

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ
ΜΠΣ ΣΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ & ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ
ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗ



SOURCES OF BUSINESS FINANCING IN THE E.U –
THE ROLE OF THE INSTITUTIONAL ENVIRONMENT



ΟΝΟΜΑ : Κυριακή Κολοφώτη **Α.Μ.** : ΜΧΡΗ 0615

ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ : Άγγελος Α. Αντζουλάτος

ΙΟΥΛΙΟΣ 2008

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

1.ΕΙΣΑΓΩΓΗ	3
2.ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ.....	5
2.1 Γενική Σύνοψη	5
2.2 Αναλυτική Σύνοψη.....	6
2.2.1. Θεωρία Τραπεζικής Διαμεσολάβησης.....	10
2.2.2 Θεσμικό Περιβάλλον & Χρηματοδότηση των Επιχειρήσεων...	19
3.ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ.....	32
3.1 Υπόθεση	32
3.2 Δεδομένα	32
4.ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ.	38
4.1 Ανάλυση αποτελεσμάτων.....	38
4.2 Ανάλυση ευαισθησίας.	43
5. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....	45
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ	47
REFERENCES.....	67
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	69

1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Οι επιχειρήσεις στα διάφορα στάδια της λειτουργίας τους έχουν ανάγκη ανά τακτά χρονικά διαστήματα από εξωτερική χρηματοδότηση ώστε να μπορέσουν να χρηματοδοτήσουν τα επενδυτικά τους σχέδια. Για τον λόγο αυτό στρέφονται προς τους επενδυτές. Όμως κατά την μεταφορά πόρων από τους επενδυτές στις επιχειρήσεις δημιουργούνται τριβές εξαιτίας του προβλήματος της ασύμμετρης πληροφόρησης, του γεγονότος δηλαδή ότι ένα από τα δύο συναλλασσόμενα μέρη έχει καλύτερη πληροφόρηση από το άλλο. Το πρόβλημα αυτό κάνει δυσκολότερη και ακριβότερη την άμεση χρηματοδότηση των επιχειρήσεων μέσω των αγορών χρήματος και κεφαλαίων με αποτέλεσμα οι τελευταίες να καταφεύγουν στον τραπεζικό δανεισμό, ο οποίος παρέχει πόρους με ευνοϊκότερους όρους λόγω των συγκριτικών πλεονεκτημάτων των τραπεζών.

Ουσιαστικά η οικονομική θεωρία υποστηρίζει ότι οι επιχειρήσεις ανάμεσα στην άμεση εξωτερική χρηματοδότηση και στον τραπεζικό δανεισμό επιλέγουν το δεύτερο επειδή η ύπαρξη του προβλήματος της ασύμμετρης πληροφόρησης κάνει την άμεση χρηματοδότηση ασύμφορη για αυτές. Τι θα γινόταν όμως αν τα επίπεδα της ασύμμετρης πληροφόρησης σε μια οικονομία μειώνονταν?

Η απάντηση εδώ είναι ότι στη μείωση της ασύμμετρης πληροφόρησης συμβάλλει η ύπαρξη ενός ισχυρού θεσμικού πλαισίου, το οποίο παρέχει δικαιώματα στους μετόχους των επιχειρήσεων και στους πιστωτές, προστατεύοντας τους έτσι από πιθανές αυθαιρεσίες της διοίκησης και διασφαλίζοντας τους την απόδοση των επενδύσεων τους. Η παρατήρηση αυτή μας οδήγησε σε μια προσπάθεια μελέτης του ρόλου του θεσμικού πλαισίου στις αποφάσεις χρηματοδότησης των επιχειρήσεων.

Συγκεκριμένα προσπαθήσαμε να ελέγξουμε εμπειρικά την υπόθεση, αν η βελτίωση της ποιότητας του θεσμικού πλαισίου σε μια οικονομία θα οδηγήσει τις επιχειρήσεις σε περισσότερες αποφάσεις εξωτερικής χρηματοδότησης με μετοχές και σε μείωση των επιπέδων δανεισμού τους. Επιλέξαμε να διεξάγουμε τη μελέτη αυτή σε 12 χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης και για χρονικό διάστημα 10 ετών (1996-2006). Για την κατασκευή του οικονομετρικού μοντέλου μας χρησιμοποιήσαμε ως εξαρτημένες μεταβλητές τις ετήσιες μετρήσεις της EUROSTAT των επιπέδων δανεισμού και άμεσης χρηματοδότησης με μετοχές για την κάθε χώρα του δείγματος μας. Για ανεξάρτητες μεταβλητές επιλέξαμε 6 αθροιστικούς δείκτες μέτρησης της ποιότητας του θεσμικού πλαισίου προερχόμενους από την World Bank.

