

Rentowność agencji ratingowych

Patrycja Chodnicka-Jaworska*

Streszczenie: *Cel* – Celem artykułu jest analiza rentowności agencji ratingowych funkcjonujących na obszarze Unii Europejskiej.

Metodologia badania – Przeprowadzono przegląd literatury przedmiotu oraz dokonano analizy sprawozdań finansowych publikowanych przez agencje ratingowe. Zebrano dane publikowane przez ESMA na temat konkurencyjności agencji ratingowych.

Wynik – Pomimo wprowadzenia przepisów mających na celu ograniczenie oligopolu agencji ratingowych występuje dalszy wzrost istotności ich funkcjonowania. Rentowność analizowanych podmiotów, należących do Wielkiej Trójki ulega poprawie.

Oryginalność/wartość – Dotychczas nie były prowadzone analizy w zakresie rentowności oraz konkurencyjności agencji ratingowych

Słowa kluczowe: credit rating, konkurencja, efektywność

Wprowadzenie

Agencje ratingowe pełnią kluczową rolę w funkcjonowaniu rynku finansowego. Zmiany not przez nie proponowane silnie oddziałują na poziom kursów walutowych, ceny akcji, obligacji, czy też premie CDS. Ponadto, zgodnie z przepisami aktualnie obowiązującymi, istotnie wpływają na koszt kredytu oraz wymogi kapitałowe.

Podczas ostatniego kryzysu została zweryfikowana jakość credit ratingów publikowanych przez wspomniane podmioty. Tym samym podważono szybkość reagowania not ratingowych na zmiany zachodzące w ryzyku upadłości ocenianych emitentów. Agencje bowiem reagowały z opóźnieniem na wydarzenia rynkowe. W związku z tym pojawiło się szereg propozycji mających na celu ograniczenie wykorzystywania not nadawanych przez nadmienione instytucje. Jednym z kluczowych pomysłów jest przejście z metody standardowej do metody wewnętrznych ratingów, gdzie druga z nich ma stanowić formę obowiązkową, natomiast stosowanie dotychczasowej metody standardowej ma zostać zaniechane, lub przynajmniej w znacznej mierze ograniczone. Zwraca się również uwagę na konieczność wprowadzenia konkurencji na rynku agencji ratingowych, a tym samym ograniczenia oligopolu Standard&Poor's, Fitch i Moody's.

* dr Patrycja Chodnicka-Jaworska, Uniwersytet Warszawski, Wydział Zarządzania, Katedra Systemów Finansowych Gospodarki, e-mail: pchodnicka@wz.uw.edu.pl.

W zaistniałej sytuacji kluczowym stało się postawienie następujących pytań badawczych. Czy wprowadzenie regulacji mających na celu ograniczenie oligopolu wpłynęło w sposób efektywny na badane zjawisko? Czy poziom konkurencji oddziałuje w sposób istotny na efektywność agencji ratingowych? Ze względu na braki danych oraz trudności w pozyskaniu informacji na temat rentowności agencji ratingowych badania w tym zakresie nie były dotychczas przeprowadzane.

Artykuł składa się z czterech części. W pierwszej przedstawiono zjawisko konkurencji na rynku agencji ratingowych w Europie. Następnie dokonano przeglądu literaturowego na temat zjawiska. Część trzecia to opis metodologii, analiza danych zwieńczona otrzymanymi wnioskami. Całość została zakończona podsumowaniem.

1. Konkurencja na rynku agencji ratingowych

Zmiany w europejskich przepisach dotyczących działania agencji ratingowych zakładają ograniczenie zjawiska oligopolu trzech największych agencji ratingowych. Wprowadzono nadzór ze strony Europejskiego Urzędu Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (European Securities and Markets Authority – ESMA). W zaistniałej sytuacji każda agencja ratingowa prowadząca działalność na obszarze Unii Europejskiej powinna być zarejestrowana lub certyfikowana przez ESMA. W tabeli 1 przedstawiono listę agencji ratingowych na koniec 2015 roku.

