.

² UK Environment Act 1995

Κεφάλαιο 2: Αξιολόγηση Εταιρειών³

Ως προοίμιο των μεθόδων και τεχνικών αξιολόγησης των επιχειρήσεων είναι σημαντικό να εξηγηθούν οι λόγοι για τους οποίους η αξία μιας εταιρείας είναι σημαντική πληροφορία για τους συναλλασσόμενους μαζί της και ιδιαίτερα τους δανειστές της και τους αγοραστές χρεογράφων της. Σύμφωνα με τον Rouse οι δανειστές ενδιαφέρονται για την εκτίμηση της αξίας των πελατών τους, διότι:

- Η αύξηση της αξίας μιας επιχείρησης είναι ο συνήθης στόχος των διοικούντων της. Κατά συνέπεια, η μελέτη της μεταβολής της αξίας διαχρονικά αποτελεί ένα μέτρο της ικανότητας της διοίκησης.
- Συνήθως μια εταιρεία που πετυχαίνει διαχρονικά αύξηση της αξίας της κατορθώνει να βελτιώσει τη πιστοληπτική της ικανότητα (περιορισμό του πιστωτικού κινδύνου).
- Μια επιχειρηματική μονάδα με φανερή αξία, μπορεί να αποτελέσει αντικείμενο πώλησης, δηλαδή ρευστότητας το οποίο αποτελεί σημαντικό στοιχείο της αξίας των εμπράγματων εξασφαλίσεων που μπορεί να κατέχει ένας δανειστής.
- Σε πολλές από τις δανειακές συμβάσεις προβλέπεται η κτήση από το δανειστή μέρους ή του συνόλου μιας εταιρείας. Για να έχει λογική μια τέτοια ρήτρα είναι απαραίτητο να έχει εκτιμηθεί η πραγματική αξία.
- Οι τράπεζες πολλές φορές αποτελούν κάτι παραπάνω από έναν απλό δανειστή για τις επιχειρήσεις. Είναι συχνό το φαινόμενο τα πιστωτικά ιδρύματα να συμπράττουν με τους πελάτες τους και να συνεισφέρουν σε συμβουλευτικό επίπεδο. Η υλοποίηση τέτοιων σχέσεων είναι αδύνατη χωρίς την πολύ καλή γνώση της αξίας του πελάτη.

2.1 Μέθοδοι Αξιολόγησης της Πιστοληπτικής Αξίας

Στο πλαίσιο της αξιολόγησης των αιτημάτων για χρηματοδότηση από τα πιστωτικά ιδρύματα έχουν αναπτυχθεί από ακαδημαϊκούς και τραπεζικά στελέχη μια σειρά από τεχνικές που σκοπό έχουν να τυποποιήσουν τις διαδικασίες χορήγησης δανείων και να ελαχιστοποιήσουν την πιθανότητα επιλογής πελατών με μεγάλο κίνδυνο αθέτησης πληρωμών. Όσον αφορά το πρακτικό κομμάτι της αξιολόγησης δανειοληπτών θα παρατεθεί συνοπτικά η μεθοδολογία που περιγράφει ο C. N. Rouse στο τραπεζικό εγχειρίδιο που έχει αναπτύξει: “Banker’s Lending Techniques”. Στη συνέχεια της ανάλυσης θα περιγραφούν τα κυριότερα ακαδημαϊκά υποδείγματα που έχουν αναπτυχθεί για την πιστοληπτική αξιολόγηση των επιχειρήσεων και

³C. N. Rouse “Banker’s Lending Techniques”, Chapter 11, pp. 135-152.

την πρόβλεψη της χρεοκοπίας. Σε κάθε περίπτωση, τόσο οι τεχνικές όσο και τα υποδείγματα, αφορούν επί το πλείστον μελέτη μεγάλων επιχειρήσεων και σε κάποιες περιπτώσεις επιχειρήσεις εισηγμένες σε οργανωμένες χρηματιστηριακές αγορές.

2.2 Τεχνικές Αξιολόγησης της Πιστοληπτικής Ικανότητας

Δύο είναι οι κύριοι μέθοδοι εκτίμησης της πιστοληπτικής ικανότητας μιας επιχειρηματικής μονάδας που χρησιμοποιούν τα πιστωτικά ιδρύματα, η μέθοδος της κεφαλαιοποίησης των κερδών και η μέθοδος της προεξόφλησης των χρηματικών ροών. Όπως θα επισημανθεί, το κύριο διακριτό στοιχείο ανάμεσα στις δύο μεθόδους είναι ότι η πρώτη αξιοποιεί τα διαθέσιμα ιστορικά στοιχεία οικονομικής δραστηριότητας της επιχείρησης, ενώ η δεύτερη επικεντρώνεται στη μελέτη των μελλοντικών αποτελεσμάτων όπως αυτά απεικονίζονται σε ένα τυπικό επιχειρηματικό σχέδιο.

2.2.1 Μέθοδος της Κεφαλαιοποίησης των Κερδών – Capitalized Earnings

Ο πιο συνηθισμένος δείκτης αξίας μιας επιχείρησης ενταγμένης στη χρηματιστηριακή αγορά είναι ο λόγος της τιμής της μετοχής προς τα καθαρά κέρδη ανά μετοχή (μέρισμα), γνωστός ως P/E:

$$\text{P/E} = \text{Τιμή Μετοχής} / \text{Κέρδη ανά μετοχή}$$

Η διαδικασία έχει ως εξής: εφόσον εκτιμηθούν τα κέρδη ανά μετοχή - συνήθως λαμβάνονται υπόψη τα καταβληθέντα μερίσματα - και υπολογιστεί ο δείκτης P/E, πολλαπλασιάζεται το αποτέλεσμα του δείκτη με τον αριθμό των μετοχών. Δηλαδή, η αξία υπολογίζεται βάση του τύπου:

$$\text{Αξία} = \text{P/E} \times \text{Αριθμός Μετοχών}$$

Για να έχουν μεγαλύτερη πρακτική αξία οι παραπάνω υπολογισμοί πρέπει να διαπιστωθεί κατά πόσο τα κέρδη ανά μετοχή (μερίσματα) είναι συνεχή, να συγκριθεί ο δείκτης P/E με τον αντίστοιχο δείκτη ομοειδών επιχειρήσεων και τέλος να εκτιμηθούν εκείνοι οι παράγοντες που μπορούν να διαφοροποιήσουν τον σημερινό δείκτη P/E από τους μελλοντικούς. Σε κάθε περίπτωση, το μέγεθος κλειδί είναι η εκτίμηση των εσόδων / κερδών της επιχείρησης. Για το σκοπό αυτό μελετούνται διεξοδικά τα ιστορικά στοιχεία των λογιστικών καταστάσεων έτσι ώστε να καταγραφεί η πραγματική τάση των εσόδων / κερδών, απαλείφοντας όλους εκείνους τους παράγοντες που δημιουργούν έκτακτα ή περιστασιακά έσοδα.

Για την εκτίμηση των κερδών, έχουν προταθεί τα ακόλουθα λογιστικά στοιχεία:

1. Κέρδη προ τόκων, φόρων, αποσβέσεων και εξοφλήσεων - **EBITDA** (earnings before interest, tax, depreciation and amortization)
2. Κέρδη προ τόκων και φόρων – **EBIT** (earnings before interest and tax)
3. Κέρδη μετά από τόκους αλλά πριν από φόρους – **PBT** (profit after interest but before tax)
4. Κέρδη μετά από φόρους - **PAT** (profit after tax)

Στο σημείο αυτό γίνεται μια διάκριση ανάμεσα στη μετοχική αξία και στην επιχειρηματική αξία. Για την μετοχική αξία προτιμότερος είναι ο δείκτης PAT ο οποίος είναι πιο κοντά στα πραγματικά μερίσματα κάτι που ενδιαφέρει τους επενδυτές σε μετοχές. Αντίθετα, οι δείκτες PAT και PBT έχουν μικρό ενδιαφέρον όταν επιδιώκεται η εκτίμηση της επιχειρηματικής αξίας. Αρκεί να ληφθεί υπόψη, ότι το χρέος αποτελεί κι αυτό κεφάλαιο για την επιχείρηση. Έτσι μια μέθοδος εκτίμησης της επιχειρηματικής αξίας που δεν στηρίζεται στα κέρδη προ τόκων (πληρωμή των οφειλών λόγω χρέους) οδηγεί σε λανθασμένες εκτιμήσεις. Έτσι, σε αυτές τις περιπτώσεις προτιμάται η χρήση των δεικτών EBITDA και EBIT.

Στην προσπάθεια σύγκρισης του δείκτη P/E της επιχείρησης του ενδιαφέροντός μας με άλλες του ίδιου κλάδου, πρέπει οι επιχειρήσεις που θα επιλεγούν για σύγκριση:

- να παράγουν κατά προτίμηση, όσο το δυνατόν πιο ομοειδή προϊόντα ή υπηρεσίες
- να έχουν παρόμοιο ιστορικό κερδών
- να είναι συγκριτικά σε παρόμοια μεγέθη, έσοδα κ.λ.π.
- να μην είναι σε ειδικές καταστάσεις, όπως υπό επιτήρηση κ.ο.κ.

Κατόπιν, είναι αναγκαίο να ληφθούν υπόψη οι ακόλουθες περιπτώσεις, οι οποίες μπορούν να επηρεάσουν τη σύγκριση ανάμεσα στις επιχειρήσεις:

- η χρήση διαφορετικών λογιστικών μεθόδων
- η διακριτή επίδραση του πληθωρισμού και του οικονομικού κύκλου
- οι πιθανοί περιορισμοί για μετοχική επέκταση
- η έλλειψη μεγέθους για επαρκή διαφοροποίηση
- οι προοπτικές ανάπτυξης
- η κερδοφορία – κεφαλαιακή και λειτουργική
- πιθανοί περιορισμοί στη διοικητική διαδοχή
- η διάχυση των μετοχών της επιχείρησης (συγκέντρωση / διασπορά των μετοχών)

- το ποσοστό ελέγχου της επιχείρησης ως μετοχικό μερίδιο (συνήθως, ανάμεσα στο 25% και στο 50%)
- οποιαδήποτε καλά και άσχημα στοιχεία των επιχειρήσεων τα οποία μπορούν να επηρεάσουν τη σύγκριση.

Συμπερασματικά, η εν λόγω μέθοδος αξιολόγησης έχει τα ακόλουθα πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα:

Πλεονεκτήματα:

- σχετική διαθεσιμότητα πληροφοριακών στοιχείων
- εύκολα κατανοητή μέθοδος
- εύκολοι υπολογισμοί
- αυτόματη σύγκριση με άλλες επιχειρήσεις

Μειονεκτήματα:

- δίνει σημασία στα ιστορικά στοιχεία και όχι στα μελλοντικά δεδομένα – εκτιμήσεις
- είναι εύκολο τα αποτελέσματα να παραποιηθούν από τη «δημιουργική» λογιστική ή διαφορετική λογιστική μέθοδο, που χρησιμοποιούν οι εκάστοτε επιχειρήσεις
- δεν υπάρχουν συγκρίσιμες μεταξύ τους επιχειρήσεις
- οι τιμές των μετοχών που λαμβάνονται υπόψη στους υπολογισμούς μπορεί να είναι αντικείμενο χρηματιστηριακής χαλιναγώγησης ή κερδοσκοπικών πρακτικών και επομένως τα αποτελέσματα των υπολογισμών να οδηγούν σε λανθασμένη εκτίμηση της επιχειρηματικής αξίας

2.2.2 Μέθοδος της Προεξόφλησης των Χρηματικών Ροών – Discounted Cash flow

Θεωρητικά, η μέθοδος της προεξόφλησης των χρηματικών ροών είναι η πιο σωστή απ' όλες, διότι στηρίζεται στην εκτίμηση της παρούσας αξίας των μελλοντικών εσόδων μιας επιχείρησης⁴, τα οποία αποτελούν και το πραγματικό ενδιαφέρον ενός επενδυτή προκειμένου να προβεί στην αγορά των μετοχών μιας επιχείρησης.

⁴ Αναφορά γίνεται για τη μέθοδο της Καθαρής Παρούσας Αξίας ΚΠΑ (Net Present Value NPV), η οποία χρησιμοποιείται για την μετατροπή των ποσών που θα εισπραχθούν σε παρούσες αξίες. Προϋπόθεση για τη μέθοδο αυτή είναι η αποδοχή του κανόνα ότι για ισομεγέθη ποσά έχουν

Τα δύο σημαντικά βήματα για την υλοποίηση της εν λόγω μεθόδου είναι, πρώτον, η επιλογή του κατάλληλου συντελεστή προεξόφλησης των χρηματικών ροών και δεύτερον, η επιλογή των κατάλληλων χρηματικών ροών.

Συντελεστής Προεξόφλησης

Ως συντελεστής προεξόφλησης χρησιμοποιείται το μέσο σταθμικό κόστος ευκαιρίας τόσο των δανειστών της επιχείρησης όσο και των μετόχων της (WACC). Παράγοντες που λαμβάνονται υπόψη είναι η πιθανή διαφοροποίηση του λόγου χρέους / κεφαλαίου της επιχείρησης καθώς και η διακριτή εκτίμηση του κόστους μετοχικού κεφαλαίου και του πιστωτικού κόστους. Συνήθως η περίοδος αναφοράς για το τραπεζικό χρέος είναι τα 10 έτη. Λόγω του μακροπρόθεσμου χαρακτήρα μιας τέτοιας δανειακής σύμβασης, προστίθεται στο επιτόκιο δανεισμού - που καθορίζει το πιστωτικό κόστος - προσαύξηση λόγω κινδύνου - risk premium. Παράλληλα, πρέπει να λαμβάνεται υπόψη ότι η έκδοση χρέους συνεπάγεται και φορολογικά οφέλη (η πληρωμή τόκων οδηγεί σε φορολογικές εκπτώσεις) και κατά συνέπεια το πιστωτικό κόστος (κόστος δανεισμού) πρέπει να υπολογίζεται μετά από τη φορολογική εξοικονόμηση.

Μια εναλλακτική μέθοδος για τον υπολογισμό του μέσου κόστους κεφαλαίου είναι το Capital Asset Pricing Model - CAPM, η οποία συσχετίζει τη διαφοροποίηση του κόστους κεφαλαίου μιας επιχείρησης από εκείνο της αγοράς, με τη διαφορά της μέσης απόδοσης της αγοράς από την απόδοση της επένδυσης δίχως κίνδυνο. Σημαντικό μέγεθος στο πλαίσιο υπολογισμού της συγκεκριμένης μεθόδου είναι ο συντελεστής β (βαθμολόγηση από -1 έως 1), ο οποίος εκτιμά τη συσχέτιση στη διακύμανση της τιμής μιας μετοχής με εκείνη της αγοράς (για πλήρη συσχέτιση $\beta=1$, για πλήρη αντίθετη συσχέτιση $\beta=-1$, για παντελής έλλειψη συσχέτισης $\beta=0$).

Επιλογή Χρηματικών Ροών

Όσον αφορά την επιλογή των χρηματικών ροών, τρία είναι τα κύρια ζητήματα:

- Ο προσδιορισμός των χρηματικών ροών που θα επιλεγούν. Αναφορά γίνεται στους λογαριασμούς, όπως ποιοι από αυτούς θα θεωρηθούν ως επενδυτικές ροές, πληρωμές πρώτων υλών, κίνησης κεφαλαίων, πληρωμής τοκοχρεολυσίων, εισπράξεις κ.ο.κ..

μεγαλύτερη αξία τα παρόντα από ότι τα μελλοντικά. Αυτό συμβαίνει διότι λαμβάνεται υπόψη το κόστος ευκαιρίας ή επανεπένδυσης των παροντικών ποσών. Ως συντελεστές προεξόφλησης χρησιμοποιούνται είτε το επιτόκιο αγοράς (ταμειυτηρίου ή επιχειρηματικού δανεισμού) ή κατά προτίμηση, το μέσο κόστος κεφαλαίου της επιχείρησης.

- Για πόσο χρονικό διάστημα, σε έτη, θα γίνουν προβλέψεις για τις εισροές και τις εκροές.
- Πως θα πραγματοποιηθεί πιο βέλτιστα η πρόβλεψη για τις μελλοντικές χρηματικές ροές.

Η εν λόγω μέθοδος διέπεται από τα ακόλουθα πλεονεκτήματα / μειονεκτήματα:

Πλεονεκτήματα

- Το ενδιαφέρον επικεντρώνεται στο μέλλον και όχι στο παρελθόν όπως συμβαίνει με την προηγούμενη μέθοδο.
- Λαμβάνεται υπόψη όλη εκείνη η πληροφόρηση η οποία πιθανότατα θα συμβάλει στη διαμόρφωση των μελλοντικών χρηματικών ροών της επένδυσης.
- Επιλέγονται για μελέτη χρηματικές ροές και όχι κέρδη.
- Δύναται να εξεταστούν ευέλικτα σενάρια και διαφορετικές πιθανότητες εξέλιξης για το μέλλον.
- Υπάρχει σωστή θεωρητική υποστήριξη.

Μειονεκτήματα

- Χρειάζονται μια σειρά από υποθέσεις προκειμένου να αναπτυχθούν τα μοντέλα των μελλοντικών χρηματικών ροών.
- Η επιλογή του κατάλληλου συντελεστή στάθμισης στηρίζεται σε αμφισβητούμενα θεωρητικά υποδείγματα όπως το CAPM και τα ΒΕΤΑ.
- Εμπλέκεται ο υποκειμενικός παράγοντας αναφορικά με την επιλογή του κατάλληλου περιθωρίου κινδύνου (risk premium).
- Είναι προβληματική η αξιολόγηση των επίφοβων χρηματικών ροών.
- Τα ιστορικά στοιχεία είναι γεγονότα ενώ οι μελλοντικές εκτιμήσεις είναι πιθανά γεγονότα.