Όπως θα αναλυθεί στις επόμενες ενότητες τα αποτελέσματα της εμπειρικής μας ανάλυσης, αν και όχι αντίθετα με τις προσδοκίες μας, δεν ήταν επαρκή για να αποδείξουν μια ισχυρή σχέση μεταξύ της ποιότητας του θεσμικού πλαισίου και των αποφάσεων χρηματοδότησης των επιχειρήσεων. Η ύπαρξη αυτών των όχι τόσο ικανοποιητικών αποτελεσμάτων με βάση τα οικονομικά και τα στατιστικά κριτήρια τα οποία έχουν τεθεί δεν θα πρέπει να μας οδηγήσει σε απόρριψη της σχετικής θεωρίας χωρίς επιπρόσθετη έρευνα. Το παραπάνω γεγονός είναι πιθανό να οφείλεται στο ότι ορισμένες υποθέσεις σχετικά με την φύση του υποδείγματος αλλά και των μεταβλητών που έχουμε χρησιμοποιήσει δεν ισχύουν στην συγκεκριμένη περίπτωση, κάτι το οποίο πρέπει να διερευνηθεί από τον μελετητή.

Η παρούσα μελέτη έχει την εξής δομή:

Στο 2^ο κεφάλαιο αναλύεται το θεωρητικό υπόβαθρο πίσω από την διατύπωση των υποθέσεων και την κατασκευή του μοντέλου μας.

Στο 3^ο κεφάλαιο περιγράφεται η εξεταζόμενη υπόθεσή μας και η κατασκευή του οικονομετρικού μοντέλου.

Στο 4^ο κεφάλαιο αναλύονται τα αποτελέσματα της εμπειρικής ανάλυσης.

Στο 5^ο κεφάλαιο παρατίθενται τα συμπεράσματα της μελέτης.

2.ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ

2.1 Γενική Σύνοψη

Κατά την μεταφορά πόρων από τους επενδυτές στις επιχειρήσεις δημιουργούνται τριβές εξαιτίας του προβλήματος της ασυμμετρίας πληροφόρησης. Η ασυμμετρία πληροφόρησης, το γεγονός δηλαδή ότι ένα από τα δύο συναλλασσόμενα μέρη έχει καλύτερη πληροφόρηση από το άλλο, εμφανίζεται σε δύο χρονικές περιόδους, πριν την συναλλαγή (πρόβλημα δυσμενούς επιλογής) και μετά τη συναλλαγή (πρόβλημα ηθικού κινδύνου). Αποτέλεσμα της είναι η δυσκολία των επενδυτών να ξεχωρίσουν μεταξύ των “καλών” και των “κακών” προς χρηματοδότηση επιχειρήσεων καθώς και πιθανότητα εκμετάλλευσης τους από τη διοίκηση της επιχείρησης μετά την πραγματοποίηση της επένδυσης.

Το πρόβλημα της ασυμμετρίας πληροφόρησης αυξάνει το κόστος της άμεσης χρηματοδότησης για τις επιχειρήσεις, με αποτέλεσμα οι τελευταίες να καταφεύγουν στον τραπεζικό δανεισμό. Οι τράπεζες λόγω της οργάνωσης τους και της ειδικής σχέσης που διατηρούν με τους πελάτες τους έχουν πρόσβαση σε καλύτερη ποιοτικά και ποσοτικά πληροφόρηση. Επιπλέον οι τράπεζες διαθέτουν μεγαλύτερη διαπραγματευτική ισχύ έναντι των χρηματοδοτούμενων εταιρειών, η οποία αποθαρρύνει την ανεπιθύμητη συμπεριφορά των τελευταίων, μειώνοντας έτσι το πρόβλημα του ηθικού κινδύνου. Όλα αυτά τους δίνουν τη δυνατότητα να αξιολογούν με μεγαλύτερη ακρίβεια τις αιτούμενες χρηματοδότηση επιχειρήσεις καθιστώντας το κόστος του δανεισμού γι'αυτές χαμηλότερο σε σχέση με την άμεση χρηματοδότηση.