W tabeli 2 zaprezentowano typologię credit ratingów, jakie nadają agencje ratingowe. Najwięcej agencji ratingowych obsługuje segment instytucji finansowych oraz przedsiębiorstw. Dużym zainteresowaniem cieszą się również ratingi oferowane instytucjom ubezpieczeniowym. Spośród wszystkich zarejestrowanych podmiotów tylko 4, a mianowicie S&P, Fitch, Moody's oraz DBRS oferują usługi w zakresie nadawania not ratingowych wszystkim typom podmiotów.

Podstawowym celem Komisji Europejskiej jest ograniczenie oligopolu agencji ratingowych. Działalność agencji ratingowych reguluje Rozporządzenie nr 1060/2009 wraz z późniejszymi zmianami. W Rozporządzeniu nr 462/2013 wprowadzono konieczność korzystania z usług dwóch lub większej liczby agencji ratingowych, z czego przynajmniej jedna powinna mieć mniej, niż 10% całkowitego udziału w rynku. W praktyce obserwuje się efekt „lock in”, który wynika z niechęci emitenta do zmiany agencji, ponieważ mogłoby to budzić obawy inwestorów dotyczące wiarygodności kredytowej emitenta. Sposobem na wyeliminowanie tego problemu jest ustalenie maksymalnego okresu współpracy pomiędzy emitentem i agencją (4 lata), oraz możliwości ponownej współpracy. W chwili obecnej przepisy te są stosowane tylko dla resekurytyzacji oraz w przypadku, gdy przynajmniej cztery agencje biorą udział w procesie oceny ryzyka. Konieczność rotacji współpracy pomiędzy agencjami ratingowymi może zwiększyć konkurencyjność rynku i obniżyć bariery wejścia.

Tabela 1

Lista agencji ratingowych zarejestrowanych i certyfikowanych przez ESMA

Nazwa agencji	Kraj	Status	Data rejestracji
AM Best Europe-Rating Services Ltd. (AMBERS)	UK	zarejestrowana	8-wrz-11
ARC Ratings, S.A. (previously Companhia Portuguesa de Rating, SA)	Portugalia	zarejestrowana	26-sie-11
ASSEKURATA Assekuranz Rating-Agentur GmbH	Niemcy	zarejestrowana	18-sie-11
Axesor conocer para decidir SA	Hiszpania	zarejestrowana	1-paź-12
BCRA-Credit Rating Agency AD	Bułgaria	zarejestrowana	6-kwi-11
Capital Intelligence (Cyprus) Ltd	Cypr	zarejestrowana	8-maj-12
Cerved Rating Agency S.p.A. (previously CERVED Group S.p.A.)	Włochy	zarejestrowana	20-gru-12
Creditreform Rating AG	Niemcy	zarejestrowana	18-maj-11
CRIF S.p.A.	Włochy	zarejestrowana	22-gru-11
Dagong Europe Credit Rating Srl (Dagong Europe)	Włochy	zarejestrowana	13-cze-13
DBRS Ratings Limited	UK	zarejestrowana	31-paź-11
Egan-Jones Ratings Co. (EJR)	USA	certyfikowana	12-gru-14
Euler Hermes Rating GmbH	Niemcy	zarejestrowana	16-lis-10
European Rating Agency, a.s.	Słowacja	zarejestrowana	30-lip-12
EuroRating Sp. z o.o.	Polska	zarejestrowana	7-maj-14
Feri EuroRating Services AG	Niemcy	zarejestrowana	14-kwi-11
Fitch Deutschland GmbH	Niemcy	zarejestrowana	31-paź-11
Fitch France S.A.S.	Francja	zarejestrowana	31-paź-11
Fitch Italia S.p.A.	Włochy	zarejestrowana	31-paź-11
Fitch Polska SA	Polska	zarejestrowana	31-paź-11
Fitch Ratings CIS Limited	UK	zarejestrowana	31-paź-11
Fitch Ratings España S.A.U.	Hiszpania	zarejestrowana	31-paź-11
Fitch Ratings Limited	UK	zarejestrowana	31-paź-11
GBB-Rating Gesellschaft für Bonitätsbeurteilung GmbH	Niemcy	zarejestrowana	28-lip-11
HR Ratings de México, S.A. de C.V. (HR Ratings)	Meksyk	certyfikowana	7-lis-14
ICAP Group SA	Grecja	zarejestrowana	7-lip-11
INC Rating Sp. z o.o.	Polska	zarejestrowana	27-paź-15
Japan Credit Rating Agency Ltd	Japonia	certyfikowana	6-sty-11
Kroll Bond Rating Agency	USA	certyfikowana	20-mar-13
modeFinance S.r.l.	Włochy	zarejestrowana	10-lip-15
Moody's Deutschland GmbH	Niemcy	zarejestrowana	31-paź-11
Moody's France S.A.S.	Francja	zarejestrowana	31-paź-11
Moody's Investors Service Cyprus Ltd	Cypr	zarejestrowana	31-paź-11
Moody's Investors Service EMEA Ltd	UK	zarejestrowana	24-lis-14
Moody's Investors Service España SA	Hiszpania	zarejestrowana	31-paź-11
Moody's Investors Service Ltd	UK	zarejestrowana	31-paź-11
Moody's Italia S.r.l.	Włochy	zarejestrowana	31-paź-11
Rating-Agentur Expert RA GmbH	Niemcy	zarejestrowana	1-gru-15
Scope Ratings AG (previously PSR Rating GmbH)	Niemcy	zarejestrowana	24-maj-11
Spread Research	Francja	zarejestrowana	1-lip-13
Standard & Poor's Credit Market Services Europe Limited	UK	zarejestrowana	31-paź-11
Standard & Poor's Credit Market Services France S.A.S.	Francja	zarejestrowana	31-paź-11
Standard & Poor's Credit Market Services Italy S.r.l.	Włochy	zarejestrowana	31-paź-11
The Economist Intelligence Unit Ltd	UK	zarejestrowana	3-cze-13