2.3 Υποδείγματα Βαθμολόγησης της Πιστοληπτικής Ικανότητας – Credit Scoring Models

Σκοπός της συγκεκριμένης κατηγορίας υποδειγμάτων είναι η βαθμολόγηση της πιθανότητας των δανειζόμενων να μην πραγματοποιήσουν πληρωμές. Για το λόγο αυτό λαμβάνονται ποσοτικές πληροφορίες με βάση τις οποίες οι εταιρείες κατατάσσονται σε κατηγορίες πιστοληπτικής φερεγγυότητας. Οι πληροφορίες αυτές προέρχονται από τις λογιστικές

καταστάσεις των επιχειρήσεων και αφορούν συγκεκριμένους αριθμοδείκτες. Αξίζει να σημειωθεί, ότι οι τεχνικές αυτές εξαρτώνται σε απόλυτο βαθμό από την αξιοπιστία των λογιστικών στοιχείων. Για περιπτώσεις δημιουργικής λογιστικής όλα τα υποδείγματα αυτού του τύπου δεν παρέχουν αξιόπιστες αξιολογήσεις αλλά εσφαλμένα αποτελέσματα.

Τα κυριότερα από τα υποδείγματα που έχουν αναπτυχθεί παρουσιάζονται στη συνέχεια με πρώτη αναφορά στο πιο δημοφιλές, στο υπόδειγμα Altman.

2.3.1 Altman, Z-score model (1968)

Το πιο γνωστό και ευρέως χρησιμοποιούμενο υπόδειγμα είναι εκείνο που παρουσίασε το 1968 ο Edward Altman. Το συγκεκριμένο μοντέλο χρησιμοποιεί αριθμοδείκτες, οι οποίοι αποτελούν μια τεχνική που χρησιμοποιήθηκε ήδη από τη δεκαετία του 1930 από ερευνητές της λογιστικής, όπως ο William Beaver⁵. Στη συνέχεια, μια πρώτη εκδοχή της διακριτής ανάλυσης ήταν εκείνη που παρουσίασε ο R. Fisher, το 1936. Στο υπόδειγμα Z-score του Altman, οι χρησιμοποιούμενοι αριθμοδείκτες περιγράφουν την εικόνα της επιχείρησης σε 5 κατηγορίες, όπως ρευστότητα, κερδοφορία, μόχλευση, φερεγγυότητα και δραστηριότητα. Συγκεκριμένα, η μαθηματική εξίσωση του υποδείγματος έχει ως εξής:

$$Z = 1,2Z1 + 1,4Z2 + 3,3Z3 + 0,6Z4 + 0,999Z5$$

Όπου:

Z = Συνολικός Δείκτης

Z1 = Κεφάλαιο Κίνησης / Σύνολο Ενεργητικού

Z2 = Παρακρατημένα Κέρδη / Σύνολο Ενεργητικού

Z3 = Κέρδη πριν από Τόκους και Φόρους / Σύνολο Ενεργητικού

Z4 = Αγοραστική Αξία Μετοχικού Κεφαλαίου / Ονομαστική Αξία Συνολικού Χρέους

Z5 = Πωλήσεις / Σύνολο Ενεργητικού

Ανάλογα με τις τιμές του δείκτη Z, διαμορφώνονται οι ακόλουθες τρεις ζώνες αξιολόγησης των επιχειρήσεων:

Πίνακας 1:

Ζώνες Αξιολόγησης του Δείκτη Z

Τιμές του Δείκτη Z	Αξιολόγηση
$Z > 2,99$	Ζώνη Ασφαλείας
$1,8 < Z < 2,99$	Γκριζα Ζώνη
$Z < 1,80$	Προβληματική Ζώνη

⁵ Αναλυτικά περιγράφεται στην ιστοσελίδα Wikipedia, στη λήμα: Altman Z-score

Μια παραλλαγή του συγκεκριμένου υποδείγματος αφορά τις επιχειρήσεις μη βιομηχανικών κλάδων και επιχειρήσεων εκτός χρηματιστηριακών αγορών. Για αυτές τις επιχειρήσεις, ο δείκτης Z υπολογίζεται ως εξής:

$$Z = 6,56Z_1 + 3,26Z_2 + 6,72Z_3 + 1,05Z_4$$

Όπου:

Z = Συνολικός Δείκτης

Z_1 = Κεφάλαιο Κίνησης / Σύνολο Ενεργητικού

Z_2 = Παρακρατημένα Κέρδη / Σύνολο Ενεργητικού

Z_3 = Κέρδη πριν από Τόκους και Φόρους / Σύνολο Ενεργητικού

Z_4 = Καθαρή Θέση / Ονομαστική Αξία Συνολικού Χρέους

Ανάλογα, οι ζώνες αξιολόγησης του δείκτη Z διαμορφώνονται ως εξής:

Πίνακας 2:

Ζώνες Αξιολόγησης του Δείκτη Z για Επιχειρήσεις μη Βιομηχανικών Κλάδων και μη Ενταγμένων σε Χρηματιστηριακές Αγορές

Τιμές του Δείκτη Z	Αξιολόγηση
$Z > 2,6$	Ζώνη Ασφαλείας
$1,1 < Z < 2,6$	Γκριζα Ζώνη
$Z < 1,1$	Προβληματική Ζώνη

Πέρα από το υπόδειγμα Altman, έχουν αναπτυχθεί κι άλλα υποδείγματα τα πιο σημαντικά από τα οποία είναι το μοντέλο Zmijewski και το μοντέλο Olson. Αναλυτικά, τα εν λόγω υποδείγματα έχουν ως εξής:

2.3.2 Zmijewski Model (1984)

Το εν λόγω υπόδειγμα χρησιμοποιεί χρηματοοικονομικούς δείκτες οι οποίοι μετρούν την επιχειρηματική απόδοση, τη μόχλευση και τη ρευστότητα. Συγκεκριμένα, το υπόδειγμα παρουσιάζεται ως ακολούθως:

$$X = -4,3 - 4,5 X_1 + 5,7X_2 - 0,004X_3$$

Όπου:

X = Συνολικός Δείκτης

X_1 = Καθαρά Έσοδα / Σύνολο Ενεργητικού

$X2 = \text{Συνολικό Χρέος} / \text{Σύνολο Ενεργητικού}$

$X3 = \text{Κυκλοφορούν Ενεργητικό} / \text{Τρέχουσες Υποχρεώσεις}$

2.3.3 Ohlson Model (1980)

Το συγκεκριμένο υπόδειγμα χρησιμοποιεί 9 μεταβλητές για να εκτιμήσει το μέγεθος της επιχείρησης, τη μόχλευσή της, τη ρευστότητά της και τέλος την αποδοτικότητά της. Συγκεκριμένα το υπόδειγμα Ohlson έχει ως εξής:

$$Y = -1,3 - 0,4Y1 + 6Y2 - 1,4 Y3 + 0,1Y4 - 2,4Y5 - 1,8Y6 + 0,3Y7 - 1,7Y8 - 0,5Y9$$

Όπου:

$Y = \text{Συνολικός Δείκτης}$

$Y1 = \log (\text{Συνολικό Ενεργητικό} / \text{ΑΕΠ Δίκτης Τιμών})$

$Y2 = \text{Συνολικές Υποχρεώσεις} / \text{Συνολικό Ενεργητικό}$

$Y3 = \text{Κεφάλαιο Κίνησης} / \text{Συνολικό Ενεργητικό}$

$Y4 = \text{Βραχυχρόνιες Υποχρεώσεις} / \text{Κυκλοφορούν Ενεργητικό}$

$Y5 = 1 \text{ αν οι Συνολικές Υποχρεώσεις} > \text{Σύνολο Ενεργητικού, αλλιώς } 0$

$Y6 = \text{Καθαρά Έσοδα} / \text{Σύνολο Ενεργητικού}$

$Y7 = \text{Λειτουργικά Έσοδα} / \text{Συνολικές Υποχρεώσεις}$

$Y8 = 1 \text{ αν τα καθαρά έσοδα ήταν αρνητικά τα τελευταία 2 έτη, αλλιώς } 0$

$Y9 = \text{Μέτρο Μεταβολής των Καθαρών Εσόδων}$

Κεφάλαιο 3: Η Παρουσία των Οίκων Αξιολόγησης στην Παγκοσμιοποιημένη Οικονομία

Οι Οίκοι Πιστοληπτικής Αξιολόγησης είναι εταιρείες οι οποίες εκδίδουν διαβαθμίσεις κατάταξης φερεγγυότητας (ratings) των εκδοτών υποχρεώσεων χρέους. Επίκεντρο των αναλύσεών τους αποτελούν:

- εταιρείες,
- εταιρικά σχήματα ειδικού σκοπού,
- εθνικές και τοπικές κυβερνήσεις, καθώς και
- μη κυβερνητικοί οργανισμοί.

Αντικείμενα αξιολόγησης είναι είτε οι μετοχές που εκδίδουν οι ως άνω οργανισμοί είτε ομόλογα τα οποία αποτελούν αντικείμενα διαπραγμάτευσης στις δευτερογενείς αγορές. Οι κατατάξεις των Οίκων Αξιολόγησης, ουσιαστικά καταγράφουν την πιστοληπτική ικανότητα των εκδοτών χρέους, δηλαδή την δυνατότητα / πιθανότητα για τελική αποπληρωμή των υποχρεώσεών τους.

Χρήστες των διαβαθμίσεων των Οίκων Αξιολόγησης μπορούν να είναι:

- επενδυτές
- εκδότριες εταιρείες (μετοχών)
- επενδυτικές τράπεζες
- χρηματιστηριακές εταιρείες, μεσολαβητές (brokers – dealers)
- κυβερνήσεις
- εποπτικές αρχές
- διεθνείς οργανισμοί

Ειδικά για τους επενδυτές, οι διαβαθμίσεις των Οίκων Αξιολόγησης αποτελούν ένα σημαντικό βοήθημα, μια τρίτη άποψη από ένα αντικειμενικό κριτή, για τις επενδυτικές τους αποφάσεις. Με αυτή τη λογική, οι Οίκοι Αξιολόγησης βελτιώνουν την αποτελεσματικότητα της αγοράς (market efficiency) καθώς μειώνουν τα κόστη μεσολάβησης τόσο των δανειζόμενων όσο και των δανειστών. Με άλλα λόγια, οι Οίκοι Αξιολόγησης ωθούν σε ανάπτυξη στην οικονομία μέσω της αύξησης των επενδύσεων και της προώθησης των

κεφαλαίων υψηλού κινδύνου (risk capital) σε περιπτώσεις και κλάδους που πολύ δύσκολα να πραγματοποιηθούν αυτόνομα επενδύσεις, όπως τοπικές κυβερνήσεις, νεοσύστατες επιχειρήσεις, νοσοκομεία και πανεπιστήμια.

Όσον αφορά τις εταιρείες που εκδίδουν ομόλογα, η εκτίμησή τους από τους Οίκους Αξιολόγησης είναι απαραίτητη προϋπόθεση προκειμένου να διατεθούν στους ενδιαφερόμενους επενδυτές. Επί το πλείστον, οι επενδυτές απαιτούν τουλάχιστον τρεις εκτιμήσεις από έγκριτους Οίκους Αξιολόγησης για να αποφασίσουν αν θα αγοράσουν τα ομόλογα συγκεκριμένου εκδότη.

Από την άλλη μεριά, οι εποπτικές αρχές χρησιμοποιούν τις εκτιμήσεις των Οίκων Αξιολόγησης για τη διαμόρφωση κανόνων, όπως οι κεφαλαιακές απαιτήσεις για τις τράπεζες ανάλογα με τη διαβάθμιση κινδύνου του πιστοδοτικού τους χαρτοφυλακίου από ανεξάρτητους Οίκους αξιολόγησης. Παράδειγμα τέτοιων χρήσεων των εκτιμήσεων των Οίκων Αξιολόγησης αποτελούν η συμφωνία της Βασιλείας II για την διαμόρφωση των συντελεστών κεφαλαιακής επάρκειας των πιστωτικών ιδρυμάτων και η επιτροπή Securities and Exchange Commission στις Η.Π.Α. σχετικά με τις προδιαγραφές λειτουργίας των επενδυτικών τραπεζών και των μεσολαβητών (brokers).

Ιδιαίτερης μνείας πεδίο εφαρμογής των εκτιμήσεων των Οίκων Αξιολόγησης είναι οι διαρθρωτικές χρηματοδοτήσεις – structured finance⁶. Με τον όρο αυτό γίνεται αναφορά στην εξωτερική χρηματοδότηση μιας εταιρείας, όχι για το σύνολό της, αλλά για κάθε δραστηριότητα ξεχωριστά ή για κάθε διακριτή επένδυση. Με άλλα λόγια, η εταιρεία ζητά δανεισμό για κάθε ξεχωριστό επενδυτικό σχέδιο. Μια τέτοια διακριτή χρηματοδότηση έχει το χαρακτηριστικό ότι αν και η ίδια εταιρεία πραγματοποιεί τις επενδύσεις, εντούτοις, κάθε επένδυση διέπεται από διαφορετική μορφή επενδυτικού κινδύνου. Επειδή κίνδυνος και κόστος δανεισμού συσχετίζονται άμεσα, κάθε ξεχωριστό επενδυτικό πρόγραμμα που χρηματοδοτείται με έκδοση ομολόγων πρέπει να έχει διαφορετική κοστολόγηση. Αν μια εταιρεία επιδίωκε συνολική έκδοση χρέους για τη χρηματοδότηση όλων των επενδυτικών της προγραμμάτων, τότε λόγω του σημαντικού μεγέθους κεφαλαίων που θα απαιτούταν θα είχαμε σημαντική προσαύξηση του εκτιμώμενου πιστωτικού κινδύνου και αντίστοιχα υψηλό δανειακό κόστος. Αντίθετα, η διαρθρωτική χρηματοδότηση, λόγω της ευνοϊκότερης

⁶ BIS, Committee on the Global Financial System, 2005, “The Role of Ratings in Structured Finance: Issues and Applications”

εκτίμησης του πιστωτικού κινδύνου για κάθε επένδυση ξεχωριστά, επιτρέπει σημαντική μείωση στο συνολικό δανειακό κόστος. Εν κατακλείδι, η διακριτή έκδοση ομολόγων επιτυγχάνεται χάρη στους Οίκους Αξιολόγησης οι οποίοι παρέχουν την απαιτούμενη εκτίμηση κινδύνου ανά επενδυτικό πρόγραμμα.

Ολοκληρώνοντας την αναφορά στη λειτουργία των Οίκων Αξιολόγησης πρέπει να επισημανθεί ίσως το πιο «προβληματικό» στοιχείο της δράσης τους, το οποίο τα τελευταία χρόνια έχει γίνει αντικείμενο έντονων συζητήσεων και διαξιφισμών τόσο σε ακαδημαϊκό επίπεδο όσο και σε επίπεδο οικονομικής πολιτικής. Το θέμα αυτό δεν είναι άλλο από την υποκειμενικότητα των Οίκων Αξιολόγησης στην διαδικασία πιστοληπτικής διαβάθμισης των κινδύνων. Ανεξάρτητα από την ανάλυση που ακολουθούν και την αντικειμενικότητα των χρησιμοποιούμενων μεθόδων, όλα τα μαθηματικά υποδείγματα για να λειτουργήσουν στηρίζονται σε παραδοχές οι οποίες εμπεριέχουν την υποκειμενική εκτίμηση. Η υποκειμενικότητα αυτή λαμβάνει ολόένα και μεγαλύτερες διαστάσεις όταν αντικείμενο της αξιολόγησης αποτελούν κράτη ή επιχειρήσεις με μεγάλα ομολογιακά δάνεια. Όταν τα μεγέθη των εκτιμήσεων αυξάνονται, μεγαλώνει η σημασία των ποιοτικών χαρακτηριστικών των εκδοτών των δανείων και η φερεγγυότητα που έχουν ως υπόσταση και ως δεξαμενή ασφαλειών. Αναλύοντας το ρόλο των Οίκων Αξιολόγησης στην οικονομία και κάνοντας κριτική στην εν γένει παρουσία τους θα επισημανθεί ιδιαίτερα η προβληματική αυτή διάσταση στην παρουσία τους.

3.1 Ο ρόλος των Οίκων Αξιολόγησης στο Επιχειρηματικό Περιβάλλον

Όπως ειπώθηκε, οι Οίκοι Αξιολόγησης αποτελούν μια ιδιότυπη μορφή συμβουλευτικών εταιρειών, που κύριο στόχο έχουν την αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας οποιουδήποτε εκδότη χρέους – δημόσιου ή ιδιωτικού φορέα – κυρίως με την μορφή έκδοσης ομολογιών. Η λειτουργία τους αυτή μπορεί να χαρακτηριστεί ότι επιτελεί έναν «κοινοφελή» σκοπό, με τη λογική ότι επιδιώκεται αντικειμενική αξιολόγηση των ποσοτικών και ποιοτικών χαρακτηριστικών επιχειρήσεων, οργανισμών και κρατών έτσι ώστε η τοποθέτηση ξένων κεφαλαίων να πραγματοποιείται με τον πλέον «αποτελεσματικό» τρόπο.

Σύμφωνα με την ευρύτερα αποδεκτή άποψη για τον ρόλο των Οίκων Αξιολόγησης στις αγορές κεφαλαίων, αυτός αφορά⁷ φυσικά, την αξιολόγηση των συμμετεχόντων στην αγορά με τη δημοσιοποίηση πληροφοριών μέσω της βαθμολόγησης της πιστοληπτικής τους ικανότητας αλλά και την ρύθμιση των αγορών εφόσον οι ως άνω αξιολογήσεις αποτελούν και ουσιαστικά, κριτήρια πιστοληπτικής ποιότητας. Η σημασία του δεύτερου ρόλου έγκειται ότι στο πλαίσιο της συνθήκης της Βασιλείας II, στο Pillar 1 υπάρχει ιδιαίτερη αναφορά για τις αξιολογήσεις των εν λόγω Οίκων⁸.