Σε αυτό ακριβώς το συμπέρασμα βασίζεται και το μοντέλο της Pecking Order theory για την κεφαλαιακή διάρθρωση των επιχειρήσεων που υποστηρίζει ότι οι επιχειρήσεις όταν χρειάζονται εξωτερική χρηματοδότηση θα επιλέξουν πρώτα τον δανεισμό και στην συνέχεια την άμεση χρηματοδότηση. Παρά το γεγονός ότι έρευνες έχουν αποδείξει ότι οι αποφάσεις άμεσης χρηματοδότησης δεν είναι τόσο σπάνιες όσο το μοντέλο προβλέπει και ότι οι

υποθέσεις του δεν μπορούν να εξηγήσουν την κεφαλαιακή διάρθρωση του συνόλου των επιχειρήσεων, ιδιαίτερα των μικρών, δεν μπορεί να παραβλεφθεί η ύπαρξη του προβλήματος της ασυμμετρίας πληροφόρησης και οι αρνητικές συνέπειες του κυρίως στην άμεση χρηματοδότηση.

Λύση στο πρόβλημα της ασύμμετρης πληροφόρησης δίνει η ύπαρξη ενός ισχυρού θεσμικού και νομικού πλαισίου, το οποίο παρέχει δικαιώματα στους μετόχους των επιχειρήσεων και στους πιστωτές, προστατεύοντας τους έτσι από πιθανές αυθαιρεσίες της διοίκησης και διασφαλίζοντας τους την απόδοση των επενδύσεων τους. Η έγκαιρη και αξιόπιστη πληροφόρηση καθώς και η ποιότητα προστασίας των δικαιωμάτων των μετόχων ή των δικαιωμάτων των πιστωτών σχετίζεται θετικά με την ανάπτυξη των αγορών χρήματος και κεφαλαίων ή του τραπεζικού συστήματος αντίστοιχα. Όντως παρατηρείται ότι οι χώρες που εμφανίζουν υψηλότερη απόδοση στην προστασία των επενδυτών, όπως οι χώρες εθνικού σε σχέση με τις χώρες αστικού δικαίου, έχουν και πιο αναπτυγμένες χρηματοαγορές, υψηλότερη αποτίμηση των εταιρειών τους και λιγότερους υποκατάστατους μηχανισμούς προστασίας των επενδυτών, όπως η συγκέντρωση υψηλού ποσοστού της ιδιοκτησίας της επιχείρησης στα χέρια μεγαλομετόχων.

2.2 Αναλυτική Σύνοψη

Η επισκόπηση βιβλιογραφίας αποτελείται από 2μέρη:

A) Θεωρία της χρηματοοικονομικής Διαμεσολάβησης. Εδώ γίνεται μια αρχική επεξήγηση του αδύναμου σημείου του χρηματοοικονομικού συστήματος που πηγάζει κυρίως από την ασύμμετρη πληροφόρηση, από το γεγονός ότι ένα από τα δύο συναλλασόμενα μέρη έχει καλύτερη πληροφόρηση από το άλλο. Αυτό οδηγεί σε επιφυλακτικότητα των επενδυτών, οι οποίοι μη μπορώντας να διαχωρίσουν τις “καλές” από τις “κακές” προς χρηματοδότηση εταιρείες απαιτούν υψηλές αποδόσεις, δυσχεραίνοντας έτσι τη χρηματοδότηση όλων των επιχειρήσεων.

Οι τράπεζες έχουν πολλά συγκριτικά πλεονεκτήματα έναντι των αγορών χρήματος και κεφαλαίων στην αντιμετώπιση της ασύμμετρης πληροφόρησης εξαιτίας της σχέσης τους με τις επιχειρήσεις, την διαπραγματευτική ισχύ τους και την πρόσβαση τους σε καλύτερες πηγές πληροφόρησης. Αυτό καθιστά τον δανεισμό λιγότερο ευαίσθητο απέναντι στην ασύμμετρη πληροφόρηση.