Źródło: opracowanie własne.

Tabela 2

Segmenty działalności europejskich agencji ratingowych

Nazwa agencji	2013												2014												2015											
	IN			CO			SV			SS			PE			SN			SF			CB			FI											
	IN	CO	SV	IN	CO	SV	IN	CO	SV	IN	CO	SV	IN	CO	SV	IN	CO	SV	IN	CO	SV	IN	CO	SV												
AM Best	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X												
ARC Ratings, SA	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X												
ASSEKURATA	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X												
Axesor conoecer para decidir SA	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X												
BCRA-Credit Rating Agency AD	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X												
Capital Intelligence (Cyprus) Ltd	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X												
Cerved Rating Agency S.p.A.	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X												
Creditreform Rating AG	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X												
CRIF S.p.A.	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X												
Dagong Europe Credit Rating Srl	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X												
DBRS Ratings Limited	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X												
Egan-Jones Ratings Co. (EJR)	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X												
Euler Hermes Rating GmbH	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X												
European Rating Agency, a.s.	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X												
EuroRating Sp. z o.o.	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X												
Feri EuroRating Services AG	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X												
Fitch Ratings Limited	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X												
GBB-Rating	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X												
ICAP Group SA	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X												
INC Rating Sp. z o.o.	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X												
Japan Credit Rating Agency Ltd	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X												
modeFinance S.r.l.	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X												
Moody's Investors Service Ltd	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X												
Rating-Agentur Expert RA GmbH	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X												
Scope Ratings AG	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X												
Spread Research	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X												
Standard & Poor's	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X												

Źródło: opracowanie własne.

W ciągu ostatnich trzech lat udział trzech największych agencji ratingowych wynosił około 90%. Najszybciej rozwijającą się agencją ratingową, a jednocześnie największą, jest S&P. W ciągu ostatnich trzech lat jej udział w rynku wzrósł o 6%. Pozostałe dwie agencje tj. Moody's (34% rynku) oraz Fitch (17% rynku) praktycznie nie odnotowują przyrostów.