Η «αποτελεσματικότητα» της χρηματοδότησης αποτελεί μια πολυσύνθετη έννοια, η οποία στην πιο απλή της εκδοχή αφορά την ορθή συσχέτιση του επενδυτικού κινδύνου με το κόστος άντλησης κεφαλαίων. Δηλαδή, η αποτελεσματικότητα μιας αγοράς κρίνεται όταν οι εκάστοτε επενδυτικοί κίνδυνοι αξιολογούνται σωστά, ώστε οι επενδυτές να έχουν πλήρη αντίληψη του ρίσκου που αναλαμβάνουν το οποία σαφέστατα, οφείλει να είναι θετική συνάρτηση της αναμενόμενης απόδοσης. Με άλλα λόγια, όσο μεγαλύτερος είναι ο κίνδυνος μιας επένδυσης τόσο μεγαλύτερη οφείλει να είναι η αναμενόμενη πρόσοδος. Επομένως, η ανάγκη ύπαρξης ενός αντικειμενικού φορέα ελέγχου / αξιολόγησης είναι εξαιρετικά μεγάλη. Τη λειτουργία αυτή επιτελούν οι Οίκοι Αξιολόγησης.

Στόχος της ανάλυσης που ακολουθεί είναι να εντοπιστούν τα στοιχεία που συνθέτουν τη δράση και την παρουσία των Οίκων Αξιολόγησης με αναφορά στο αντικείμενο δράσης τους και στις επιπτώσεις τους στο επιχειρηματικό περιβάλλον. Για το σκοπό αυτό η διερεύνηση θα επικεντρωθεί στη λειτουργία των Οίκων Αξιολόγησης ως εκτιμητές πιστοληπτικής ικανότητας σε ένα παγκοσμιοποιημένο επιχειρηματικό περιβάλλον με ποικίλους και αλληλοεξαρτώμενους κινδύνους.

Όπως αναφέρθηκε, ως πιστοληπτική ικανότητα αναγνωρίζεται διεθνώς, η πιθανότητα ολικής αποπληρωμής του χρέους ενός εκδότη. Η έκδοση του χρέους μπορεί να γίνει με 2 μορφές:

- Με τραπεζικό δανεισμό, και
- Με ομόλογα.

⁷ Carol Ann Frost “Credit rating agencies in capital markets: a review of research evidence on selected criticisms of the agencies” σελ. 8

⁸ Bank for International Settlements, www.bis.org, Basel II, Pillar 1: revised international capital framework.

3.1.1 Τραπεζικός δανεισμός

Ο τραπεζικός δανεισμός ως επίκεντρο των Οίκων Αξιολόγησης αφορά κυρίως τη χρηματοδότηση μακροπρόθεσμων επενδυτικών προγραμμάτων. Εστιάζεται δηλαδή, το ενδιαφέρον της αξιολόγησης σε συγκεκριμένα επιχειρηματικά σχέδια. Η εν λόγω δανειοδότηση μπορεί να είναι από ένα μεμονωμένο πιστωτικό ίδρυμα ή από μια κοινοπραξία τραπεζών. Στη δεύτερη περίπτωση, πιο συχνή σε πολύ μεγάλα επιχειρηματικά σχέδια, κύρια επιδίωξη είναι η διάχυση ή επιμερισμός του επιχειρηματικού κινδύνου. Λόγω της εμπλοκής πολλών φορέων, η εμπλοκή των Οίκων Αξιολόγησης αποτελεί ένα συχνό φαινόμενο που αιτιολογείται από την ανάγκη ύπαρξης ενός τρίτου, αντικειμενικού μεσάζοντα, για να αξιολογήσει τόσο τον χρηματοδοτούμενο φορέα όσο και το χρηματοδοτούμενο επιχειρηματικό σχέδιο.

3.1.2 Ομόλογα

Η έκδοση ομολόγων αποτελεί μια εναλλακτική μορφή χρηματοδότησης η οποία αφορά τη διάθεση χρεωστικών τίτλων σε επενδυτές μέσω της σύμπραξης εταιρειών (πιστωτικών ιδρυμάτων – επενδυτικών οργανισμών) που λειτουργούν ως ανάδοχοι της έκδοσης. Η εμπλοκή των Οίκων Αξιολόγησης είναι διαρκής. Αρχικά λειτουργούν ως εκτιμητές του επενδυτικού κινδύνου έτσι ώστε οι επενδυτές να κρίνουν «αποτελεσματικά» το πόσο «δίκαιο» είναι το προσφερόμενο επιτόκιο των ομολογιακών τίτλων. Στη συνέχεια και κατόπιν έναρξης συναλλαγών επί των τίτλων στις δευτερογενείς αγορές, οι Οίκοι Αξιολόγησης μέσω περιοδικών εκθέσεων αποτελούν πηγή ενημέρωσης των επενδυτών για το κατά πόσο πρέπει να κρατήσουν χρονικά τους ομολογιακούς τίτλους. Παράλληλα, επιδρούν σημαντικά στη διαμόρφωση των τιμών των τίτλων και μπορούν να προκαλέσουν ακόμα και εξωγενείς επιδράσεις στους εκδότες των ομολόγων όταν οι εκθέσεις τους για αυτούς είναι επιβαρυντικές.

3.2 Οίκοι Πιστοληπτικής Αξιολόγησης και Τράπεζες

Σύμφωνα με τους κανονισμούς της Βασιλείας II για τις κεφαλαιακές απαιτήσεις των πιστωτικών ιδρυμάτων καθώς και του ευρύτερου ρυθμιστικού πλαισίου σε εθνικό και διεθνές επίπεδο, οι αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας από ανεξάρτητους Οίκους όπως η Fitch και η Standard's and Poor's είναι αναγκαία προϋπόθεση για τη νομότυπη λειτουργία των

χρηματοπιστωτικών οργανισμών και των επενδυτικών οίκων⁹. Συγκεκριμένα και ειδικά για τις τράπεζες, η συνεργασία με του Οίκους Αξιολόγησης πραγματοποιείται σε 2 επίπεδα:

1. Πρώτα από όλα ως πελάτες των Οίκων Αξιολόγησης, οι τράπεζες χρησιμοποιούν τις εκθέσεις τους προκειμένου να διαχειριστούν το επενδυτικό τους χαρτοφυλάκιο. Οι εκθέσεις αυτές αφορούν την αξιολόγηση εκδοτών ομολογιών αλλά και μεγάλων επιχειρήσεων, οι μετοχές των οποίων είναι διαπραγματεύσιμες στις διεθνείς αγορές κεφαλαίων. Η σχετική αντικειμενικότητα και η αξιοπιστία των Οίκων Αξιολόγησης συνιστά το λόγο που καταφεύγουν οι τράπεζες στις υπηρεσίες τους έτσι ώστε να διαμορφώσουν άποψη επί του κινδύνου των επενδύσεων που υλοποιούν.
2. Από την άλλη μεριά οι τράπεζες τυγχάνουν αντικείμενο αξιολόγησης των εν λόγω Οίκων προκειμένου να καθοριστεί από τις ελεγκτικές αρχές κάθε χώρας¹⁰, όπως η Τράπεζα της Ελλάδος, τα ποσοστά της κεφαλαιακής επάρκειας, δηλαδή, των αποθεματικών που τηρούν στην Τράπεζα της Ελλάδος οι εμπορικές τράπεζες ως αντιστάθμιση ρευστότητας έναντι των πιστωτικών και επενδυτικών κινδύνων που αναλαμβάνουν.

Από τη στιγμή που τα πιστωτικά ιδρύματα αποτελούν τη ραχοκοκαλιά λειτουργίας του παγκόσμιου οικονομικού συστήματος, γίνεται εύκολα αντιληπτό, ότι η σύμπραξη με τους Οίκους Αξιολόγησης, καθιστά την παρουσία τους νευραλγικό παράγοντα της λειτουργίας των διεθνών αγορών χρήματος και κεφαλαίων. Οι αξιολογήσεις τους πολλές φορές έχουν αποτελέσει αφορμή για διαμάχη ανάμεσα σε επενδυτές ενώ είναι ευρύτερα αποδεκτό ότι επηρεάζουν τιμές ομολόγων και μετοχών σε βραχυχρόνιο επίπεδο. Η πρόσφατη χρηματοοικονομική κρίση του 2008 με τις επιπτώσεις της και στην Ελλάδα την περίοδο που βιώνουμε εμπλέκει και τους Οίκους αξιολόγησης τόσο διότι δεν προέβλεψαν ή δεν απέτρεψαν την εκδήλωσή της όσο γιατί η κατέρρευσαν και πτώχευσαν μεγάλοι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί των οποίων η αξιολόγησή τους ήταν ιδιαίτερα θετική (Lehman Brothers).

⁹ De Metijer & Saaf, 2008

¹⁰ Στην Ελλάδα τον έλεγχο της κεφαλαιακής επάρκειας (capital adequacy) της κάθε τράπεζας που είτε εδρεύει είτε δραστηριοποιείται εγχώρια, πραγματοποιεί η Τράπεζα της Ελλάδος. Η συγκεκριμένη λειτουργία ελέγχεται από την Τράπεζα Διεθνών Συναλλαγών (Bank for International Settlements BIS) η οποία και καθορίζει τους δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας έναντι του πιστωτικού κινδύνου, οι οποίοι περιλαμβάνονται στις αρχές της συνθήκης της Βασιλείας II καθώς και της αναθεώρησής της από τη Βασιλεία III.

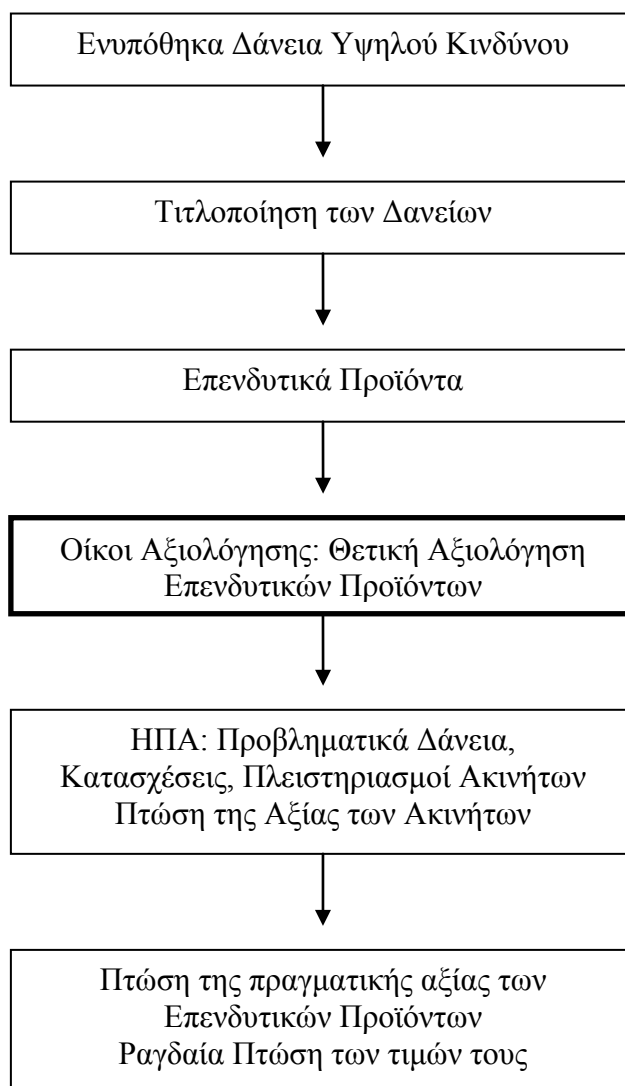
3.3 Ο Ρόλος των Οίκων Αξιολόγησης στην Κρίση του 2008

Το ξέσπασμα της οικονομικής κρίσης του 2008, που επέφερε τη πιο μεγάλη ύφεση στην παγκόσμια οικονομία μετά την κρίση του 1929, δρομολογήθηκε με την κατάρρευση της κολοσσιαίας επενδυτικής τράπεζας Lehman Brothers. Ουσιαστικά, η οικονομική κρίση προήλθε από την ραγδαία επέκταση χρηματοπιστωτικών προϊόντων όπως τα δομημένα ομόλογα, τίτλοι σε ενυπόθηκα δάνεια περιορισμένης εξασφάλισης¹¹ sub prime loans δάνεια¹², κλπ. Συγκεκριμένα, πριν από την κρίση συνετέθη ένας ολόκληρος μηχανισμός ο οποίος κάτω από τις ευλογίες και την ευνοϊκή αξιολόγηση Οίκων όπως Moody's, Fitch και Standard & Poor's οδήγησε σε μια σειρά από αλυσιδωτές αντιδράσεις με αποτέλεσμα την κατάρρευση μεγάλων επενδυτικών και τραπεζικών οίκων, την πτώση των διεθνών χρηματαγορών και τέλος την ενεργή και σημαντική διείσδυση του Κράτους με τη μορφή εκτεταμένων εγγυήσεων και εξαγορά προβληματικών τραπεζικών ομίλων (ΗΠΑ). Σχηματικά, η κρίση κλιμακώθηκε ως εξής:

¹¹ Σύμφωνα με τον Reiss (2009) τα εν λόγω δάνεια είναι υψηλότερου ρίσκου και με υψηλότερο επιτόκιο. Εκδόθηκαν κυρίως από κτηματικές εταιρείες / μεσάζοντες αλλά και με σκοπό την αναχρηματοδότηση προβληματικών δανείων κτηματικής πίστης. Ως εκ τούτου, υπήρχε μεγάλο κίνητρο για προώθηση των προϊόντων αυτών στη δευτερογενή αγορά λόγω του υψηλού ρίσκου, με δόλωμα πάντα τις υψηλές αποδόσεις επιτοκίου.

¹² Ως prime loans θεωρούνται εκείνα τα δάνεια, των οποίων οι λήπτες κρίνονται άριστης πιστοληπτικής ικανότητας. Αντίθετα, τα sub prime loans είναι δάνεια που αφορούν δανειζόμενους περιορισμένης πιστοληπτικής ικανότητας.

Σχήμα 1



Στην ως άνω εξέλιξη συντέλεσε η μεγάλη χαλάρωση των κανόνων εποπτείας του χρηματοπιστωτικού συστήματος (deregulation) που ξεκίνησε από τη δεκαετία του 1990 και ολοκληρώθηκε τη δεκαετία του 2000. Συγκεκριμένα, αναφορά γίνεται στην απελευθέρωση των αγορών χρήματος και κεφαλαίων που είχε ως αποτέλεσμα την ελεύθερη κεφαλαιακή κίνηση κυρίως για χρηματιστηριακές συναλλαγές και επενδύσεις. Άμεση συνέπεια ήταν η αλληλεπίδραση ανάμεσα στα χρηματιστήρια και η ιδιαίτερη ευαισθησία στις συναλλαγματικές ισοτιμίες. Οι οικονομολόγοι ονομάζουν το φαινόμενο αυτό ως συνολοκλήρωση των αγορών ή domino effect. Με άλλα λόγια, μια σημαντική αλλαγή σε ένα μεγάλο χρηματιστήριο, όπως αυτό της Νέας Υόρκης, συμπαρασύρει τα υπόλοιπα Ευρωπαϊκά και Ασιατικά Χρηματιστήρια. Παράλληλα, η δημιουργία του ΕΥΡΩ και η ισχυροποίησή του

ως σκληρό χρήμα οδήγησε σε σταδιακή πτώση ή συγκράτηση των επιτοκίων¹³. Λαμβάνοντας υπόψη ότι η δεκαετία πριν την εκδήλωση της κρίσης χαρακτηριζόταν από συνεχή ανάπτυξη των μεγαλύτερων οικονομιών παγκοσμίως, γίνεται εύκολα κατανοητό, ότι υπήρξαν ευνοϊκές προϋποθέσεις για πιστωτική επέκταση.

Έτσι λοιπόν, το θετικό διεθνές κλίμα ανάπτυξης και η «μυωπική» αντίδραση των οίκων αξιολόγησης σχετικά με τις προοπτικές ανάπτυξης της Αμερικανικής οικονομίας οδήγησαν σε συνεχείς και αλυσιδωτές επενδύσεις και σε προϊόντα με πολύ μεγάλη απόδοση αλλά και αντίστοιχο επενδυτικό κίνδυνο. Σε τόσο μεγάλα ανοίγματα, ευνοημένα από εκτιμήσεις των Οίκων Αξιολόγησης, αρκούσαν απλά και μόνο μια ανακοίνωση ή ένα γεγονός για να εξωθήσει σε αλυσιδωτές αντιδράσεις και κατάρρευση των πάντων.

Σύμφωνα με τον Reiss¹⁴ (2009), οι Οίκοι Αξιολόγησης έπαιξαν σημαντικό ρόλο στην εκδήλωση της κρίσης κυρίως μέσω παραπληροφόρησης των επενδυτών. Η διενέργεια ευνοϊκών προβλέψεων ήταν προς όφελος των Οίκων Αξιολόγησης για ένα λόγο παραπάνω: η αύξηση της αγοράς λόγω των παροτρύνσεων προς τους επενδυτές μεταβάλλει θετικά τη ζήτηση για τις υπηρεσίες τους. Έτσι, καταλήγει ο Reiss, οι εκθέσεις των Moody's, Standard & Poor's και Fitch εκτίναξαν την αγορά των sub prime ενυπόθηκων προϊόντων και τίθεται αναμφισβήτητα πλέον ως προτεραιότητα η αναπροσαρμογή του θεσμικού ελέγχου των Οίκων Αξιολόγησης σε πιο αυστηρό πλαίσιο.