Το πρόβλημα της ασύμμετρης πληροφόρησης επηρεάζει τον τρόπο που οι επιχειρήσεις επιλέγουν να χρηματοδοτηθούν. Σύμφωνα με το μοντέλο της Pecking Order theory, η εξωτερική χρηματοδότηση ενέχει κόστη ασύμμετρης πληροφόρησης. Οι επιχειρήσεις για να αποφύγουν το κόστος αυτό θα εξαντλήσουν αρχικά όλους τους εσωτερικούς τους πόρους, στη συνέχεια θα κινηθούν προς τον δανεισμό και όταν αυτός εξαντληθεί στην άμεση χρηματοδότηση. Τα επίπεδα δανεισμού είναι τυχαία και εξαρτώνται από το εκάστοτε κεφαλαιακό έλλειμμα.

Παρά τα όσα η θεωρία υποστηρίζει, έλεγχοι του μοντέλου έδειξαν ότι καταφεύγουν στην άμεση χρηματοδότηση ακόμα και όταν δεν έχουν εξαντλήσει τις δυνατότητες τους για δανεισμό. Παρά την παραδοχή του προβλήματος της ασυμμετρίας πληροφόρησης και της δυσκολίας στο να παρακαμφθεί, παρατηρήθηκε ότι οι επιχειρήσεις βρίσκουν τρόπους άμεσης χρηματοδότησης με μικρότερο κόστος συναλλαγών και ασυμμετρίας πληροφόρησης. Αποφεύγουν μόνο τους τρόπους με μεγάλο κόστος όπως η έκδοση μετοχικού κεφαλαίου. Επίσης δεν εξαντλούν τους εσωτερικούς τους πόρους πριν αναζητήσουν εξωτερική χρηματοδότηση. Τα επίπεδα δανεισμού δεν είναι τυχαία αλλά μακροπρόθεσμα οι επιχειρήσεις χρησιμοποιούν μικρές και συχνές εκδόσεις μετοχικού κεφαλαίου για να επιστρέψουν σε χαμηλότερα επίπεδα μόχλευσης ακόμα και όταν δεν αντιμετωπίζουν μεγάλο κίνδυνο χρεοκοπίας.

Θα πρέπει να επισημανθεί ότι τα παραπάνω ευρήματα επηρεάζονται από τα δείγματα των εταιρειών που χρησιμοποιήθηκαν, τα οποία περιείχαν μεγάλο αριθμό μικρών και ζημιωγόνων επιχειρήσεων που όπως είναι γνωστό χρηματοδοτούνται άμεσα λόγω της περιορισμένης πρόσβασης τους σε δανεισμό. Παρόλα αυτά το συμπέρασμα είναι ότι η Pecking Order theory δεν είναι η μοναδική ερμηνεία των κινήσεων χρηματοδότησης και κεφαλαιακής

διάρθρωσης των επιχειρήσεων. Τα συμπεράσματα της ισχύουν βραχυπρόθεσμα και για μεγάλες-μεσαίες επιχειρήσεις. Σε περιβάλλον όπου υπάρχει ασυμμετρία πληροφόρησης οι επιχειρήσεις επιλέγουν δανεισμό.

Το πρόβλημα της ασύμμετρης πληροφόρησης αντιμετωπίζεται με την παρουσία ενός ισχυρού θεσμικού πλαισίου, το οποίο εξασφαλίζει την ποιότητα και ποσότητα της πληροφόρησης, καθώς και την εφαρμογή των συμφωνιών. Όταν το θεσμικό πλαίσιο εξασθενεί πλήττεται πρώτη η άμεση χρηματοδότηση οδηγώντας τους επενδυτές και τις επιχειρήσεις στην λύση του δανεισμού. Περαιτέρω εξασθένηση του θεσμικού πλαισίου έχει ως αποτέλεσμα την χρησιμοποίηση του βραχυπρόθεσμου δανεισμού με εμπράγματα εγγυήσεις.

B) Θεσμικό περιβάλλον & Χρηματοδότηση των Επιχειρήσεων. Το θεσμικό περιβάλλον είναι καθοριστικός παράγοντας στην μορφοποίηση και λειτουργία του χρηματοοικονομικού συστήματος μιας χώρας. Είναι αυτό που αντιμετωπίζει τα πρόβλήματα και τις τριβές που δημιουργεί η ασυμμετρία πληροφόρησης στην χρηματοδότηση των επιχειρήσεων. Διασφαλίζει την παροχή πληροφοριών από τις επιχειρήσεις, καθορίζει και προστατεύει τα δικαιώματα ιδιοκτησίας και των επενδυτών. Χωρίς την προστασία του θεσμικού πλαισίου, οι επενδυτές θα ήταν απρόθυμοι να επενδύσουν και οι επιχειρήσεις δεν θα είχαν πρόσβαση σε εξωτερική χρηματοδότηση.