Tabela 3

Udział w rynku agencji ratingowych w krajach Unii Europejskiej (%)

Nazwa agencji	2015	2014	2013
AM Best Europe-Rating Services Ltd. (AMBERS)	0,79	0,72	0,72
ARC Ratings, SA (previously Companhia Portuguesa de Rating, SA)	0,02	0,03	0,04
ASSEKURATA Assekuranz Rating-Agentur GmbH	0,21	0,26	0,30
Axesor conocer para decidir SA	0,61	0,58	0,39
BCRA-Credit Rating Agency AD	0,02	0,03	0,02
Capital Intelligence (Cyprus) Ltd	0,12	0,13	0,16
Cerved Rating Agency S.p.A. (previously CERVED Group S.p.A.)	1,20	2,19	2,60
Creditreform Rating AG	0,50	0,53	0,49
CRIF S.p.A.	0,33	0,76	0,34
Dagong Europe Credit Rating Srl (Dagong Europe)	0,02	<0,01	<0,01
DBRS Ratings Limited	1,47	1,27	0,97
Euler Hermes Rating GmbH	0,20	0,24	0,20
European Rating Agency, a.s.	0,00	<0,01	<0,01
EuroRating Sp. z o.o.	0,00	<0,01	0,00
Feri EuroRating Services AG	0,64	0,67	0,81
Fitch Group	16,80	16,22	17,66
GBB-Rating Gesellschaft für Bonitätsbeurteilung GmbH	0,32	0,33	0,33
ICAP Group SA	0,55	0,75	0,77
INC Rating Sp. z o.o.	0,00	0,00	0,00
modeFinance S.r.l.	0,00	0,00	0,00
Moody's Group	34,67	34,53	34,75
Rating-Agentur Expert RA GmbH	0,00	0,00	0,00
Scope Ratings AG (previously PSR Rating GmbH)	0,14	0,14	0,10
Spread Research	0,11	0,09	0,09
Standard & Poor's Group	40,42	39,69	34,61
The Economist Intelligence Unit Ltd	0,87	0,83	4,65

Źródło: opracowanie własne.

W związku z tym można wysnuć wniosek, iż pomimo wprowadzenia przepisów, których celem jest ograniczenie oligopolu na rynku agencji ratingowych, i tak udział trzech największych podmiotów ulega dalszemu zwiększeniu. Wynika to z zaufania inwestorów i emitentów na rynku agencji ratingowych. Można zatem zakładać, że emitent woli mieć nadaną notę przez dużą, rozpoznawalną agencję ratingową, niż mały podmiot. Wynika to chociażby z ryzyka reputacji.

Tabela 4

Kategorie credit ratingu.

Kategoria credit ratingu	2013	2014	2015
Instytucje finansowe	1 239	1 283	1 277
Instytucje ubezpieczeniowe	556	519	495
Instytucje niefinansowe	33 195	32 844	28 098
Sovereign	893	896	904
Instrumenty finansowe	13 140	12 580	12 173
Obligacje zabezpieczone	14 290	13 729	13 236
Łącznie	63 313	61 851	56 183

Źródło: opracowanie własne.

2. Przegląd literatury

Wpływ konkurencyjności na rentowność agencji ratingowych nie był dotychczas analizowany. Becker i Milbourn (2010) prowadząc swoje badania postanowili zbadać wpływ wprowadzenia Fitch na rynek agencji ratingowych wcześniej zmonopolizowany przez S&P i Moody's. Zwiększona konkurencja ze strony Fitch skutkuje niższą jakością ocen ratingowych. W efekcie poziom oceny wzrósł, korelacja między ocenami i rentownością spadła oraz pogorszeniu uległa zdolność do oceny przewidywań negatywnych konsekwencji rynkowych. Jest to efekt chęci pozyskania klienta i reputacji agencji ratingowych. Ukonstytuowanie się silnego gracza rynkowego prowadzi do wzmożonej walki o emitenta, a w efekcie do nadawania korzystniejszych not przy stosowaniu metody finansowania „emitent płaci”. Z drugiej strony podkreśla się konieczność nadawania bardziej wiarygodnych ratingów, jako motoru napędzającego klientów (Cantor, Packer 1994; Smith, Ingo 2002).