Ιδιαίτερο ενδιαφέρον έχει η μελέτη της Carol Ann Frost¹⁵ (2006), η οποία αν και προηγείται της κρίσης του 2008 εξετάζει εμπειρικά 4 υποθέσεις αναφορικά με τις επιρροές που έχουν στις διεθνείς αγορές οι Οίκοι Αξιολόγησης. Συγκεκριμένα, διερευνάται αν οι Οίκοι Αξιολόγησης ακολουθούν πολιτικές απόκρυψης πληροφοριών, disclosure practices, τόσο ως προς τους πελάτες τους όσο και για τις διαδικασίες και τους ελέγχους που ακολουθούν, για το αν δημιουργούν καταστάσεις σύγκρουσης συμφερόντων, προωθούν τακτικές ενάντια στον

¹³ Ένα τέτοιο αποτέλεσμα εξηγείται από τη θεωρία των ανοιχτών ισοδυναμιών επιτοκίου open interest rate parities, σύμφωνα με την οποία τα εγχώρια επιτόκια ισούνται με τα ξένα επιτόκια επί τη μεταβολή της συναλλαγματικής ισοτιμίας. Από τη στιγμή που η συναλλαγματική ισοτιμία σταθεροποιείται (περίπτωση του ΕΥΡΩ) η τάση των επιτοκίων στις Ευρωπαϊκές αγορές είναι προς την εξισορρόπηση τους.

¹⁴ David J. Reis "Ratings Failure: the need for a consumer protection agenda in rating agency regulation" σελ. 4-5.

¹⁵ Carol Ann Frost "Credit rating agencies in capital markets: a review of research evidence on selected criticisms of the agencies"

ανταγωνισμό και τέλος τίθεται το ζήτημα το κατά πόσο νομότυπες είναι αυτές οι πρακτικές. Αν και εμφανής η δυσκολία συλλογής και ανάλυσης αξιόπιστων στοιχείων για την ως άνω έρευνα, ωστόσο δεν βρέθηκαν ενδείξεις που να απορρίπτουν τα τιθέμενα ερωτήματα. Από την άλλη μεριά, η έρευνα επέδειξε βάσιμες ενδείξεις ότι οι Οίκοι Αξιολόγησης διέπονται από ένα διπλό ρόλο. Εκείνο της παροχής σημαντικής πληροφόρησης για τους συμμετέχοντες στις αγορές αλλά και της δημιουργίας σημαντικής σύγκρουσης συμφερόντων. Ως σύγκρουση συμφερόντων ορίζεται η αντιδικία ανάμεσα στους συμμετέχοντες στις αγορές με όλους τους ρόλους τους, δηλαδή: οι εταιρείες (ή Κράτη / Οργανισμοί), οι επενδυτές και τέλος οι μεσολαβητές, οι Οίκοι Αξιολόγησης. Η σημαντικότητα του αποτελέσματος αυτού έγκειται στο ότι εφόσον οι Οίκοι Αξιολόγησης με την πληροφόρηση που παρέχουν μπορούν και επηρεάζουν τα δεδομένα της αγοράς τότε μπορούν και να την ελέγχουν και να αξιοποιούν τον έλεγχο αυτό για κερδοσκοπικές δραστηριότητες συγγενικών οργανισμών.

Κεφάλαιο 4: Περιγραφή των Διαδικασιών που ακολουθούν οι Οίκοι Αξιολόγησης Standard & Poor's και FITCH.

Αντικείμενο μελέτης επί των Οίκων Αξιολόγησης είναι οι δύο από τις τρεις μεγαλύτερους Οίκους, οι εταιρείες Standard & Poor's και FITCH. Μαζί με την εταιρεία MOODY'S συνιστούν την αγία τριάδα των Οίκων Αξιολόγησης, γνωστή ως οι «Μεγάλοι Τρεις - Big Three». Ωστόσο, το μεγαλύτερο μερίδιο της αγοράς κατέχουν η Moody's και η Standard & Poor's με τη FITCH να υπολείπεται σημαντικά. Ο πρώτος Οίκος με διαβαθμίσεις αξιολόγησης που ιδρύθηκε ήταν η Moody's που πρωτοεμφανίστηκε το 1909, ενώ η Standard & Poor's ξεκίνησε τις δικές της αξιολογήσεις μετά το 1941 (κατόπιν της συγχώνευσης των εταιρειών Standard Statistics και Poor's Publishing Co. που δημιούργησαν έτσι τη Standard & Poor's). Ο Οίκος Αξιολόγησης FITCH ξεκίνησε τις αξιολογήσεις, κυρίως τραπεζικών ομολόγων, το 1924. Αξίζει να σημειωθεί ότι η σημαντική διαφορά στα μερίδια αγοράς ανάμεσα στη Standard & Poor's και FITCH οφείλεται στο ότι η δεύτερη πραγματοποιεί αξιολογήσεις μόνο κατόπιν εντολής των εκάστοτε πελατών της¹⁶.

Σκοπός της μελέτης δεν είναι η παρουσίαση του ιστορικού των Οίκων Αξιολόγησης αλλά η επικέντρωση στο σημαντικό ρόλο που παίζουν στο διεθνές οικονομικό σύστημα. Έτσι, επιδιώκεται η παρουσίαση των διαδικασιών, και εν δυνάμει της μεθοδολογίας / κριτηρίων που ακολουθούν οι δύο ως άνω Οίκοι Αξιολόγησης κατά την εκτίμηση της εταιρικής πιστοληπτικής ικανότητας. Η κατ' Οίκο παρουσίαση πραγματοποιήθηκε στο βαθμό που επιτρέπει η διάχυση της πληροφόρησης και η δημοσίευση πληροφοριακών στοιχείων στο διαδίκτυο.

4.1 STANDARD & POOR'S

Η διαδικασία που ακολουθεί ο Οίκος αξιολόγησης Standard & Poor's είναι γνωστή ως bottom up ανάλυση¹⁷ και στηρίζεται σε 2 βασικά επίπεδα. Το πρώτο επίπεδο που ορίζεται ως Βασική Εταιρική Ανάλυση – Company Fundamental Analysis διαχωρίζεται στα ακόλουθα 6 βήματα:

¹⁶ Basel Committee on Banking Supervision, (2000), “Credit ratings and complementary sources of credit quality information”, Working Paper No 3, August 2000.

¹⁷ Πηγή: Standard and Poor's Equity Research Methodology

1. Μελέτη της διαθέσιμης δημοσίως πληροφόρησης
2. Συνεντεύξεις με τους διευθυντές της υπό αξιολόγηση εταιρείας για εμπλουτισμό της πληροφόρησης σε θέματα όπως τάσεις της επιχείρησης, μόχλευση, προγράμματα επιχειρηματικής αποτελεσματικότητας, κόστη – μεταβολές.
3. Κατάρτιση τριετούς προγράμματος πρόβλεψης εσόδων / κερδών (ισολογισμοί, χρηματικές ροές).
4. Κατάρτιση χρηματοοικονομικών υποθέσεων (σε συνεργασία με την εταιρεία).
5. Αξιολόγηση:
 - Διευθυντικής ομάδας
 - Ανταγωνιστικού περιβάλλοντος
 - Προμηθευτών
 - Πελατών
 - Υποκατάστατων προϊόντων / υπηρεσιών
 - Εμποδίων εισροής στην αγορά νέων επιχειρήσεων / ανταγωνιστών
 - Κανονιστικό πλαίσιο
6. Ολοκλήρωση του μοντέλου εσόδων / κερδών.

Στη συνέχεια, στο δεύτερο στάδιο, γνωστό ως Ανάλυση Αξιολόγησης της Εταιρείας – Company Valuation Analysis, πραγματοποιούνται τα ακόλουθα τρία βήματα:

1. Οι αναλυτές χρησιμοποιούν πολλαπλά κριτήρια για την αξιολόγηση της εταιρείας όπως:
 - Ανάλυση βασικής αξίας (Intrinsic Value Analysis)
 - Συγκριτική αξιολόγηση (Relative Valuation)
 - Συνένωση των σημείων (Sum of the Parts)
 - Εκτίμηση / Διαβάθμιση του κινδύνου (Risk Assessment – Risk Premium).
2. Εγκαθίδρυση Βασικής Αξίας (Establish Intrinsic Value)
 - Τιμές στόχοι για τους επόμενους 12 μήνες
 - Διαβάθμιση του κινδύνου με αξιολόγηση: υψηλή, μεσαία, χαμηλή, με αναφορά ως προς την προστασία των επενδυτών από απώλειες των κεφαλαίων τους.
3. Λήψη απόφασης αναφορικά με τις εισηγήσεις στο πλαίσιο των STARS (σύστημα διαβαθμίσεων των 5 STARS).

Κατόπιν ολοκλήρωσης των ως άνω σταδίων σειρά έχει ανασκόπηση / παρουσίαση προς τα ανώτερα στελέχη της εταιρείας των αποτελεσμάτων της όλης διαδικασίας. Τέλος, διαμορφώνονται τα παραδοτέα προϊόντα τα οποία διακρίνονται σε 2 κατηγορίες ανάλογα ως προς σε ποιους απευθύνονται: λιανική / εταιρείες, θεσμικοί πελάτες.

4.1.1 Μεθοδολογία Ανάλυσης της Εταιρικής Διακυβέρνησης - GAMMA

Πέραν της ως άνω τυπικής διαδικασίας ανάλυσης σταδίων της Standard & Poor's, ο Οίκος Αξιολόγησης έχει αναπτύξει μια ιδιότυπη μορφή ανάλυσης, γνωστή ως GAMMA¹⁸ (Governance Accountability Management Metrics Analysis) που αποσκοπεί στην ενημέρωση επενδυτών που επενδύουν σε νέες, αναδυόμενες αγορές, κυρίως για τους μη χρηματοοικονομικούς κινδύνους. Όπως ορίζεται από τον ίδιο τον Οίκο, η μεθοδολογία GAMMA αποσκοπεί στην εκτίμηση των μη χρηματοοικονομικών κινδύνων οι οποίοι μπορούν να επηρεάσουν την ορθή αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας μιας εταιρείας. Τέτοιου τύπου μελέτη είναι απαραίτητη για επενδύσεις σε νέες αγορές όπου δεν υπάρχουν διαθέσιμα ιστορικά στοιχεία. Στις νεοσύστατες αγορές, η τεχνική, χρηματοοικονομική ανάλυση είναι ένα σημαντικό εργαλείο για την εκτίμηση των κερδών και της δραστηριότητας μιας επιχείρησης για μεσοβραχυχρόνια περίοδο. Για επενδυτές που επιδιώκουν μακροπρόθεσμες επενδύσεις, τεχνικές αναλύσεις τέτοιου τύπου δεν επαρκούν. Χρειάζεται μια σε βάθος μελέτη εκείνων των ποιοτικών εταιρικών χαρακτηριστικών και ιδιαίτερα της εταιρικής διακυβέρνησης για να μπορεί κανείς να αξιολογήσει ορθά σε μακροπρόθεσμη χρονική κλίμακα.

Όπως επισημαίνει η Standards and Poor's, η αξιολόγηση ενός τρίτου, ανεξάρτητου κριτή σε θέματα όπως εταιρική διακυβέρνηση και των λοιπών ποιοτικών χαρακτηριστικών της επιχείρησης, της προσδίδει σημαντική αξία. Μετά το 2007 και την παγκόσμια χρηματοοικονομική κρίση οι επενδυτές άρχισαν να ενδιαφέρονται ολοένα και περισσότερο για θέματα όπως η διαχείριση των κινδύνων και διαδικασίες στρατηγικής και πολιτικών. Όλοι οι ως άνω παράγοντες και μεταβολές του διεθνούς επιχειρηματικού περιβάλλοντος συντέλεσαν έτσι ώστε να καταρτιστεί το 2008 μια νέα μεθοδολογία ανάλυσης του πιστωτικού κινδύνου, η μεθοδολογία GAMMA.

¹⁸ Πηγή: Από την ιστοσελίδα της Standard & Poor's οι σελίδες με τους ακόλουθους τίτλους: "GAMMA Governance Accountability Management Metrics Analysis", Criteria: GAMMA Scores", Criteria: GAMMA Scores, Supplement".

Η μεθοδολογία ανάλυσης GAMMA απευθύνεται στις ακόλουθες κατηγορίες πελατών:

- Πιστωτές
- Διοίκηση της επιχείρησης
- Κανονιστικές αρχές
- Πάροχοι ασφάλισης πιστώσεων
- Χρηματοοικονομικοί μεσολαβητές και σύμβουλοι
- Ανεξάρτητοι αναλυτές
- Ακαδημαϊκοί ερευνητές

Σύμφωνα με την Standard & Poor's υπάρχουν 4 μηχανισμοί διαβίβασης των κινδύνων οι οποίοι συνιστούν και τα 4 πεδία της ακολουθούμενης ανάλυσης:

- Επιρροή των μετόχων – shareholder influence
- Δικαιώματα των μετόχων - shareholder rights
- Διαφάνεια, εξωτερικός έλεγχος - transparency, audit
- Αποτελεσματικότητα διοίκησης, στρατηγικές διαδικασίες, και κίνητρα - board effectiveness, strategic process, and incentives

Η διαδικασία που ακολουθείται, ως λογική δεν διαφέρει σημαντικά από την κλασσική μεθοδολογία αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας. Τα κυριότερα στοιχεία συλλέγονται για την πραγματοποίηση της μελέτης, αφορούν:

- Καταστατικό της εταιρείας, κανονισμοί εργασίας – διοίκησης, πολιτική αποδοχών, λογιστική πολιτική κλπ.
- Εκθέσεις πεπραγμένων 2 ετών, εκθέσεις εκλεκτών
- Πληροφορίες για διοικητικά συμβούλια, μέλη επιτροπών κλπ
- Πληροφόρηση για ομόλογα και έκδοση μετοχών κατά τα τελευταία 2 έτη
- Λογιστικές καταστάσεις σύμφωνα με εγχώρια και διεθνή λογιστικά πρότυπα
- Εκθέσεις των εσωτερικών ελεγκτών / επιθεώρηση τα τελευταία 2 έτη, καθώς και τον εσωτερικό κανονισμό επιθεώρησης
- Πληροφόρηση σχετικά με τα ποσά και το χρόνο καταβολής μερισμάτων στους μετόχους
- Πρακτικά γενικών συνελεύσεων
- Κατάσταση μετόχων / μεγαλομετόχων

- Καταστάσεις συνδεδεμένων επιχειρήσεων / θυγατρικών
- Συναλλαγές με τις ως άνω συνδεδεμένες επιχειρήσεις
- Κατάσταση των 10 μεγαλύτερων πιστωτών και πελατών της εταιρείας
- Η τελευταία έκθεση του εξωτερικού ελεγκτή
- Έκθεση εταιρικών στόχων και πολιτικής κλπ

Από εκεί και πέρα πραγματοποιούνται κατά τα γνωστά συνεντεύξεις με τα ιθύνοντα πρόσωπα όλων των τομέων που συνδέονται με τα ως άνω θέματα πληροφόρησης.

Στον ακόλουθο πίνακα καταγράφεται η διαβάθμιση αξιολόγησης σύμφωνα με την κλίμακα GAMMA.

Πίνακας 3:
Διαβάθμιση Αξιολόγησης της Ανάλυσης GAMMA

Κλίμακα GAMMA	Αξιολόγηση
GAMMA 10 και GAMMA 9	Ισχυρές διαδικασίες διακυβέρνησης και μεγάλη προστασία από απώλειες λόγω κακής διαχείρισης και διακυβέρνησης. Πολύ μικρές αδυναμίες
GAMMA 8 και GAMMA 7	Ισχυρή προστασία από απώλειες λόγω κακής διαχείρισης και διακυβέρνησης. Κάποιες αδυναμίες σε σημαντικά θέματα εταιρικής διακυβέρνησης.
GAMMA 6 και GAMMA 5	Μέση προστασία από απώλειες λόγω κακής διαχείρισης και διακυβέρνησης. Αδυναμίες σε αρκετά, σημαντικά θέματα εταιρικής διακυβέρνησης.
GAMMA 4 και GAMMA 3	Αδύναμη προστασία από απώλειες λόγω κακής διαχείρισης και διακυβέρνησης. Σημαντικές αδυναμίες σε αρκετά θέματα εταιρικής διακυβέρνησης.
GAMMA 2 και GAMMA 1	Πολύ αδύναμη προστασία από απώλειες λόγω κακής διαχείρισης και διακυβέρνησης. Πολύ σημαντικές αδυναμίες στους περισσότερους τομείς εταιρικής διακυβέρνησης.

4.2 FITCH

Η κύρια μεθοδολογία εκτίμησης του πιστωτικού κινδύνου για εταιρείες που ακολουθεί η FITCH αναλύει τόσο τους ποσοτικούς όσο και τους ποιοτικούς παράγοντες που εμπλέκονται στη λειτουργία μιας επιχείρησης. Ποιο συγκεκριμένα, η τεχνική που ονομάζεται Issuer Default Rating¹⁹ (IDR) αποσκοπεί στη διερεύνηση των αδυναμιών μιας επιχείρησης που μπορούν να την οδηγήσουν σε κατάσταση που να μην μπορεί να αποπληρώσει τις χρηματοοικονομικές της υποχρεώσεις. Η τεχνική αυτή που στηρίζεται στη μελέτη των βασικών διαρθρωτικών χαρακτηριστικών μιας επιχείρησης είναι έτσι σχεδιασμένη ώστε τα αποτελέσματά της να είναι συγκρίσιμα για επιχειρήσεις ενταγμένες σε διαφορετικούς κλάδους ή που λειτουργούν σε διαφορετικές χώρες. Παράλληλα επισημαίνεται, ότι η ανάλυση IDR μπορεί να έχει τον χαρακτήρα τόσο της βραχυπρόθεσμης όσο και της μακροπρόθεσμης οπτικής. Οι κύριοι παράγοντες που αναλύονται στο πλαίσιο της τεχνικής IDR είναι οι ακόλουθοι:

Παράγοντες Ποιοτικής Ανάλυσης

- Κίνδυνος κλάδου – industry risk
- Επιχειρησιακό περιβάλλον - operating environment
- Προφίλ της εταιρείας – company profile
- Στρατηγική διαχείρισης / διοίκηση – management strategy / governance
- Διάρθρωση ομίλου – group structure

Παράγοντες Ποσοτικής Ανάλυσης

- Χρηματοοικονομικό προφίλ – financial profile:
 - Χρηματοοικονομικές ροές και κέρδη - cash flow and earnings
 - Κεφαλαιακή διάρθρωση – capital structure
 - Χρηματοοικονομική ευλυγισία – financial flexibility

Ο χρονικός ορίζοντας της συλλογής στοιχείων και αντίστοιχα η χρονική οπτική της μελέτης είναι τριετής.