Η ποιότητα προστασίας του θεσμικού πλαισίου επηρεάζει τη μορφή του χρηματοοικονομικού συστήματος και συγκεκριμένα το αν θα υπάρχουν ανεπτυγμένες αγορές χρήματος και κεφαλαίων ή αναπτυγμένο τραπεζικό σύστημα. Τα κράτη με θεσμικό πλαίσιο που δίνει έμφαση στην προστασία των μετόχων τείνουν να έχουν ισχυρές αγορές κεφαλαίου και σχετιζόμενους με την αγορά τρόπους ελέγχου της συμπεριφοράς των διοικήσεων των επιχειρήσεων. Αντίθετα τα κράτη που δίνουν έμφαση στην προστασία των δανειστών τείνουν να έχουν ισχυρά τραπεζικά συστήματα και σχετιζόμενους με τις τράπεζες τρόπους ελέγχου της συμπεριφοράς των διοικήσεων των επιχειρήσεων.

Η σημασία της επιρροής του θεσμικού πλαισίου φάνηκε σε έρευνες που επιχείρησαν να μετρήσουν την ποιότητα του σε διαφορές χώρες με διαφορετικά νομικά συστήματα. Στις έρευνες αυτές τεκμηριώνεται ότι οι χώρες εθιμικού (Αγγλοσαξονικού) δικαίου, πιθανότατα εξαιτίας της υψηλής δικαστικής ανεξαρτησίας που τις διακρίνει κάνοντας το νομικό σύστημα τους πιο ευπροσάρμοστο στις εξελίξεις, έχουν την υψηλότερη απόδοση προστασίας των επενδυτών σε σχέση με τις χώρες αστικού δικαίου. Οι συνέπειες της υπεροχής αυτής είναι το ότι οι χώρες εθιμικού δικαίου έχουν καλύτερο χρηματοοικονομικό σύστημα, μεγαλύτερα ποσοστά άμεσης χρηματοδότησης, λιγότερο συγκεντρωμένη ιδιοκτησία των μετοχών των επιχειρήσεων, γεγονός που αποδεικνύει ότι η ποιότητα του θεσμικού πλαισίου και η ανάπτυξη των αγορών χρήματος και κεφαλαίων σχετίζονται θετικά.

2.2.1 Θεωρία Τραπεζικής Διαμεσολάβησης.

Στην ιδεατή περίπτωση που οι αγορές χρήματος και κεφαλαίων ήταν πλήρως αποτελεσματικές, δηλαδή όλες οι πληροφορίες που αφορούσαν τις επιχειρήσεις, δημοσιευμένες ή όχι αντικατοπτρίζονταν στις τιμές των μετοχών, τότε η μεταφορά πόρων από τους επενδυτές στις επιχειρήσεις θα γινόταν βέλτιστα και χωρίς τη διαμεσολάβηση τρίτων. Στην πραγματικότητα όμως υπάρχουν τριβές κυρίως λόγω του προβλήματος της ασυμμετρίας πληροφόρησης. (Mishkin 2001)

Ως ασύμμετρη πληροφόρηση εννοείται η κατάσταση κατά την οποία ο διαχειριστής του κεφαλαίου γνωρίζει πολύ περισσότερα σχετικά με τις προοπτικές και τα προβλήματά του από τον παρέχοντα το κεφάλαιο. Τα στελέχη μιας επιχείρησης έχουν καλύτερες πληροφορίες για το αν πάει καλά ή όχι η επιχείρησή τους σε σχέση με τους μετόχους και τους πιστωτές τους. Η καλύτερη πληροφόρηση συνεπάγεται καλύτερες αποφάσεις και ως εκ τούτου συγκριτικό πλεονέκτημα και καλύτερες προοπτικές κερδοφορίας για αυτόν που την κατέχει. Αυτό δημιουργεί προβλήματα σε δύο χρονικά επίπεδα:

1)πριν τη συναλλαγή :Δυσμενής επιλογή(adverse selection). Οφείλεται στο γεγονός ότι στις χρηματαγορές οι εταιρείες που παρουσιάζονται να επιθυμούν περισσότερο μία πίστωση είναι εκείνες με κακή πιστοληπτική ικανότητα, ακριβώς επειδή λόγω του υψηλού τους κινδύνου είναι διατεθειμένες να δεχτούν οποιαδήποτε απόδοση ζητήσουν οι επενδυτές. Εξαιτίας του γεγονότος αυτού οι τράπεζες και οι επενδυτές σε ομόλογα, μη γνωρίζοντας τον κίνδυνο των αιτούμενων χρηματοδότηση εταιρειών θα ζητούν τόσο υψηλό επιτόκιο που θα καθιστά ασύμφορη τη χρηματοδότηση των "καλών"(χαμηλού κινδύνου) εταιρειών και θα προσελκύουν αυτές με υψηλό κίνδυνο, δηλαδή αυτές οι οποίες είναι λιγότερο πιθανό να αποπληρώσουν τα δάνεια τους και τις οποίες δεν θα ήθελαν να δανείσουν.

Επίσης οι υποψήφιοι επενδυτές σε μετοχές θα είναι διατεθειμένοι να πληρώσουν τόσο χαμηλή τιμή ώστε μόνο οι μετοχές των κακών εταιρειών θα

προσφέρονταν για πώληση, αυτές τις οποίες οι επενδυτές δεν θα ήθελαν να αγοράσουν. Όσο στην αγορά παραμένουν εταιρείες υψηλού κινδύνου και υφίσταται το πρόβλημα της ασυμμετρίας πληροφόρησης οι επενδυτές δεν επενδύουν.

II) μετά τη συναλλαγή : Ηθικός Κίνδυνος (moral hazard) Συμβαίνει όταν υπάρχει λίγη πληροφόρηση για την διοίκηση της χρηματοδοτούμενης επιχείρησης, η οποία μπορεί να είναι είτε ανεπαρκής, είτε να λειτουργεί για την εξυπηρέτηση των δικών της συμφερόντων (tunneling), είτε να προχωράει σε ανάληψη επιπλέον κινδύνου. Έτσι θίγονται τα συμφέροντα του επενδυτή και μειώνεται η πιθανότητα κέρδους από την επένδυση. Αυτό καθιστά τους επενδυτές διστακτικούς και τις αγορές χρήματος προβληματικές.

Όταν το πρόβλημα της ασυμμετρίας πληροφόρησης γίνει πολύ έντονο οι επιχειρήσεις σταματούν να έχουν πρόσβαση στην άμεση χρηματοδότηση. Την ομαλή λειτουργία του χρηματοοικονομικού συστήματος την εξασφαλίζει η ύπαρξη ενός νομικού πλαισίου που θα λειτουργεί παράλληλα με αυτό.

Όπως υποστηρίζουν και οι Calomiris & Beim(2001) για την αντιμετώπιση του χρειάζεται επαρκής πληροφόρηση ώστε οι επενδυτές να είναι σε θέση να επιτελούν τις δραστηριότητες του φιλτραρίσματος πριν την επιλογή της επένδυσης και του ελέγχου μετά την επένδυση. Την ποιότητα και την ποσότητα της πληροφόρησης την εξασφαλίζει η παρουσία ενός ισχυρού θεσμικού πλαισίου , το οποίο θα υποχρεώνει τις επιχειρήσεις σε παροχή πληροφόρησης με αξιόπιστες λογιστικές καταστάσεις, θα παρέχει δικαιώματα στους μετόχους ώστε να μπορούν να ασκούν έλεγχο στην διοίκηση των επιχειρήσεων, θα ποινικοποιεί την εκούσια δημοσίευση λανθασμένων πληροφοριών από εταιρείες και αναλυτές, θα καθιστά φτηνή την χρήση του νομικού συστήματος και θα εγγυάται την εφαρμογή των συμφωνιών.

Όταν δεν υπάρχει ισχυρό νομικό πλαίσιο οι μεμονωμένοι επενδυτές αδυνατούν να αντιμετωπίσουν το πρόβλημα της ασυμμετρίας πληροφόρησης. Η έλλειψη πληροφόρησης των μεμονωμένων επενδυτών οδηγεί στο φαινόμενο της προτίμησης της αγοράς στον δανεισμό έναντι της

χρηματοδότησης με μετοχές και συγκεκριμένα στον τραπεζικό, βραχυπρόθεσμο δανεισμό με ενέχυρο, ο οποίος λειτουργεί καλύτερα ως μοχλός πίεσης για τον έλεγχο της δραστηριότητας των επιχειρήσεων.