Istnieje szereg badań wskazujących na reputację, jako czynnik wpływający na podejmowanie decyzji na temat współpracy (Chemmanur, Fulghieri 1994). Goel i Thakor (2010) badali, jak reputacja agencji ratingowej wpływa na decyzje dotyczące wyboru podmiotu oceniającego. Covitz i Harrison (2003) zwrócili uwagę, że konflikt interesów pomiędzy emitentem a inwestorem odbijał się na reputacji agencji ratingowej. Bar-Isaac i Shapiro (2010) stwierdzili, że jeżeli straty reputacji są niższe ze względu na wzrost konkurencji, istnieją mniejsze zachęty do dostarczania dokładnych ocen. Skreta i Veldkamp (2009) oraz Bolton, Freixas i Shapiro (2009) analizują teoretyczne modele „zakupu” ocen ratingowych na ich jakość. Agencje ratingowe są podatne na inflacyjność ocen ratingowych, a w efekcie naiwność inwestorów podążających za notami rośnie (Boot, Milbourn, Schmeits 2006).

Rhee (2014) proponuje, by pewna część przychodu osiągniętego przez największe agencje ratingowe przekazywana była instytucjom nadzorczym w ramach premii płatnej za wyniki (tj. za jakość otrzymywanych not ratingowych). Agencje w swoim założeniu powinny

konkurować o wspomnianą premię, na zasadzie „wszystko albo nic”. W efekcie może wpływać na konflikt interesów, wzrost konkurencji i jakość oceny credit ratingów.

3. Analiza rentowności agencji ratingowych

W badaniu zostały wykorzystane dane z raportów agencji ratingowych publikowanych w latach 1989–2015. Ze względu na braki danych dotyczących informacji publikowanych przez mniejsze agencje ratingowe, ograniczono się do analizy 2 największych podmiotów, a mianowicie S&P i Moody's.

Ze względu na niewielką liczbę obserwacji oraz analizę 2 podmiotów postanowiono wykorzystać modele regresji liniowej wraz z niezbędnymi testami. Ogólna postać modelu została zaprezentowana poniżej:

$$y_i = \sum_{k=0}^n \beta_k x_i + \varepsilon_{j,t} \quad (1)$$

gdzie:

y_i – badana zmienna zależna dotycząca rentowności agencji ratingowych, tj. stopa zwrotu na aktywach (ROA) i stopa zwrotu na kapitałach własnych (ROE),

x_i – wektor zmiennych niezależnych specyficznych dla agencji ratingowych, tj.:

$$x_i = [SIZE_i, ROS_i, TAX_i, OP_i, CR_i, AE_i, DE_i, GDP_i, CPI_i, HHI_i],$$

gdzie:

$SIZE_i$ to zlogarytmowana wartość aktywów; ROS_i określa rentowność sprzedaży; TAX_i oznacza efektywną stopę opodatkowania; OP_i to wartość marży operacyjnej; CR_i określa wskaźnik płynności bieżącej; $AE_{i,j}$ wartość aktywów do kapitałów własnych; $DE_{i,j}$ to wartość zobowiązań do kapitałów własnych; GDP_i stopa wzrostu PKB; CPI_i to poziom inflacji; HHI_i to indeks koncentracji liczony jako stosunek aktywów agencji ratingowej do łącznych aktywów sektora;

$\varepsilon_{i,t}$ – składnik losowy.

W związku z występowaniem szeregu czasowo przestrzennego i małej liczby obserwacji postanowiono odstąpić od metod regresji panelowych na korzyść regresji liniowej przeprowadzonej oddzielnie dla każdej z agencji ratingowych. Wyniki zaprezentowano w poniższej tabeli 5.