Στο πλαίσιο της διαρθρωτική πιστοληπτικής αξιολόγησης, διεξάγεται ανάλυση της πιστοληπτικής διαβάθμισης ανά έκδοση χρέους (ομολόγου) και η αντίστοιχη διαβάθμιση του

¹⁹ www.fitchratings.com, Corporate Global Master Criteria – Corporate Rating Methodology

κινδύνου μπορεί να είναι μικρότερη, ίση ή μεγαλύτερη από τη διαβάθμιση IDR της εταιρείας²⁰.

Αναλυτικά η προσέγγιση των ως άνω παραγόντων στην ανάλυση IDR εμβαθύνει στην ανάλυση των ακόλουθων μορφών κινδύνων:

Κίνδυνος Κλάδου

Συγκεκριμένα διερευνώνται χαρακτηριστικά του κλάδου, όπως:

- η συνολική τάση που επικρατεί (αν βρίσκεται σε άνοδο ή κάθοδο),
- ο βαθμός ανταγωνιστικότητας του κλάδου,
- ο βαθμός χρήσης κεφαλαίου (αν ο κλάδος είναι έντασης κεφαλαίου, έντασης εργασίας κλπ),
- η κυκλικότητα του κλάδου (διερεύνηση των επιχειρηματικών κύκλων – business cycles),
- βαθμός συγκέντρωσης των επιχειρήσεων του κλάδου,
- τα εμπόδια εισόδου / εξόδου από τον κλάδο,
- η εθνική διάσταση του κλάδου (σύγκριση εγχώριων και αλλοδαπών επιχειρήσεων που δραστηριοποιούνται σε μια χώρα),
- και εκτιμήσεις επί της κύμανσης της συνολικής ζήτησης του κλάδου.

Το σκεπτικό της κλαδικής ανάλυσης είναι ότι η κυκλικότητα ενός κλάδου και επομένως η επικινδυνότητά του είναι άμεσα συνδεδεμένη με την διακριτή επιχείρηση καθώς δύναται μια ανεπιθύμητη και διαρκής πτώση του κλάδου να συμπαρασύρει οποιαδήποτε εταιρεία λειτουργεί. Με άλλα λόγια είναι αδύνατο η ατομική διαβάθμιση του πιστωτικού κινδύνου μιας επιχείρησης να καλύτερη από τη διαβάθμιση που έχει ο κλάδος.

Επιχειρησιακό Περιβάλλον

Διερευνώνται οι πιθανές ευκαιρίες και οι πιθανοί κίνδυνοι στο επιχειρηματικό περιβάλλον σχετικά με θέματα όπως:

- κοινωνικά,
- δημογραφικά,
- κανονιστικό πλαίσιο,

²⁰ Η διαφοροποίηση αυτή οφείλεται στο ότι κάθε έκδοση χρέους συνοδεύεται από διαφορετικού τύπου εγγυήσεις και εμπράγματα εξασφαλίσεις. Επίσης την ως άνω διαφοροποίηση επηρεάζει και η κεφαλαιακή διάρθρωση της επιχείρησης.

- τεχνολογική αλλαγή,
- γεωγραφική διαφοροποίηση
- κλαδική ωρίμανση: φάση του κύκλου ζωής του προϊόντος ή υπηρεσίας

Ουσιαστικά, το ενδιαφέρον των μελετητών εστιάζεται στη διερεύνηση της επιχειρηματικής αποτελεσματικότητας κατά την εξέλιξη του επιχειρηματικού κύκλου και ιδιαίτερα κατά το στάδιο της ύφεσης. Σκοπός της συγκεκριμένης εστίασης είναι το κατά πόσο μια ύφεση επηρεάζει μια εταιρεία ως προς τη βιωσιμότητά της και τις μελλοντικές της προοπτικές. Παράλληλα, κατά τη διερεύνηση του επιχειρηματικού περιβάλλοντος μελετάται ο πολιτικός κίνδυνος της χώρας κύριας δραστηριότητας της εταιρείας, με έμφαση στη συνολική οικονομική κατάσταση, το επικρατών νομικό καθεστώς και κανόνες και τη διαφάνεια στη λειτουργία των αγορών.

Κίνδυνος Χώρας

Κατά τη διερεύνηση της συγκεκριμένης μορφής κινδύνου το ενδιαφέρον εστιάζεται σε εκείνο τον παράγοντα που επηρεάζει την πιστοληπτική ικανότητα μιας εταιρείας και είναι ανεξάρτητος από την εταιρική δραστηριότητα και τον κίνδυνο κλάδου. Ο συγκεκριμένος κίνδυνος αφορά την πιστοληπτική ικανότητα του κράτους και αναλύεται ως παράγοντας μεταφοράς και μετατρεψιμότητας του κινδύνου. Επί το πλείστον η πιθανότητα που μελετάται είναι εκείνη να τεθεί σε μια χώρα συναλλαγματικός περιορισμός ή περιορισμός πληρωμών, γεγονός που επηρεάζει άμεσα την πιστοληπτική ικανότητα μιας οικονομικής μονάδας.

Εταιρικό Προφίλ

Η μελέτη εστιάζεται στους ακόλουθους παράγοντες:

- εταιρική θέση στις κύριες αγορές δραστηριότητας
- θέση κυριαρχίας / ιεραρχίας των παραγόμενων προϊόντων και υπηρεσιών
- δυνατότητες επιρροής των εμπορικών τιμών
- μέγεθος εταιρείας
- διασπορά πωλήσεων σε αγορές

Ωστόσο, όπως επισημαίνουν οι αναλυτές της FITCH το μέγεθος της εταιρείας και οι πωλήσεις δεν είναι οι μοναδικοί παράγοντες που επηρεάζουν τη δύναμη μιας εταιρείας στην αγορά που δραστηριοποιείται, αλλά συμμετέχουν και οι λοιποί παράγοντες, με σκοπό την αποσαφήνιση της κυρίαρχης θέσης της στην αγορά.

Στρατηγική Διαχείρισης / Διοίκηση

Τέσσερις είναι οι τομείς στρατηγικής που επικεντρώνονται οι μελετητές της FITCH:

- λειτουργική στρατηγική – operating management
- χρηματοοικονομική πολιτική
- ανοχή κινδύνου – risk tolerance
- εταιρική διακυβέρνηση

Στο πλαίσιο αυτό, εξετάζονται οι εταιρικοί στόχοι αναλύοντας την επικρατούσα στρατηγική και το προηγούμενο ιστορικό. Στη μελέτη της στρατηγικής εξετάζεται το πώς η διοίκηση της εταιρείας κατανέμει προτεραιότητες ανάμεσα στους μετόχους και στους πιστωτές και κατά συνέπεια το πώς διαμορφώνεται η διάρθρωση κεφαλαίου και η πολιτική μερισμάτων. Παράλληλα, μελετάται διαχρονικά η ικανότητα της επιχείρησης να διαχειρίζεται το χρέος της ως παράγοντα ανάπτυξης και μεγέθυνσης. Για αυτό η μελέτη της χρηματοοικονομικής πολιτικής και δραστηριότητας είναι ιδιαίτερα σημαντική για τη διερεύνηση της αποτελεσματικότητας της διαχείρισης και της διατήρησης της θέσης της εταιρείας στην αγορά. Τέλος, η εταιρική διακυβέρνηση κρίνεται ως ανεξάρτητος παράγοντας που εξετάζεται ως προς τις πτυχές της λειτουργικής οργάνωσης, της αξιοκρατίας και της διαφάνειας των εταιρικών διεργασιών και ως προς τη διαχείριση της πολιτικής σύγκρουσης συμφερόντων. Η εταιρική διακυβέρνηση στην περίπτωση που κρίνεται ως άριστη ή ισχυρή δεν επηρεάζει τη συνολική εταιρική βαθμολογία. Σε άλλες περιπτώσεις, λειτουργεί εκπτώτικα ως προς την πιστοληπτική διαβάθμιση της εταιρείας.

Ιδιοκτησιακό καθεστώς – Μελέτη Εταιρικού Ομίλου

Στο συγκεκριμένο παράγοντας εστιάζεται το ενδιαφέρον κατά τη διαβάθμιση των κινδύνων των θυγατρικών επιχειρήσεων αλλά και κατά τις διαβαθμίσεις στο πλαίσιο της διαρθρωτικής χρηματοδότησης.

Ποσοτική Ανάλυση

Διερευνώνται αναλυτικά οι ακόλουθοι τομείς:

Χρηματοοικονομικό προφίλ:

Εξετάζεται η ικανότητα της εταιρείας να ανταπεξέλθει στις υποχρεώσεις της προς τρίτους κάνοντας χρήση των εσωτερικών και εξωτερικών κεφαλαίων της. Η διατήρηση της ικανότητας αυτής της επιχείρησης ελέγχεται μέσα από τα ιστορικά δεδομένα και τις μέσο-μακροπρόθεσμες εκθέσεις / εκτιμήσεις για τις μελλοντικές χρηματικές ροές.

Χρηματικές Ροές

Μελετούνται οι χρηματικές ροές ως προς τα έσοδα, τις χρηματοοικονομικές καλύψεις και ως προς τη μόχλευση. Το κύριο σκεπτικό της ανάλυσης είναι ότι η διατήρηση των λειτουργικών χρηματικών ροών σε ικανοποιητικά μεγέθη παρέχει σε μια εταιρεία μια επιπλέον πηγή για κάλυψη των υποχρεώσεών της με εσωτερικά κεφάλαια καθώς και μεγαλύτερες δυνατότητες για άντληση ξένων κεφαλαίων.

Κεφαλαιακή διάρθρωση

Η κεφαλαιακή διάρθρωση εξετάζεται για να εκτιμηθεί η εξάρτηση της εταιρείας από τα ξένα κεφάλαια. Η συνολική μόχλευση της εταιρείας κατά την FITCH επηρεάζεται από τη φύση του επιχειρησιακού περιβάλλοντος και τη φυσική ροή κεφαλαίων από τις κύριες εταιρικές δραστηριότητες. Για να εκτιμηθεί πιο αποτελεσματικά η συνολική εταιρική μόχλευση λαμβάνονται υπόψη και οι ακόλουθοι παράγοντες:

- Δανεισμοί από θυγατρικές εταιρείες ή εταιρείες στις οποίες συμμετέχει η εξεταζόμενη εταιρεία, και οι οποίοι την εμπλέκουν σε υποχρεώσεις κάλυψης και πληρωμών.
- Κάλυψη του χρέους / εγγυήσεις
- Υποχρεώσεις από ενοικίαση / leasing.

Παράλληλα, επιπλέον διαμορφώσεις αφορούν τις συνταξιοδοτικές υποχρεώσεις και τις ιατρικές καλύψεις στο προσωπικό.

Χρηματοοικονομική ευελιξία

Ο εν λόγω παράγοντας αφορά την ικανότητα της εταιρείας να καλύπτει τα χρέη του και να διαχειρίζεται «επικίνδυνες» περιόδους με τρόπο που να μην επηρεάζεται η πιστοληπτική της ποιότητα. Όσο πιο συντηρητική είναι η χρηματοοικονομική πολιτική και με έμφαση στην κεφαλαιοποίηση της εταιρείας (μετοχική χρηματοδότηση) τόσο μεγαλύτερη είναι η χρηματοοικονομική της ευελιξία.

4.2.1 Περιορισμοί της Μεθοδολογίας της Εταιρικής Αξιολόγησης IDR

Σύμφωνα με το κείμενο της FITCH “Guidelines for developing and revising criteria”, οι αναλυτές της επισημαίνουν ότι τα ως άνω κριτήρια χρησιμοποιούνται στο πλαίσιο της συνολικής αξιολόγησης των κρινόμενων εταιρειών. Από εκεί και πέρα εμπλέκονται μια σειρά από διακριτοί παράγοντες που επηρεάζουν την πιστοληπτική ποιότητα και χρίζουν περαιτέρω ανάλυσης. Τέτοιου τύπου παράγοντες είναι τα ιδιαίτερα κλαδικά χαρακτηριστικά και η ιδιαιτερότητα κάποιων κινδύνων, όπως γεωγραφικοί, τεχνολογικοί, χρηματοοικονομικοί κλπ.

Τέτοιο «κενό» ανάλυσης καλύπτεται με ειδικές εκθέσεις που λειτουργούν συμπληρωματικά με τις κύριες εταιρικές εκθέσεις πιστοληπτικής διαβάθμισης.

Επίσης, οι αναλυτές της FITCH δίνουν ιδιαίτερη σημασία στον απρόβλεπτο κίνδυνο που τον κατονομάζουν κίνδυνος γεγονότος – event risk. Ως τέτοιος κίνδυνος ορίζονται τα απρόβλεπτα γεγονότα που μπορούν να επηρεάσουν την πιστοληπτική ικανότητα, όπως νομικές αλλαγές, φυσικές καταστροφές, τρομοκρατικές ενέργειες, εμπόλεμες καταστάσεις κλπ. Ωστόσο, το πιο στατιστικά συχνό απρόβλεπτο γεγονός και στο οποίο εστιάζεται η προσοχή της FITCH είναι οι συγχωνεύσεις και απορροφήσεις – mergers and acquisitions.

Τέλος, οι αναλυτές καταλήγουν στους ακόλουθους περιορισμούς της μεθοδολογίας που χρησιμοποιούν:

- Οι διαβαθμίσεις δεν προβλέπουν την πιθανότητα πτώχευσης ή αδυναμίας πληρωμών μιας επιχείρησης για μια συγκεκριμένη χρονική περίοδο.
- Οι διαβαθμίσεις δεν εκτιμούν την αξία του μετοχικού κεφαλαίου ούτε την πιθανότητα αυτή να μεταβληθεί.
- Οι διαβαθμίσεις δεν εκτιμούν την μετοχική ρευστότητα
- Οι διαβαθμίσεις δεν μπορούν να εκτιμήσουν την διακριτή άρνηση πληρωμών μιας εταιρείας.
- Οι διαβαθμίσεις δεν αφορούν την ικανότητα της εταιρείας στην εμπορική πίστη (trade finance).
- Τέλος, οι διαβαθμίσεις δεν αφορούν την ποιότητα των επιχειρηματικών δραστηριοτήτων της εταιρείας, ούτε της λειτουργικής και χρηματοοικονομικής της ικανότητας, παρά μόνο τη σχετική πιθανότητα να μην μπορεί να εκπληρώσει τις πληρωμές χρέους.

4.3 Συμβολισμοί της Πιστοληπτικής Διαβάθμισης Standard & Poor's και FITCH

Λόγω της κοινής ονοματολογίας της πιστοληπτικής διαβάθμισης που χρησιμοποιούν οι Οίκοι μελέτης, παρουσιάζεται ως ενιαίος ο πίνακας πιστωτικών αξιολογήσεων που χρησιμοποιούν.

Πίνακας 4:

**Οι Κοινοί Συμβολισμοί Των Οίκων Αξιολόγησης Standard & Poor's και Fitch για
βραχυπρόθεσμο και μακροπρόθεσμο χρέος**

	STANDARD & POOR'S		FITCH	
	μακροπρόθεσμο	βραχυπρόθεσμο	μακροπρόθεσμο	βραχυπρόθεσμο
Αξιολόγηση επενδυτικών δεδομένων				
Άριστη πιστοληπτική ποιότητα	AAA		AAA	
Υψηλή πιστοληπτική ποιότητα	AA+ AA AA-	A1+	AA+ AA AA-	F1
Ισχυρή δυνατότητα πληρωμών	A+ A A-	A1	A+ A A-	
Σχετικές διαβαθμίσεις πληρωμών	BBB+ BBB	A2 A3	BBB+ BBB	F2 F3
Η ελάχιστη αξιολόγηση	BBB-		BBB-	
Επίφοβες εκτιμήσεις				
Προσαρμόσιμος πιστωτικός κίνδυνος στις οικονομικές αλλαγές	BB+ BB BB-	B	BB+ BB BB-	B
Υψηλός πιστωτικός κίνδυνος επί του παρόντος με μικρά περιθώρια	B+ B B-		B+ B B-	

ασφαλείας				
Υψηλός κίνδυνος μη ανταπόκρισης εξαρτώμενος από την ευνοϊκή συγκυρία	CCC+ CCC CCC- CC	C	CCC+ CCC CCC- CC	C
Μη ανταπόκριση ακόμα και σε προοπτικές ανάκαμψης		C,D	D	C,D

4.4 Σύγκριση των Χρησιμοποιούμενων Τεχνικών από Standard & Poor's και FITCH.

Η ανάλυση των τεχνικών αξιολόγησης των δύο υπό μελέτη Οίκων στηρίχτηκε στα στοιχεία που δημοσιοποιούν στις σχετικές τους ιστοσελίδες. Είναι αξιοσημείωτο, ότι η Standard & Poor's προβάλλει τα στοιχεία των διαδικασιών και της διαχείρισης των αξιολογήσεων. Από την άλλη μεριά δεν παρουσιάζει τεχνικές λεπτομέρειες των αξιολογήσεων με τον αναλυτικό τρόπο που γίνεται στην περίπτωση της FITCH. Προφανώς μια τέτοια επιλογή της FITCH αιτιολογείται από το γεγονός ότι αξιολογεί υπό παραγγελία και όχι τόσο ανεξάρτητα όπως η Standard & Poor's. Δηλαδή, η διαφορετική πολιτική μάρκετινγκ που ακολουθεί ο κάθε Οίκος υπαγορεύει τον τρόπο με τον οποίο δημοσιοποιούνται στοιχεία της λειτουργίας τους, η μεθοδολογία και οι χρησιμοποιούμενες τεχνικές τους.