Οι τράπεζες λόγω της μακροχρόνιας σχέσης τους με τους δανειζόμενους μπορούν ευκολότερα να συλλέγουν πληροφορίες γι'αυτούς, είναι σε θέση να χρηματοδοτήσουν τις ακριβές και δύσκολες διαδικασίες της εξέτασης και του ελέγχου καθώς αποζημιώνονται για το κόστος συλλογής των πληροφοριών μέσω των επιτοκίων δανεισμού και καταθέσεων. Επιπλέον, έχουν μεγάλη διαπραγματευτική ισχύ που απορρέει από το οργανομένο νομικό τμήμα τους, μειώνουν τις απώλειες σε περίπτωση αθέτησης πληρωμών με τη χρήση εμπράγματων εγγυήσεων και σε περίπτωση πτώχευσης έχουν προτεραιότητα έναντι των μετόχων και των ομολογιούχων. Για τους λόγους αυτούς οι τράπεζες κατέχουν πολύ σημαντική θέση στις μη αποτελεσματικές αγορές.

Η ευνοικότερη θέση των τραπεζών απέναντι στο πρόβλημα της ασυμμετρίας πληροφόρησης δεν σημαίνει ότι και οι ίδιες δεν χρειάζονται την προστασία του θεσμικού πλαισίου. Αντίθετα η παρουσία του κρίνεται απαραίτητη για τον καθορισμό και την προστασία των δικαιωμάτων ιδιοκτησίας και δικαιωμάτων των τραπεζών ως πιστωτές καθώς και για την ρύθμιση των όρων των συμβολαίων δανεισμού.

Συμπερασματικά παρατηρούμε ότι η άμεση χρηματοδότηση για να λειτουργήσει αποτελεσματικά χρειάζεται υψηλή ποιότητα και ποσότητα πληροφόρησης, γεγονός που την καθιστά πιο ευάλωτη στο πρόβλημα της ασυμμετρίας πληροφόρησης. Ο χρηματοδότης- μέτοχος αναλαμβάνει όλο τον κίνδυνο της χρηματοδοτούμενης εταιρείας (επιχειρηματικός κίνδυνος, κίνδυνος πτώχευσης), είναι ευάλωτος απέναντι στις αποφάσεις της διοίκησης (κίνδυνος αντιπροσώπευσης) και πιθανώς να χρειαστεί σε κάποιο χρονικό σημείο να πωλήσει τις μετοχές του όταν η τιμή τους είναι χαμηλή (κίνδυνος αγοράς). Όλα αυτά καθιστούν απαραίτητη την παρουσία ενός ισχυρού θεσμικού πλαισίου προκειμένου να υπάρξει ανάπτυξη των αγορών χρήματος και κεφαλαίων.

Αντίθετα η έμμεση χρηματοδότηση ενέχει λιγότερους κινδύνους για τον επενδυτή –καταθέτη, καθώς οι τράπεζες αναλαμβάνουν όλους τους κινδύνους. Επιπλέον, οι τράπεζες έχουν μεγαλύτερη διαπραγματευτική δύναμη και πρόσβαση σε περισσότερη πληροφόρηση, γεγονός που καθιστά το πρόβλημα της ασύμμετρης πληροφόρησης μικρότερο. Ο δανειστής αρκείται στην καταβολή συγκεκριμένων ταμιακών ροών, δεν αναλαμβάνει τον επιχειρηματικό κίνδυνο και σε περίπτωση πτώχευσης εξασφαλίζεται από την ύπαρξη ενεχύρων. Συνεπώς για την λειτουργία της έμμεσης χρηματοδότησης χρειάζεται απλούστερο θεσμικό πλαίσιο.

Σε ανάλογα συμπεράσματα καταλήγει και η μοντέρνα βιβλιογραφία εταιρικής χρηματοδότησης. Εκεί το ενδιαφέρον επικεντρώνεται σε δύο ανταγωνιζόμενα μοντέλα, τα οποία ερμηνεύουν τις αποφάσεις χρηματοδότησης των επιχειρήσεων, την επιλογή τους ανάμεσα στον δανεισμό, στην εσωτερική και στην άμεση χρηματοδότηση και την κεφαλαιακή τους διάρθρωση.