Przeprowadzone badanie na temat determinant rentowności Moody's Investor Service sugeruje, iż czynnikami wpływającymi w sposób istotny na rentowność aktywów są: wielkość agencji ratingowej, rentowność sprzedaży oraz poziom inflacji. Im większa i bardziej rozpoznawalna agencja ratingowa, tym rośnie zainteresowanie ze strony emitentów zakupem ratingu. Jednocześnie poziom inflacji związany jest z koniunkturą gospodarczą. W przypadku rentowności kapitałów własnych wielkość agencji ratingowej odgrywa większą rolę (wzrost wielkości agencji ratingowej o 1 jednostkę powoduje wzrost ROE o 0,6%).

Silniejszy wpływ ma również rentowność sprzedaży. Na poziom rentowności kapitałów własnych w sposób negatywny oddziałuje efektywna stopa podatkowa. Im jest ona wyższa, tym niższe zyski netto, a tym samym poziom kapitałów własnych. Utrzymywanie wysokiego wskaźnika płynności bieżącej oraz indeksu zobowiązań do kapitałów własnych również wywiera korzystny wpływ na badaną zmienną. Należy podkreślić istotność wskaźnika koncentracji mierzonego udziałem aktywów agencji wobec aktywów sektora. Wspominana zależność potwierdza przypuszczenia, że im większa, bardziej rozpoznawalna agencja, tym większy prestiż upatrują w jej notach zarówno emitenci, jak i inwestorzy. Potwierdza to zjawisko na rynku europejskim.

Tabela 5

Wyniki estymacji rentowności Moody's przy wykorzystaniu modeli regresji liniowej

Zmienna dla Moody's	ROA		ROE					
	Wsp	wartość p	Wsp	wartość p	Wsp	wartość p	Wsp	wartość p
const	-0,5891	0,8809	0,1798	<0,0001	169,0690	0,0188	-2,1424	0,0140
size	-0,0479	<0,0001	0,0495	<0,0001	0,2811	0,2438	0,5936	0,0002
ros	0,6003	0,0001	0,4770	<0,0001	-5,3935	0,2007	2,8164	0,0034
tax	0,0795	0,2473			-1,6630	0,3715	-0,8483	0,0389
op	-0,0853	0,3976			2,9408	0,3060		
cr	-0,0039	0,3296			0,0846	0,4004	0,1282	0,0548
ae	0,7290	0,8527			-171,4750	0,0157		
de	-0,7288	0,8527			171,5580	0,0157	0,0868	<0,0001
gdp	0,0005	0,4187			0,0029	0,8618		
cpi	0,0007	0,0343	0,0007	0,0120	0,0088	0,3217		
hhi	0,0160	0,8003			3,2541	0,2002	5,6880	0,0003
Liczba obserwacji	63		63		63		63	
Średn.aryt.zm.zależnej	0,0839		0,0839		0,0228		0,0228	
Odch.stand.zm.zależnej	0,0362		0,0362		1,7030		1,7030	
Suma kwadratów reszt	0,0059		0,0065		253,1593		137,2925	
Błąd standardowy reszt	0,0106		0,0106		2,2065		1,5658	
R-kwadrat	0,9276		0,9207		0,9549		0,9281	
Skor. R-kwadrat	0,9136		0,9166		0,9462		0,9204	
Test F	66,5965		228,1920		110,0375		120,4215	
Wartość p dla testu F	0,0000		0,0000		0,0000		0,0000	
Logarytm wiarygod.	202,8617		199,9880		-133,2060		-113,9310	
Kryt. inform. Akaike'a	-383,7234		-391,9752		288,4120		241,8619	
Kryt. bayes. Schwarz	-360,1490		-383,4026		311,9864		256,8639	
Kryt. Hannana-Quinna	-374,4515		-388,6036		297,6839		247,7623	
Test Jarque - Bery	0,6369		0,233691		korekta UMNK		korekta UMNK	
Test White'a	0,3601		0,09986		0,2647		0,1601	

Źródło: opracowanie własne.