Όσον αφορά την ουσία των αξιολογήσεων και οι δύο Οίκοι ακολουθούν τις δόκιμες επιστημονικές τεχνικές και πολλαπλά υποδείγματα αξιολογήσεων προκειμένου να καταλήξουν στις τελικές τους διαβαθμίσεις και συμπεράσματα. Ουσιαστικός κοινός παράγοντας είναι η «υποκειμενικότητα» των κρίσεων που πιθανότατα υποκρύπτει την πολιτική που ακολουθεί ο κάθε Οίκος. Σε κάθε περίπτωση η Standard & Poor's επιδιώκει επέκταση της παρουσίας της σε όσο το δυνατόν περισσότερες αγορές και πελάτες. Η FITCH

δίνει μεγαλύτερη σημασία στις σχέσεις της με τις εταιρείες / πελάτες και την ανάπτυξη διαρκών σχέσεων.

Τέλος, από το γεγονός και μόνο ότι η Standard & Poor's παρουσιάζει σε ξεχωριστή ενότητα τη μεθοδολογία ανάλυσης GAMMA που αφορά αξιολόγηση υπό το πρίσμα της εταιρικής διακυβέρνησης, δείχνει την προτεραιότητα και τη σημασία που αποδίδει ο Οίκος στον εν λόγω παράγοντα επιχειρηματικής δραστηριότητας. Μια τέτοια στροφή αποδίδεται στην πρόσφατη χρηματοοικονομική κρίση και στις επιπτώσεις της για το διεθνές χρηματοοικονομικό σύστημα. Είναι έκδηλο το γεγονός, ότι η κρίση δίδαξε τον Οίκο ότι τα θέματα εταιρικής διακυβέρνησης και οι συνδεδεμένοι με αυτούς κίνδυνοι παίζουν πρωταγωνιστικό ρόλο στο συνολικό κίνδυνο της επιχείρησης. Ως εκ τούτου, προβάλλεται η σχετική ανάλυση με τρόπο επίσημο και διακριτό.

Σε κάθε περίπτωση, αξίζει να τονιστεί ότι οι δύο Οίκοι αποτελούν δεσπόζουσες εταιρείες στον κλάδο με μακρόχρονη ιστορία και θεαματική επιχειρηματική επιβράβευση. Είναι λογικό λοιπόν, τουλάχιστον σε τεχνικό επίπεδο, να ακολουθούν παρόμοιες διαδικασίες και να διαφοροποιούνται ως προς τη στρατηγική πωλήσεων και προσέγγισης των πελατών. Κάτι τέτοιο αποτυπώνεται από το γεγονός ότι ακολουθούν πανομοιότυπη ονοματολογία για την αποτύπωση των αξιολογήσεων. Παράλληλα, είναι προφανές ότι και οι δύο Οίκοι λαμβάνουν σοβαρά υπόψη τις αντίστοιχες αξιολογήσεις όλων των Οίκων για θέματα σχετικά με εκείνα που διερευνούν. Σε ένα παγκοσμιοποιημένο και ιδιαίτερα ευμετάβλητο επιχειρηματικό περιβάλλον είναι λογικό οι διαδικασίες που ακολουθούν οι Οίκοι Αξιολόγησης να αλλάζουν συνεχώς και να προσαρμόζονται στις νέες συνθήκες. Κάτι τέτοιο συμβαίνει τόσο για τη Standard & Poor's όσο και για τη FITCH.

Κεφάλαιο 5: Επιπτώσεις στην Οικονομία από τη Λειτουργία των Οίκων Πιστοληπτικής Αξιολόγησης

Από τη διερεύνηση της διεθνούς βιβλιογραφίας σχετικά με την επίδραση των Οίκων Αξιολόγησης στις επιχειρήσεις και στο ευρύτερο οικονομικό περιβάλλον, καταγράφονται τρεις κατηγορίες θεωρητικών υποδειγμάτων: η θεωρία της ασύμμετρης πληροφόρησης (asymmetric information), η θεωρία της σηματοδότησης (signaling hypothesis), και η θεωρία της αναδιανομής του πλούτου (redistribution hypothesis). Συγκεκριμένα, τα κύρια αυτά μοντέλα έχουν ως εξής:

5.1 Ασύμμετρη Πληροφόρηση

Ως ασύμμετρη πληροφόρηση ορίζεται η διακριτή γνώση ανάμεσα σε ένα φορέα και τους εξωτερικούς επενδυτές αναφορικά με:

- Την επιχειρηματική στρατηγική
- Τα προβλήματα της επιχείρησης ή συγκεκριμένου επενδυτικού προγράμματος
- Τους εσωτερικούς και εξωτερικούς κινδύνους
- Τα ποιοτικά χαρακτηριστικά
- Τα ακριβή λογιστικά στοιχεία επί της επιχειρηματικής δραστηριότητας.

Οι εν λόγω πληροφορίες αποτελούν δεδομένα βαρύνουσας σημασίας για έναν φορέα – που πρέπει να διαφυλάσσονται αυστηρώς - καθώς αφορούν την άμυνα απέναντι στον ανταγωνισμό και τη διαφύλαξη τυχόν πλεονεκτημάτων. Παράλληλα, με την αυστηρή διαφύλαξη των ευαίσθητων αυτών δεδομένων αποτρέπεται και η παράμετρος της εξαπάτησης, όταν επιδίωξη αποτελεί η επίτευξη συνεργασίας με όρους που να μην ανταποκρίνονται στην πραγματικότητα. Κατά συνέπεια, οι δανειζόμενοι επιθυμούν τη διαφύλαξη των κρίσιμων πληροφοριακών στοιχείων. Από την άλλη μεριά, οι δανειστές επιδιώκουν τη μεγαλύτερη δυνατή πληροφόρηση και αξιολόγηση των ποιοτικών χαρακτηριστικών του δανειζόμενου. Οργανωσιακά, αν και τα πιστωτικά ιδρύματα κατέχουν σημαντικό πλεονέκτημα ως θεματοφύλακες της πληροφόρησης που παρέχεται από τους δανειζόμενους φορείς, το πλεονέκτημα αυτό εξαρτάται από τη μονιμότητα των σχέσεων που αναπτύσσουν με τους πελάτες τους. Επειδή, τέτοιου τύπου σχέσεις χαρακτηρίζονται από σημαντική μεταβλητότητα, η παρουσία ενός ενδιάμεσου φορέα που δεν αναλαμβάνει κινδύνους αλλά τους αξιολογεί και διαφυλάσσει ερμητικά την πληροφόρηση που

παραλαμβάνει συνιστά το πλεονέκτημα που έχει καταστήσει τους Οίκους Αξιολόγησης τόσο δημοφιλείς στο σύγχρονο επιχειρηματικό περιβάλλον.

Σύμφωνα με την έκθεση της UNCTAD²¹ του 2008 οι οίκοι αξιολόγησης επιλύουν το πρόβλημα της ασύμμετρης πληροφόρησης που αντιμετωπίζουν οι επενδυτές, κυρίως λόγω του ρόλου που έχουν ως κύριου διαμεσολαβητή (principal agent). Δηλαδή, οι Οίκοι Αξιολόγησης δεν λειτουργούν ως σύμβουλοι αγοράς ή πώλησης μετοχών ή ομολόγων αλλά προσπαθούν με «αντικειμενικές» εκθέσεις να σκιαγραφήσουν την πραγματική αξία του εκδότη τους. Από την άλλη μεριά, οι επιχειρήσεις, οι οργανισμοί και τα Κράτη είναι υπόχρεοι από τους διεθνείς κανονισμούς και την εθνική νομοθεσία να παράσχουν όλη την απαραίτητη πληροφόρηση προκειμένου οι οίκοι αξιολόγησης να ολοκληρώσουν το έργο τους απρόσκοπτα. Έτσι οι εκθέσεις των Οίκων Αξιολόγησης λειτουργούν ως σημαντικά εργαλεία για τη λήψη επενδυτικών αποφάσεων γεγονός που προβάλλεται κι από τους εκάστοτε νομοθέτες που έχουν επιλέξει του οίκους αυτούς ως αξιόπιστους οργανισμούς για την αξιολόγηση του χρέους του εκάστοτε εκδότη.

Οι Zaima McCarthy (1988)²² επισήμαναν ότι οι Οίκοι Αξιολόγησης μέσω των διαβαθμίσεων πιστοληπτικής αξιολόγησης παρέχουν νέα πληροφόρηση στην αγορά. Αυτή η πληροφόρηση είναι έμμεση χωρίς τη δημοσιοποίηση ιδιαίτερων και ευαίσθητων δεδομένων των υπό αξιολόγηση εταιρειών. Ουσιαστικά λοιπόν, οι Οίκοι Αξιολόγησης αξιοποιούν το πολύ σημαντικό πλεονέκτημα της εσωτερικής πληροφόρησης. Στη συνέχεια οι δύο ερευνητές καταγράφουν ότι η πληροφόρηση αυτή μπορεί και επηρεάζει τη χρηματιστηριακή αξία της εταιρείας.

5.2 Θεωρία της Σηματοδότησης – Signaling Hypothesis

Αξίζει να σημειωθεί, ότι η ύπαρξη της ασύμμετρης πληροφόρησης συνιστά ένα ιδιαίτερα σημαντικό πρόβλημα για τα πιστωτικά ιδρύματα στην διαδικασία αξιολόγησης. Αρχικά, ο Akerlof²³ στο διάσημο πλέον άρθρο “Market of Lemons” θέτει το ζήτημα της εξεύρεσης

²¹ UNCTAD “Credit Rating Agencies and their Potential Impact on Developing Countries”, pp 2-3.

²² Zaima J.K. and McCarthy J. (1988), “The impact of bond rating changes on common stocks and bonds. Tests of the wealth redistribution hypothesis”.

²³ Akerlof G., (1970), “The market of lemons, qualitative uncertainty and the market mechanism”, Quarterly Journal of Economics 84, pp. 488 – 500.

μέσα από το σωρό των «λεμονιών»²⁴, εκείνα τα οποία είναι πιο ποιοτικά. Πολλές φορές η σηματοδότηση κάποιων ποιοτικών χαρακτηριστικών “signaling” λειτουργεί ως δόλωμα για την άντληση τραπεζικών πιστώσεων. Στη συνέχεια, μέσω της τραπεζικής ιστορίας, αποδεικνύεται η πλάνη και οι λάθος χειρισμοί. Οι Stiglitz και Weiss²⁵ (στο έργο για το οποίο μετέπειτα ο J. Stiglitz βραβεύτηκε με βραβείο Nobel) ανέπτυξαν θεωρία, πολύ κοντά στην πραγματικότητα, ότι συνήθως οι επιχειρήσεις που αναλαμβάνουν ριψοκίνδυνα επενδυτικά σχέδια είναι εκείνες που αποδέχονται πιο εύκολα δανειοδότηση με υψηλά επιτόκια. Η λογική είναι απλή. Ο υψηλός κίνδυνος συνδέεται με υψηλές αποδόσεις. Σε περίπτωση επιτυχίας της επένδυσης θα μπορούν να εξοφληθούν τα υψηλά τοκοχρεολύσια. Στην αντίθετη περίπτωση, ένα μέρος από τα κεφάλαια που θα χαθούν θα είναι ξένα. Επομένως, ανεξάρτητα από το αν υπάρχουν διαθέσιμα ίδια κεφάλαια, όσο πιο ριψοκίνδυνο είναι το επενδυτικό πρόγραμμα τόσο μεγαλύτερο κίνητρο υπάρχει για χρηματοδότησή του με ξένα κεφάλαια.

Οι Akhigbe A., Madura J. and Whyte A.M. (1997)²⁶, υποθέτουν ότι η δημοσιοποίηση των πιστοληπτικών διαβαθμίσεων σηματοδοτεί στην αγορά νέα πληροφόρηση σχετικά με τα μελλοντικά έσοδα και χρηματικές ροές της επιχείρησης. Η πληροφόρηση αυτή δεν επιδρά μόνο στην τιμή της μετοχής της αξιολογούμενης επιχείρησης αλλά έχει επιπτώσεις και στο υπόλοιπο της αγοράς. Δηλαδή, αν μια εταιρεία αξιολογηθεί προς τα κάτω, αυτό σημαίνει αρνητική σηματοδότηση για τα έσοδά της, επομένως, περιορισμός του μεριδίου αγοράς. Η απώλεια αυτή μεριδίου αγοράς, είναι θετική σηματοδότηση για τις ανταγωνιστικές επιχειρήσεις του κλάδου, που λογικά (ελλείψει άλλης πληροφόρησης) θα καλύψουν το δημιουργημένο κενό στην αγορά. Έτσι θα δημιουργηθούν θετικές προσδοκίες για τις λοιπές εταιρείες της αγοράς, που πιθανότατα θα οδηγήσουν σε αύξηση της χρηματιστηριακής τιμής τους.

²⁴ Στις Η.Π.Α. ως «λεμόνια» χαρακτηρίζονται τα μεταχειρισμένα αυτοκίνητα που είναι σε πολύ κακή κατάσταση.

²⁵ Stiglitz J. E. and A. Weiss, 1981, “Credit Rationing in Markets with Imperfect Information”, American Economic Review, Vol. 71, pp. 851 - 866.

²⁶ Akhigbe A., Madura J. and Whyte A.M. (1997) “Intra-industry effects of bond rating adjustments”

5.3 Αναδιανομή του Πλούτου - Redistribution Hypothesis

Η συγκεκριμένη υπόθεση σχετίζεται άμεσα με τη θεωρία του «κύριου εκπροσώπου – principal agent theory²⁷», η οποία επισημαίνει ότι σε μια επιχείρηση υπάρχει σημαντική διάσταση κινήτρων / συμφερόντων ανάμεσα στους διαχειριστές της (managers) και στους μετόχους (shareholders). Οι μεν πρώτοι επιδιώκουν την αύξηση της «προσωπικής τους αξίας» που επιτυγχάνεται με χειροπιαστά αποτελέσματα της δραστηριότητας της εταιρείας, όπως αύξηση εσόδων, μεγέθυνση, αύξηση εξαγωγών, αύξηση μεριδίου αγοράς, καταπολέμηση των ανταγωνιστών κ.ο.κ. Από την άλλη μεριά δεν αποκλείεται, οι διαχειριστές της εταιρείας να επιλέγουν πολιτικές ευνοϊκές για τα προσωπικά τους συμφέροντα, οι οποίες προσαυξάνουν τις δαπάνες της επιχείρησης (έξοδα πολυτελείας, bonus και άλλες παροχές). Αντίθετα, οι μέτοχοι επιδιώκουν μόνο δύο πράγματα: την αύξηση της τιμής της μετοχής και υψηλό μέρισμα. Η θεωρητική αυτή διάσταση δημιουργεί ένα σημαντικό υπόβαθρο σκέψης για το πώς επιδρούν οι Οίκοι Αξιολόγησης στις εταιρείες, οι μετοχές των οποίων διαπραγματεύονται σε χρηματιστηριακές αγορές. Αυτό συμβαίνει διότι οι Οίκοι Αξιολόγησης μεσολαβούν στη διάχυση πληροφόρησης (έστω και με έμμεσο τρόπο και με ενδείξεις για το λοιπό επενδυτικό κοινό) που πρότερα κατείχαν οι διαχειριστές, Οι τελευταίοι αξιοποιώντας το πλεονέκτημα της γρηγορότερης και πιο ολοκληρωμένης πληροφόρησης, μπορούν να καταγράψουν προσωπικά κέρδη, προβλέποντας καλύτερα την κύμανση των τιμών των μετοχών από τη στιγμή που δημοσιοποιείται η πιστοληπτική διαβάθμιση από τους Οίκους Αξιολόγησης.

Οι Zaima και McCarthy (1988) συνεχίζοντας την ως άνω ανάλυσή τους για την ασύμμετρη πληροφόρηση καταλήγουν στο συμπέρασμα της αναδιανομής του πλούτου ανάμεσα στους μετόχους και στους διαχειριστές της επιχείρησης. Αυτό συμβαίνει διότι σε περίπτωση προς τα κάτω αξιολόγησης της εταιρείας, η άμεση επίδραση επέρχεται επί της τιμής των ομολόγων η οποία είναι η άμεση πτώση της. Αυτό συμβαίνει, διότι η προς τα κάτω αξιολόγηση περιορίζει τη συνολική αξία της επιχείρησης, οδηγώντας κάποιους κατόχους ομολόγων προς πώλησή τους. Από την άλλη μεριά οι τιμές των μετοχών δεν δείχνουν να επηρεάζονται άμεσα, ειδικά στις περιπτώσεις που οι εκδότες τους είναι εταιρείες φημισμένες και καταξιωμένες. Αξίζει να σημειωθεί ότι οι χρηματιστηριακές τιμές επηρεάζονται κυρίως από πληροφόρηση σχετική με τα κέρδη και το ύψος των μερισμάτων. Η πληροφόρηση περί πτώσης της πιστοληπτικής

²⁷ Jensen, M. and W. Meckling, (1976), “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”, Journal of Financial Economics, (October), pp. 305-360.

ικανότητας μιας εταιρείας (εντός κάποιων μικρής τάξης μεγεθών) δεν συνδέεται άμεσα με την βραχυπρόθεσμη κερδοφορία της. Εν τέλει, λόγω της συμπεριφοράς αυτής μεταξύ μετόχων και κάτοχων ομολόγων παρατηρείται μια μεταβολή στην αξία των χρεογράφων / αξιόγραφων που έκαστοι διακατέχουν και οφείλεται στη δημοσίευση των πιστοληπτικών διαβαθμίσεων από τους Οίκους Αξιολόγησης.