Badanie czynników rentowności Standard & Poor skłania do nieco odmiennych wniosków. Okazuje się bowiem, iż kluczowym z punktu widzenia zyskowności aktywów są:

indeks koncentracji, wielkość agencji ratingowej, rentowość sprzedaży, efektywna stopa podatkowa oraz marża operacyjna. Największy wpływ na analizowaną zmienną wywiera ROS, pozostałe czynniki oddziałują w sposób istotny statystycznie, lecz bliski zeru. Rentowność kapitałów własnych determinowana jest przede wszystkim wielkością agencji ratingowej i poziomem koncentracji sektora. Istotny, lecz praktycznie bliski zeru związek obserwuje się pomiędzy badaną zmienną a wskaźnikami makroekonomicznymi, czyli stopą wzrostu PKB oraz inflacją. Jest to wynik tego, iż agencje ratingowe, a właściwie nadawane przez nie noty, cieszą się wysokim zainteresowaniem bez względu na okres koniunktury gospodarczej. Poziom zobowiązań do kapitałów własnych wywiera negatywny wpływ na analizowaną zmienną, jednak jest on praktycznie nieistotny. ROE determinowane jest również marżą operacyjną i rentownością sprzedaży.

Tabela 6

Wyniki estymacji rentowności S&P przy wykorzystaniu modeli regresji liniowej.

Zmienna S&P	ROA		ROE					
	Wsp	wartość p	Wsp	wartość p	Wsp	wartość p	Wsp	wartość p
const	6,8396	0,7758	-0,1243	<0,0001	-30,8211	0,8327	-0,3397	0,1284
ros	0,1914	<0,0001	0,1800	<0,0001	-0,0939	0,0193	0,0964	0,0456
tax	-0,0178	0,1563	-0,0370	0,0303	-0,0799	0,1072		
op	0,0538	<0,0001	0,0640	<0,0001	0,0793	0,0547	0,1000	0,0343
cr	0,0029	0,5417			0,0456	0,1224		
ae	-6,9997	0,7706			29,9537	0,8373		
de	6,9997	0,7706			-29,9739	0,8372	-0,0231	<0,0001
gdp	0,0001	0,6361			0,0059	<0,0001	0,0066	<0,0001
cpi	-0,0006	0,5646			-0,0057	<0,0001	-0,0052	<0,0001
hhi	0,0445	0,0107	0,0490	<0,0001	0,3597	0,0037	0,4326	0,0011
size	0,0156	0,0037	0,0107	0,0001	0,3064	<0,0001	0,2445	<0,0001
Liczba obserwacji	106		106		106		106	
Średn.aryt.zm.zależnej	0,0259		0,0259		0,3279		0,3279	
Odch.stand.zm.zależnej	0,0270		0,0270		0,1050		0,1050	
Suma kwadratów reszt	73,1842		78,8647		151,3291		181,3887	
Błąd standardowy reszt	0,9225		0,9309		1,3265		1,4276	
R-kwadrat	0,9175		0,9253		0,9150		0,9144	
Skor. R-kwadrat	0,9079		0,9212		0,9052		0,9077	
Test F	95,6759		225,5930		92,6332		135,8801	
Wartość p dla testu F	0,0000		0,0000		0,0000		0,0000	
Logarytm wiarygod.	-123,9731		-127,5986		-159,2072		-167,9947	
Kryt. inform. Akaike'a	269,9461		267,1972		340,4145		351,9894	
Kryt. bayes. Schwarz	298,2679		282,6455		368,7363		372,5871	
Kryt. Hannana-Quinna	281,3981		273,4438		351,8664		360,3181	
Test Jarque - Bery	korekta UMNK		korekta UMNK		korekta UMNK		korekta UMNK	

Źródło: opracowanie własne.

Uwagi końcowe

Głównym celem przeprowadzonego badania była analiza determinant rentowności agencji ratingowych. Postawiono szereg pytań badawczych. Jedno z nich brzmiało następująco: czy wprowadzenie regulacji mających na celu ograniczenie oligopolu wpłynęło w sposób efektywny na badane zjawisko? Okazuje się, iż zastosowanie regulacji dotyczących wolnej konkurencji w praktyce na rynku Unii Europejskiej przyczyniło się do wzrostu udziału trzech największych agencji ratingowych, spośród których prym wiedzie S&P.

Przy wykorzystaniu modeli regresji liniowej zweryfikowano wpływ determinant finansowych, makroekonomicznych oraz wielkości i koncentracji rynku agencji ratingowych na ich rentowność mierzoną rentownością aktywów oraz kapitałów własnych. Okazało się, że co prawda wskaźniki finansowe wpływają w sposób istotny na badane zmienne, jednak nie one są kluczowymi czynnikami zyskowności. W przypadku agencji ratingowych to wielkość badanych podmiotów oraz udział w rynku odgrywa kluczową rolę. Emitenci bowiem zainteresowani są notami głównie „Wielkiej Trójki”, ze względu na ich rozpoznawalność i reputację. Tylko obowiązek posiadania not od tzw. małych agencji może wpłynąć na zaistniałą sytuację. Okazuje się ponadto, że rentowność agencji ratingowych jest praktycznie niewrażliwa na koniunkturę gospodarczą. Credit ratingi cieszą się bowiem popularnością zarówno w okresie wzrostu, jak i kryzysu rynkowego.

Literatura

- Bar-Isaac H., Shapiro J. (2013). Ratings Quality over the Business Cycle. *Journal of Financial Economics*, 108 (1), 62–78.
- Becker B., Milbourn T. (2009). How did increased competition affect credit ratings? *Harvard Business School Working Paper*, 09-051.
- Bolton P., Freixas X., Shapiro J. (2009). The Credit Ratings Game. *The Journal of Finance*, 67 (1), 85–111.
- Boot A.W.A., Milbourn T., Schmeits A. (2006). Credit Ratings as Coordination Mechanisms. *Review of Financial Studies*, 19 (1), 81–118.
- Cantor R., Packer F. (1994). The Credit rating Industry. *Federal Reserve of New York Quarterly Review*, 19 (2), Summer-Fall, 1–26.
- Chemmanur T.J., Fulghieri P. (1994). Reputation, Renegotiations, and the Choice between Bank Loans and Publicly Traded Debt. *The Review of Financial Studies*, 7 (3), 475–506.
- Covitz D.M., Harrison P. (2003). Testing Conflicts of Interest at Bond Rating Agencies with Market Anticipation: Evidence that Reputation Incentives Dominate. *Working paper Federal Reserve Board*, Washington, DC.
- Goel A.M., Thakor A.V. (2010). *Credit Ratings and Litigation Risk*, unpublished working paper.
- Rhee R.J. (2014). On duopoly and compensation games in the credit rating industry. *Northwestern University Law Review*, 108 (1), 85–108.
- Skreta V., Veldkamp L. (2009). Ratings Shopping and Asset Complexity: A Theory of Ratings Inflation. *Journal of Monetary Economics*, 56, 678–695.
- Smith R.C., Ingo W. (2002). Rating agencies: Is There an Agency Issue. W: R.M. Levich, G. Majnoni, C. Reinhart (red.), *Ratings, Rating Agencies and the Global Financial System*. Boston: Kluwer Academic Publishers.

PROFITABILITY OF CREDIT RATING AGENCIES

Abstract: *Purpose* – The goal of the article is to analyse the profitability of the credit rating agencies in the European Union.

Design/methodology/approach – It has been prepared the literature research and analysis of the financial statements published by the credit rating agencies. There are collected data published by ESMA about competitiveness of the credit rating agencies.

Findings – Despite the introduction of regulations aimed at limiting the oligopoly of rating agencies is a further increase in the importance of their functioning. Profitability analysed entities belonging to the Big Three is improving.

Originality/value – So far not been carried out analysis of the profitability and competitiveness of credit rating agencies.

Keywords: credit rating, competitiveness, effectiveness

Cytowanie

Chodnicka-Jaworska P. (2016). Rentowność agencji ratingowych. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 4 (82/1), 907–917. DOI: 10.18276/frfu.2016.4.82/1-75.