5.4 Εμπειρικές Μελέτες

Στη συνέχεια παρουσιάζονται τα αποτελέσματα συγκεκριμένων ερευνητικών μελετών με εμπειρικά στοιχεία σχετικά με τις επιδράσεις που έχουν οι ανακοινώσεις των Οίκων Αξιολόγησης.

Οι Zaima και McCarthy (1988), στο πλαίσιο της προαναφερθείσας θεωρίας για το αποτέλεσμα της αναδιανομής του πλούτου από τις εκτιμήσεις των Οίκων Αξιολόγησης, εκτίμησαν τις επιπτώσεις των μεταβολών των αξιολογήσεων σε εταιρικά ομόλογα στις τιμές των ομολόγων και των μετοχών πάντα υπό το πρίσμα της υπόθεσης περί αναδιανομής του πλούτου. Το τελικό τους δείγμα αποτελείται από 41 εταιρείες με επανεκτιμήσεις της πιστοληπτικής τους ικανότητας από τη Standard & Poor's και αφορούσε τη χρονική περίοδο Ιανουάριο 1981 με Ιούνιο 1981. Σχετικά με τις επιδράσεις των υποβαθμίσεων επί των χρηματιστηριακών τιμών, τα αποτελέσματα είναι στατιστικά σημαντικά και αφορούν μια ελαφρά αρνητική συσχέτιση ανάμεσα στις δύο μεταβλητές. Αντιθέτως, οι υποβαθμίσεις και η επίδρασή τους επί των τιμών των ομολόγων δεν δίνουν στατιστικώς σημαντικά αποτελέσματα όπως επίσης και η διερεύνηση των επιπτώσεων των πιστοληπτικών αναβαθμίσεων επί των τιμών των μετοχών και των ομολόγων. Εν τέλει τα συμπεράσματα της ανάλυσής τους μπορούν να συνοψιστούν στα ακόλουθα:

- Οι αγορές θεωρούν ως σημαντικές τις ανακοινώσεις των Οίκων Αξιολόγησης για υποβάθμιση των εταιρειών με αρνητικό αποτέλεσμα στις τιμές ομολόγων και μετοχών, με τις τιμές των μετοχών μάλιστα να περιορίζονται σε μεγαλύτερο βαθμό από εκείνες των ομολόγων.
- Δεν καταγράφηκε κάποιο αποτέλεσμα πληροφόρησης στην περίπτωση των πιστοληπτικών αναβαθμίσεων.
- Διαπιστώνεται οι αγορές να αντιδρούν στο αποτέλεσμα αναδιανομής του πλούτου ανάμεσα στους κατόχους μετοχών και ομολογιών κατά την ανάλυση των πιστοληπτικών αναβαθμίσεων. Εικάζεται, ότι η μη διαπίστωση αποτελέσματος

πληροφόρησης για τις επιχειρήσεις με πιστοληπτική αναβάθμισης ίσως οφείλεται στην παρουσία του φαινομένου της αναδιανομής του πλούτου.

- Αντιθέτως, δεν διαπιστώνεται αποτέλεσμα αναδιανομής του πλούτου για τις μετοχές με πιστοληπτική υποβάθμιση, οι οποίες όμως όπως επισημάνθηκε κατέγραψαν αποτέλεσμα πληροφόρησης με επίδραση στις τιμές των μετοχών και των ομολόγων τους.

Ιδιαίτερο ενδιαφέρον έχει η έρευνα των Impson, Karaffiath και Glaskock²⁸ (1992), οι οποίοι διερευνούν τη σχέση ανάμεσα στην αναθεώρηση αξιολογήσεων για τα εταιρικά ομόλογα και το συστηματικό κίνδυνο – systematic risk, δηλαδή το συντελεστή beta β , του υποδείγματος Capital Asset Pricing Model CAPM. Το δείγμα εμπεριέχει εταιρείες που βίωσαν μεταβολές στην αξιολογήσή τους από τους Οίκους Αξιολόγησης Standard & Poor's και Moody's την περίοδο 1978 έως 1986. Τα κριτήρια ένταξης των εταιρειών στο οικονομετρικό τους υπόδειγμα ήταν η μεταβολή των αξιολογήσεων να αποτελούσε τη μοναδική πληροφόρηση για την εταιρεία, οι μετοχές των εταιρειών να διαπραγματευόντουσαν σε Αμερικάνικες χρηματιστηριακές αγορές, οι μεταβολές αξιολογήσεων έπρεπε να είναι αποκλειστικές για κάθε εταιρεία και όχι ομαδικές και τέλος, όπου συνέτρεχε, λήφθηκε υπόψη μόνο η πρώτη από συνεχείς μεταβολές αξιολογήσεων που πραγματοποιήθηκαν εντός ενός μηνός. Το συνολικό δείγμα εταιρειών αποτελούνταν από 278 αναβαθμίσεις και 377 υποβαθμίσεις. Οικονομετρικά, χρησιμοποιήθηκαν οι τεχνικές των χρονολογικών σειρών – time series analysis και της διαστρωματικής ανάλυσης – cross sectional regression. Τα αποτελέσματά τους αναφέρουν, ότι για τις υποβαθμισθείσες εταιρείες υπάρχει στατιστικά σημαντική συσχέτιση με αύξηση του συντελεστή beta β . Αντίθετα, οι αναβαθμισθείσες εταιρείες δεν φάνηκε να έχουν στατιστικά σημαντική συσχέτιση με κάποια μεταβολή του συντελεστή beta β . Ωστόσο, ένα πολύ ενδιαφέρον αποτέλεσμά τους αφορά τη θετική συσχέτιση ανάμεσα στο μέγεθος των εταιρειών και την αύξηση του συντελεστή beta β .

Οι Elayan, Maris και Young (1996)²⁹, εξετάζουν τις αντιδράσεις στις χρηματιστηριακές τιμές κατόπιν ανακοινώσεων της Standard & Poor's στην έκθεση Credit Watch και στις αναβαθμίσεις των Commercial Paper. Η περίοδος που αναλύεται είναι από 1981 έως το 1990.

²⁸ Impson C.M., I. Karaffiath and J. Glaskock (1992), "Testing data stationarity across bond rating agencies". The Financial Review, Vol 27, No 4, November 1992, pp. 607 – 618.

²⁹ Elayan F.A, B.A. Maris and P.J. Young (1996), "The effect of commercial paper rating changes and credit-watch placement on common stock prices", The Financial Review, Vol. 31, No1, February 1996, pp. 149 – 167

Οι επιχειρήσεις του δείγματος επιλέχθηκαν έτσι ώστε κάθε εταιρεία να μην έχει εκδώσει άλλα χρεόγραφα πέρα από τα υπό μελέτη Commercial Papers, να μην υπάρχουν άλλες σημαντικές ανακοινώσεις πέραν των διαβαθμίσεων της Standard & Poor's και φυσικά να μην υπάρχουν αντίστοιχες διαβαθμίσεις από τη Moody's. Συνολικά, ελέγχθηκαν 76 περιπτώσεις της έκθεσης Credit Watch. Τα αποτελέσματα των εν λόγω ερευνητών ήταν στατιστικά σημαντικά μόνο για τις αρνητικές διαβαθμίσεις του Credit Watch, με αρνητική επίδραση επί της χρηματιστηριακής τιμής των εξεταζόμενων εταιρειών.

Ο Akhigbe A., J. Madura και A.M. Whyte³⁰ (1997), μελετούν διακλαδικά στη βιομηχανία τις μεταβολές διαβαθμίσεων των ομολόγων. Το δείγμα τους αφορά 354 ομολογιακές υποβαθμίσεις και 184 ομολογιακές αναβαθμίσεις της Moody's και της Standard & Poor's από το 1980 έως το 1993. Το συμπέρασμα που κατέληξαν είναι ότι η εξεταζόμενη αγορά αντιμετωπίζει σημαντικές αρνητικές επιδράσεις κατόπιν των υποβαθμίσεων των ομολόγων.

Ο Best³¹ (1997), διερευνά την αντίδραση των χρηματιστηριακών τιμών των εταιρειών σε ανακοινώσεις χρέους, απόρροια μεταβολής των διαβαθμίσεών τους από Οίκους Αξιολόγησης. Η υπόθεσή του είναι ότι η αγορά ανταποκρίνεται στις ανα-διαβαθμίσεις των Οίκων Αξιολόγησης όταν αυτές σχετίζονται με το χρέος των εταιρειών ενδιαφέροντός τους. Το δείγμα αφορά 573 επιχειρήσεις με ανακοινώσεις χρέους για την περίοδο από το 1984 έως το 1992. Τα αποτελέσματα αφορούν ότι εταιρείες που ανακοίνωσαν νέο χρέος (έκδοση ομολόγων) και στη συνέχεια υποβαθμίστηκαν από τους Οίκους Αξιολόγησης, αντιμετώπισαν σημαντικά σοκ με πτώση της χρηματιστηριακής τους τιμής. Τα αντίθετο ακριβώς, συμβαίνει με εταιρείες οι οποίες αναβαθμίστηκαν.

Ο Kish, Hogan και Olson (1999)³², εκτιμούν τις επιπτώσεις των ανακοινώσεων διαβάθμισης στις αποδόσεις των εταιρικών ομολόγων. Παράλληλα, εξετάζουν το κατά πόσο η αγορά «αξιολογεί» διαφορετικά τις διαβαθμίσεις των Οίκων Αξιολόγησης Moody's και Standard Poor's με την άποψη ότι οι διαβαθμίσεις της πρώτης είναι λιγότερο αξιόπιστες από εκείνες της δεύτερης. Το αρχικό δείγμα της μελέτης ήταν 7.000 ομόλογα. Από το οποίο εξαιρέθηκαν:

³⁰ Ο Akhigbe A., J. Madura and A.M. Whyte (1997), "Intra-industry effects of bond rating adjustments", *The Journal of Financial Research*, Vol. XX, No 4, Winter, pp. 545 – 561.

³¹ Best R. W. (1997), "The role of default risk in determining the market reaction to debt announcements", *The Financial Review*, Vol. 32, No 1, February 1997, pp. 87 – 105.

³² Kish R.J., K.M. Hogan and G. Olson (1999), "Does the market perceive a difference in rating agencies?" *The Quarterly Review of Economics and Finance* 39, pp. 363 – 377.

χρηματοοικονομικές και κοινωνικές υπηρεσίες, ομόλογα ασφαλισμένα, μετατρέψιμα, κυμαινόμενου επιτοκίου, συνδεδεμένα με δείκτη και zero coupon, ομόλογα εταιρειών με διαβαθμίσεις χρέους BBB- και πάνω. Τα ομόλογα είχαν ωρίμανση από 5 έτη κατ' ελάχιστο μέχρι 30 έτη. Τελικά, το συνολικό δείγμα περιορίστηκε σε 1607 ομόλογα εταιρειών. Όλα τα αποτελέσματα είχαν μεγάλο βαθμό στατιστικής σημαντικότητας. Ως προς το πρώτο ερώτημα, οι εν λόγω ερευνητές διαπιστώνουν στατιστικά σημαντική συσχέτιση ανάμεσα στις διαβαθμίσεις των Οίκων Αξιολόγησης και στις αποδόσεις των ομολόγων. Ωστόσο, δεν διαπιστώνουν κάποια διαφοροποίηση αναφορικά με τις αξιολογήσεις της αγοράς επί των δύο Οίκων που μετείχαν στην έρευνα.

Οι Goh και Ederington³³ (1999), ελέγχουν την αντίδραση των ανακοινώσεων υποβάθμισης ομολόγων. Τα στοιχεία τους αφορούν διαβαθμίσεις της Moody's από 1 Ιανουαρίου 1984 έως 31 Δεκεμβρίου 1990. Στο ως άνω δείγμα απομονώθηκαν και στη συνέχεια αφαιρέθηκαν στοιχεία κατόπιν ανακοινώσεων για τις επιχειρήσεις στο Wall Street Journal Index. Τα αποτελέσματά τους αφορούν στο ότι η χρηματιστηριακή αγορά αντιδρά πολύ πιο αρνητικά στις υποβαθμίσεις των ομολόγων σε περιπτώσεις εταιρειών που είναι ενταγμένες στην κατηγορία υψηλού ρίσκου από ότι εκείνες που ανήκουν στην επενδυτική κατηγορία (μέσου κινδύνου).

Οι Kliger και Sarig³⁴ (2000), σε ένα αρκετά περιορισμένο δείγμα ομολόγων διάρκειας 1 – 8 έτη (από τα οποία εξαιρούνταν ξένες επιχειρήσεις) – συνολικά 812 ομόλογα για 812 εταιρείες, μελέτησαν τις επιπτώσεις των μεταβολών των διαβαθμίσεων της Moody's σε εταιρικά ομόλογα πάνω στις χρηματιστηριακές τιμές τους. Τα αποτελέσματά τους καταγράφουν ότι σε περιπτώσεις αναβαθμίσεων (υποβαθμίσεων) των διαβαθμίσεων της Moody's, η ομολογιακή αξία της εταιρίας αυξάνεται (μειώνεται) και η χρηματιστηριακή της αξία μειώνεται (αυξάνεται). Παράλληλα, δεν διαπιστώνονται αλλαγές στη συνολική αξία των επιχειρήσεων του δείγματος. Τέλος, διαπίστωσαν ότι η επίδραση της καλής νέας πληροφόρησης είναι μεγαλύτερη όσο πιο μεγάλη είναι η μόχλευση της εταιρείας.

³³ Goh J.C., L.H. Ederington (1999), "Cross-sectional variation in the stock market reaction to bond rating changes", *The Quarterly Review of Economics and Finance*, Vol. 29, No 1, pp. 101 – 112.

³⁴ Kliger D., O. Sarig (2000), "The information value of bond settings", *The Journal of finance*, Vol. LV, No6, December 2000.

Οι Bremer και Pettway (2001)³⁵ εξετάζουν ένα δείγμα 49 Ιαπωνικών Τραπεζών από το 1986 έως το 1998, για το πώς αντιδρούν οι χρηματιστηριακές τους τιμές σε ανακοινώσεις του Οίκου Moody's για πτώση της πιστοληπτικής τους διαβάθμισης. Τα αποτελέσματα που λαμβάνουν οι ως άνω ερευνητές δεν είναι στατιστικά σημαντικά για να συσχετίσουν τις ανακοινώσεις των Οίκων Αξιολόγησης με τυχόν μεταβολές των τιμών των μετοχών τους. Όπως εξηγούν και οι ίδιοι, πιθανότατα οι διαχειριστές των τραπεζών προβαίνουν σε άλλου τύπου ανακοινώσεις και ενέργειες προκειμένου να μεταβάλλουν το διαταραγμένο κλίμα των μετόχων και είναι προφανές ότι έχουν θετικό αποτέλεσμα.

Οι Steiner και Heinke³⁶ (2001), εξετάζουν την ημερήσια διακύμανση των τιμών ομολόγων – Eurobond, κατόπιν ανακοινώσεων των Οίκων Αξιολόγησης Standard & Poor's και Moody's. Το δείγμα τους περιλαμβάνει 546 μεταβολές πιστοληπτικής διαβάθμισης και 182 μεταβολές τιμών στη Γερμανική αγορά Eurobond από το 1985 έως το 1996. Τα αποτελέσματα που λαμβάνουν είναι στατιστικά σημαντικά και καταγράφουν μια ασθενής επίδραση της προς τα κάτω διαβάθμισης του πιστωτικού κινδύνου προς πτώση των τιμών των ομολόγων.

Οι Gropp και Richards³⁷ (2001) εστίασαν την προσοχή τους των μεταβολών των διαβαθμίσεων των Οίκων Αξιολόγησης πάνω σε Ευρωπαϊκές τράπεζες. Το δείγμα τους αποτελούνταν από 186 γεγονότα διαβαθμίσεων για 32 τράπεζες και κάλυπτε την περίοδο 1989 – 2000. Όσον αφορά τις τιμές των τραπεζικών ομολόγων βρήκαν μικρή επίδραση των εν λόγω ανακοινώσεων. Αντίθετα, οι ανακοινώσεις επιδρούν σημαντικά επί των τιμών των μετοχών. Αξίζει να σημειωθεί ότι οι εν λόγω ερευνητές εξέτασαν το δείγμα τους πριν και μετά τις ανακοινώσεις των Οίκων Αξιολόγησης, χωρίς ωστόσο να διαπιστώσουν σημαντικές διαφορές.

³⁵ Bremer M. Pettway R.H. (2001), “Information and the market's perceptions of Japanese bank risk: Regulation, environment and disclosure”, *Pacific-Basin Finance Journal* 10, pp. 119 – 139.

³⁶ Steiner M., V. G. Heinke (2001), “Event study concerning international bond price effects of credit rating actions”, *International Journal of Finance and Economics*, 6, pp. 139 – 157.

³⁷ Gropp R., A. J. 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?”, *European Central Bank, Working Paper No. 76, August 2001.*

Συμπεράσματα

Στο πλαίσιο της παρούσας εργασίας καταγράφηκαν οι τεχνικές και η μεθοδολογία διαβάθμισης που ακολουθούν οι Οίκοι Αξιολόγησης με επίκεντρο τη μελέτη των περιπτώσεων των Οίκων Standard & Poor's και FITCH. Σε θεωρητικό επίπεδο αναλύθηκαν οι διαδικασίες αξιολόγησης της εταιρικής πιστοληπτικής ικανότητας με σκοπό να αποσαφηνιστούν εκείνοι οι παράγοντες που την επηρεάζουν και οι οποίοι μπορούν να εκτιμηθούν με τρόπο αντικειμενικό από εξωτερικούς ελεγκτές όπως οι Οίκοι Αξιολόγησης. Ωστόσο, πέραν της ανάλυσης των ποσοτικών χαρακτηριστικών, η εκτίμηση των ποιοτικών δεδομένων και κυρίως η ανάγκη μελλοντικών εκτιμήσεων και προβλέψεων επιβάλλουν στις αξιολογικές διαδικασίες έναν χαρακτήρα υποκειμενικό, ο οποίος πολλές φορές έχει αποτελέσει αντικείμενο κριτικής για τους Οίκους Αξιολόγησης.

Όπως αναφέρθηκε λεπτομερώς, οι Οίκοι Αξιολόγησης έχουν πολλαπλή και σημαντική παρουσία σε μια παγκοσμιοποιημένη οικονομία. Καταρχήν, όπως αναλύθηκε, οι Οίκοι Αξιολόγησης επιλύουν σε μεγάλο βαθμό το πρόβλημα της ασύμμετρης πληροφόρησης παρέχοντας ως ανεξάρτητοι κριτές, εκτίμηση της πιστοληπτικής ικανότητας μιας επιχείρησης, γεγονός που συμβάλλει στην διασύνδεση εταιρειών και μετόχων καθώς και στην έκδοση χρέους. Με τον τρόπο αυτό, οι εταιρείες μπορούν να επιτύχουν πιο εύκολα την έκδοση μετοχών και ομολόγων, διαχέοντας, με τρόπο ασφαλή για τα ευαίσθητα εταιρικά δεδομένα, πληροφόρηση για τα ποιοτικά χαρακτηριστικά της επιχείρησης. Από την άλλη μεριά, οι επενδυτές μπορούν να πληροφορηθούν με τρόπο πιο ασφαλή τους κινδύνους τους οποίους αναλαμβάνουν έτσι ώστε να επιτύχουν πιο αποτελεσματικά τις τοποθετήσεις των κεφαλαίων τους. Τρίτον, οι διαβαθμίσεις των Οίκων Αξιολόγησης έχουν πρωτεύοντα ρόλο στο διεθνές χρηματοοικονομικό σύστημα όπως αποδεικνύεται από τη διασύνδεσή τους με το κανονιστικό πλαίσιο της Βασιλείας II.

Ωστόσο, η πρόσφατη διεθνής χρηματοοικονομική κρίση με τις επιπτώσεις και στην Ελλάδα με αποκορύφωμα την οικονομική κρίση που βιώνουμε, αποτέλεσε αφορμή να τεθούν σημαντικά ερωτήματα για τη φύση και τη λειτουργία των πιστοληπτικών διαβαθμίσεων. Για άλλη μια φορά, το κύριο ζήτημα ήταν και είναι το κατά πόσο αντικειμενικές είναι αυτές οι διαβαθμίσεις και μήπως υποκρύπτουν τη διασφάλιση και επίτευξη «άλλων» επενδυτικών συμφερόντων. Η ουσία είναι ότι επανεξετάζεται το θεσμικό και κανονιστικό πλαίσιο που

διέπει τη λειτουργία των Οίκων Αξιολόγησης, με στόχο τον περιορισμό των αυθαίρετων εκτιμήσεων και την υποβολή νέων και αυστηρότερων κανόνων. Στο πλαίσιο της Βασιλείας III, η αναβάθμιση των κανόνων λειτουργίας τους, προς ένα αυστηρότερο πλαίσιο, είναι το κύριο θέμα εργασίας.

Αναλύοντας, τις επιπτώσεις των Οίκων Αξιολόγησης προς την δραστηριότητα των επιχειρήσεων κυρίως μέσα από αναδρομή σε έρευνες και οικονομετρικά υποδείγματα καταλήξαμε στα ακόλουθα συμπεράσματα: Αναμφίβολα, η παρουσία των Οίκων Αξιολόγησης αποτελούν σημαντικό στοιχείο πληροφόρησης και αντίστοιχα σημαντική είναι η επιρροή τους στη διαμόρφωση των τιμών των μετοχών και των ομολόγων. Ωστόσο, στο συμπέρασμα αυτό καταλήγουμε μόνο με υποδείγματα που απομονώνουν τις λοιπές πηγές πληροφόρησης και διορθώνουν αντίστοιχα τα στατιστικά αποτελέσματα. Απλά υποδείγματα διασύνδεσης των διαβαθμίσεων των Οίκων Αξιολόγησης με μεταβολές σε τιμές και ομολογίες αποτυγχάνουν να δώσουν στατιστικώς σημαντικά οικονομετρικά αποτελέσματα. Ενδιαφέρον παρουσιάζει, το αποτέλεσμα των υποβαθμίσεων που δείχνει να έχει μεγαλύτερη επιρροή από εκείνη των αναβαθμίσεων. Συνοψίζοντας, στη διεθνή βιβλιογραφία μελετήθηκε ο ρόλος των Οίκων Αξιολόγησης ως φορείς πληροφόρησης, σηματοδότησης και κυρίως ως παράγοντες αναδιανομής του πλούτου. Επιμένοντας στο τελευταίο, πιστεύουμε ότι είναι το πιο σημαντικό στοιχείο της λειτουργίας των Οίκων Αξιολόγησης και για το λόγο αυτό έχουν καταστεί σημείο αναφοράς στις συζητήσεις για ρυθμίσεις στο πλαίσιο της παγκοσμιοποιημένης διεθνούς οικονομίας.

Τέλος, η παρουσίαση των Οίκων Αξιολόγησης, Standard & Poor's και FITCH, κατέστησε ορατό ότι λίγο ως πολύ επιδιώκουν τους ίδιους σκοπούς, την εκτίμηση της πιθανότητας αδυναμίας πληρωμών για τις επιχειρήσεις. Και οι δύο Οίκοι δίνουν έμφαση στη μελέτη των ποσοτικών και ποιοτικών στοιχείων. Η Standard & Poor's δείχνει μεγαλύτερη έμφαση στην εκτίμηση και ανάλυση της εταιρικής διακυβέρνησης και για το σκοπό αυτό έχει αναπτύξει την ιδιαίτερη διαδικασία GAMMA. Σε κάθε περίπτωση οι Οίκοι Αξιολόγησης είναι σημαντικοί «ρυθμιστές» της παγκόσμιας οικονομίας και αναμφίβολα, η μελέτη τους θα συνεχίσει να αποτελεί σημαντικό κέντρο αναφοράς μελλοντικών ερευνών.

ΠΑΡΑΠΟΜΠΕΣ

Ξενόγλωσσα Βιβλία:

Rouse, C.N., (2002) - BANKERS LENDING TECHNIQUES – 2nd ed. Chartered Institute of Bankers 2002

Ξενόγλωσσα Άρθρα:

Akerlof G., (1970), “The market of lemons, qualitative uncertainty and the market mechanism”, Quarterly Journal of Economics 84, pp. 488 – 500.

Akhigbe A., Madura J. and Whyte A.M. (1997) “Intra-industry effects of bond rating adjustments”, The journal of Financial Research, Vol. XX, No 4, Winter 1997, pp. 545 – 561.

Altman, Edward I. (September, 1968). "Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy". Journal of Finance: 189–209.

Best R. W. (1997), “The role of default risk in determining the market reaction to debt announcements”, The Financial Review, Vol. 32, No 1, February 1997, pp. 87 – 105.

Bremer M. Pettway R.H. (2001), “Information and the market’s perceptions of Japanese bank risk: Regulation, environment and disclosure”, Pacific-Basin Finance Journal 10, pp. 119 – 139.

Elayan F.A, B.A. Maris and P.J. Young (1996), “The effect of commercial paper rating changes and credit-watch placement on common stock prices”, The Financial Review, Vol. 31, No1, February 1996, pp. 149 – 167

Frost Carol Ann “Credit Rating Agencies in Capital Markets: A Review of Research Evidence on Selected Criticisms of the Agencies”, March 15, 2006, mimeo.

Goh J.C., L.H. Ederington (1999), “Cross-sectional variation in the stock market reaction to bond rating changes”, The Quarterly Review of Economics and Finance, Vol. 29, No 1, pp.

101 – 112.

Gropp R., A. J. 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?”, European Central Bank, Working Paper No. 76, August 2001.

Hogan R.J., K.M. and G. Olson (1999), “Does the market perceive a difference in rating agencies?” *The Quarterly Review of Economics and Finance* 39, pp. 363 – 377.

Impson C.M., I. Karafiath and J. Glascock (1992), “Testing data stationarity across bond rating agencies”. *The Financial Review*, Vol 27, No 4, November 1992, pp. 607 – 618.

Jensen, M. and W. Meckling, (1976), “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”, *Journal of Financial Economics*, (October), pp. 305-360.

Kliger D., O. Sarig (2000), “The information value of bond settings”, *The Journal of finance*, Vol. LV, No6, December 2000.

Ohlson, J. A. 1980. "Financial Ratios and the Probabilistic Prediction of Bankruptcy." *Journal of Accounting Research* (Spring): 109-131.

Reiss David J., 2009, “Ratings Failure: The Need for a Consumer Protection Agenda in Rating Agency Regulation”, *Banking and Financial Services Policy Report*, 2009, Brooklyn Law School, Legal Studies Paper No. 154

Steiner M., V. G. Heinke (2001), “Event study concerning international bond price effects of credit rating actions”, *International Journal of Finance and Economics*, 6, pp. 139 – 157.

Stiglitz J. E. and A. Weiss, 1981, “Credit Rationing in Markets with Imperfect Information”, *American Economic Review*, Vol. 71, pp. 851 - 866.

Zaima J.K. and McCarthy J. (1988), “The impact of bond rating changes on common stocks and bonds. Tests of the wealth redistribution hypothesis” *The Financial Review*, Vol. 23, No 4, November 1988.

UNCTAD “Credit Rating Agencies and their Potential Impact on Developing Countries”, No. 106, January 2008.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Βιβλία στα Ελληνικά:

Γκίκας Δημήτριος, 1997, Η Ανάλυση και οι χρήσεις των Λογιστικών Καταστάσεων, Αθήνα, Εκδόσεις Μπένου.

Νιάρχος Ν., 1994, Χρηματοοικονομική ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων, Αθήνα, Εκδόσεις Σταμούλη.

Βασιλείου Δ.- Ηρειώτης Ν., Χρηματοοικονομική Διοίκηση Θεωρία & Πρακτική, Αθήνα, Εκδόσεις Rosili

Άρθρα στα Ελληνικά:

Μήλας Κ. - Θ. Παναγιωτίδης, «Η αλήθεια και οι οίκοι αξιολόγησης», από το ΒΗΜΑ: ΔΗΜΟΣΙΕΥΣΗ: 28/02/2011, 21:07 | ΤΕΛΕΥΤΑΙΑ ΕΝΗΜΕΡΩΣΗ: 28/02/2011, <http://www.tovima.gr/opinions/article/?aid=386974>

Ξενόγλωσσα Βιβλία:

De Servigny, Arnaud and Olivier Renault (2004). The Standard & Poor's Guide to Measuring and Managing Credit Risk. McGraw-Hill. ISBN 13 978-0071417556.

Ξενόγλωσσα Άρθρα:

Altman, Edward I. (July, 2000). ""Predicting Financial Distress of Companies"". <http://pages.stern.nyu.edu/~ealtman/Zscores.pdf>: 15–22.

Altman, Edward I. (May, 2002). ""Revisiting Credit Scoring Models in a Basel II Environment"". Prepared for "Credit Rating: Methodologies, Rationale, and Default Risk", <http://www.stern.nyu.edu/fin/workpapers/papers2002/pdf/wpa02041.pdf>.

Altman Edward I., T. Sabri "Oncü, Matthew Richardson,. Anjolein Schmeits, and Lawrence J. White, 2010, "Regulation on rating agencies", Chapter 15, pp 443 - 468 <http://www.fdic.gov/regulations/reform/Altman1.pdf>

Altman Edward I. and Herbert A. Rijken, "How Rating Agencies Achieve Rating Stability" December 2003, NYU Working Paper No. S-CDM-03-12 https://papers.rn.com/sol3/Data_Integrity_Notice.cfm?abid=1295796

Becker Bo and Todd T. Milbourn, "How Did Increased Competition Affect Credit Ratings?", September 21, 2010, Harvard Business School Finance Working Paper No. 09-051 - http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1278150

Bolton Patrick, Xavier Freixas and Joel Shapiro , "The Credit Ratings Game" February 14, 2009, EFA 2009 Bergen Meetings Paper -

Cantor Richard and Frank Packer, October, 1996, "Determinants and Impact of Sovereign Credit Ratings", Economic Policy Review, Vol. 2, No. 2, October 1996.

Caouette, John B; Edward I Altman, Paul Narayanan (1998). Managing Credit Risk - the Next Great Financial Challenge, John Wiley & Sons: New York. ISBN 978-0-471-11189-4

Chaturvedi Nishant and Priya Vaishnav, "Credit Rating & Internal Audit: The Way Ahead", working paper, March 5, 2011 - http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1777892

Chen Zhihua , Aziz A. Lookman , Norman Schürhoff and Duane J. Seppi "Why Ratings Matter: Evidence from Lehman's Index Rating Rule Change", EFA 2009 Bergen Meetings Paper, Swiss Finance Institute Research Paper No. 10-30.

Economist, 2005, "Who rates the raters?". www.economist.com

Eidleman, Gregory J. (1995-02-01). "Z-Scores - A Guide to Failure Prediction". The CPA Journal Online. <http://www.nysscpa.org/cpajournal/old/16641866.htm>.

Elsas Ralf and Sabine Mielert, "Rating Validation Based on Shocks to Firms' Credit Quality", February 2011, working paper - http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1466710

Flandreau Marc, N. Gaillard and F. Packer, "To err is human: rating agencies and the interwar foreign government debt crisis", December 2010, BIS Working Paper No 335.

Gibilaro Lucia and Gianluca Mattarocci "The Relationship Between Pricing Policies and Measures of the Economic Independence of Rating Agencies: Evidence from Fitch, Moody's and S&P", 22nd Australasian Finance and Banking Conference 2009

Hunt John P. "Credit Rating Agencies and the 'Worldwide Credit Crisis': The Limits of Reputation, the Insufficiency of Reform, and a Proposal for Improvement" September 5, 2008, Columbia Business Law Review, Vol. 2009, No. 1

Lannoo Karel, 2010, "What reforms for the credit rating industry? A European perspective", ECMI Policy Brief No. 17/October 2010.

Manso Gustavo, 2011, "Feedback Effects of Credit Ratings", MIT Working Paper, February 18, 2011. <http://faculty.chicagobooth.edu/appliedtheory/workshop/spring2011/Manso.pdf>

Partnoy Frank, "The Paradox of Credit Ratings", 2001, U San Diego Law & Econ Research Paper No. 20 - http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=285162&rec=1&srcabs=1342986

Purda Lynnette D. "Assessing Credit or Determining Quantity? The Evolution of the Role of Rating Agencies", March 5, 2011, Working Paper

Roesch Daniel and Harald Scheule, "Rating Performance and Agency Incentives of Structured Finance Transactions", November 22, 2009, Finlawmetrics 2010 Conference Paper.

Zmijewski, M. E. 1984. Methodological Issues Related to the Estimation of Financial Distress Prediction Models. *Journal of Accounting Research* 24 (Supplement): 59-82.

Internet

A Global Cross Asset Report Card

http://www2.standardandpoors.com/spf/pdf/media/A_Global_CrossAsset_Report_Card.pdf

Big Changes In SP Rating Criteria

http://www2.standardandpoors.com/spf/images/media/Big_Changes_In_SP_Rating_Criteria.pdf

Cii speech 09.21.10

http://www2.standardandpoors.com/spf/pdf/media/cii_speech_092110.pdf

CREDIT CRITERIA Standard & Poor's

<http://www2.standardandpoors.com/spf/pdf/media/GuidetoCreditRatingsCriteria.pdf>

Criteria Financial Institutions Request for Comment Banks Rating Methodology

<http://www2.standardandpoors.com/spf/pdf/media/CriteriaFinancialInstitutionsRequestforCommentBanksRatingMethodology.pdf>

Fitch Corporate –

<http://www.fitchratings.com/jsp/sector/Sector.faces?selectedTab=Overview&Ne=11%2b4293330943&N=0>

Fitch rating process

http://www.fitchratings.com/creditdesk/public/ratings_defintions/index.cfm

Fitch Understanding Credit Ratings — Limitations and Usage

http://en.wikipedia.org/wiki/Credit_rating_agency

Global SF Default Study

http://www2.standardandpoors.com/spf/pdf/media/Global_SF_Default_Study.pdf

GUIDE TO RATINGS PERFORMANCE

http://www2.standardandpoors.com/spf/pdf/media/SP_GuideToRatingsPerformance.pdf

IOSCO – Statement of Principles -

<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD151.pdf>

Lewis Martin "Credit Ratings: How they work".

<http://www.moneysavingexpert.com/banking/credit-rating-credit-score>. Retrieved 2008.

On the Use of Models

http://www2.standardandpoors.com/spf/pdf/media/On_The_Use_Of_Models.pdf

Standard and Poor's Credit Ratings Guide

http://www2.standardandpoors.com/spf/pdf/fixedincome/SP_CreditRatingsGuide.pdf

The History of Fitch Ratings

<http://www.fitchratings.com/jsp/creditdesk/AboutFitch.faces?context=1&detail=3>

The Wishes Of Crowds Do Credit Spreads Measure Credit Risk

<http://www2.standardandpoors.com/spf/pdf/fixedincome/TheWishesOfCrowdsDoCreditSpreadsMeasureCreditRisk.pdf>

Understanding ratings definitions

http://www2.standardandpoors.com/spf/pdf/media/understanding_ratings_definitions.pdf

Wikipedia Credit rating agency -

http://en.wikipedia.org/wiki/Credit_rating_agency

Wikipedia credit rating

http://en.wikipedia.org/wiki/Credit_rating

Wikipedia, Altman Z-score -

http://en.wikipedia.org/wiki/Altman_Z-score