Το πρώτο μοντέλο ονομάζεται *trade-off theory* και προσδιορίζει το ύψος της βέλτιστης μόχλευσης. Υποστηρίζει ότι ο δανεισμός προτιμάται της άμεσης χρηματοδότησης και το βέλτιστο ύψος της μόχλευσης καθορίζεται μετά από σύγκριση των φορολογικών ωφελειών του δανεισμού και τον κίνδυνο χρεοκοπίας. Συνεπώς μόνο εταιρείες χωρίς κέρδη και με ενεργητικό υψηλού κινδύνου θα χρηματοδοτούνται άμεσα καθώς δεν θα έχουν πρόσβαση στον δανεισμό. Η παραπάνω σύγκριση μπορεί να προεκταθεί και ανάμεσα στον δανεισμό και την άμεση χρηματοδότηση ως προς τον κίνδυνο αντιπροσώπευσης. Ο δανεισμός βελτιώνει την εταιρική διακυβέρνηση αλλά ενθαρρύνει επίσης την ανάληψη υπερβολικού επιχειρηματικού κινδύνου. Το μόντελο αδυνατεί να εξηγήσει γιατί μεγάλες και κερδοφόρες επιχειρήσεις παρουσιάζουν αρκετές φορές μικρό δείκτη δανεισμού τη στιγμή που τα υψηλά τους κέρδη θα έπρεπε να μεταφράζονται σε μεγαλύτερη δυνατότητα δανεισμού.

Το δεύτερο μοντέλο ονομάζεται *pecking order theory* (Myers 1984) και υποστηρίζει ότι οι αποφάσεις και η κεφαλαιακή διάρθρωση των επιχειρήσεων επηρεάζεται από την ύπαρξη ασυμμετρίας πληροφόρησης και τα κόστη συναλλαγών καθώς ξεπερνούν τα οφέλη του προαναφερθέντος μοντέλου. Το

πρόβλημα της ασυμμέτρου πληροφόρησης οδηγεί τις “καλές” εταιρείες να αποφεύγουν την άμεση χρηματοδότηση γιατί η αγορά υποτιμά την μετοχή τους και προκαλεί μεταφορά πλούτου από τους παλιούς στους νέους μετόχους. Συνεπώς σύμφωνα με το μοντέλο οι εταιρείες θα προτιμήσουν αρχικά την εσωτερική χρηματοδότηση που δεν έχει κόστη συναλλαγών και ασύμμετρης πληροφόρησης, στη συνέχεια τον δανεισμό (πρώτα τον βραχυπρόθεσμο και στη συνέχεια τον μακροπρόθεσμο, πρώτα τον δανεισμό με ενέχυρο και στη συνέχεια τον δανεισμό χωρίς ενέχυρο) και τελευταία την άμεση χρηματοδότηση, η οποία δημιουργεί την εντύπωση ότι η μετοχή είναι υπερτιμημένη. Το επίπεδο μόχλευσης είναι τυχαίο και καθορίζεται κάθε φορά από το κεφαλαιακό έλλειμμα(μερίσματα+ επενδύσεις – κέρδη), το οποίο καλύπτεται με δανεισμό.

Τα δύο παραπάνω μοντέλα έχουν δεχθεί κριτική για την ικανότητα τους να εξηγήσουν την κεφαλαιακή διάρθρωση των επιχειρήσεων. Οι Fama & French (2004) ελέγχουν τις προβλέψεις της pecking order theory σχετικά με την κεφαλαιακή διάρθρωση μέσω της εξέτασης του πόσο συχνά και κάτω από ποιες συνθήκες οι εταιρείες εκδίδουν και επαναγοράζουν μετοχές. Για να μην ισχύει η θεωρία θα πρέπει να παρατηρηθεί ότι η άμεση χρηματοδότηση δεν είναι η τελευταία επιλογή.

Όπως ανεφέρθηκε προηγουμένως, το μοντέλο της pecking order theory υποστηρίζει ότι η έκδοση μετοχών εμπεριέχει υψηλό κόστος συναλλαγών καθώς επίσης ότι δεν υπάρχει κάποιο είδος άμεσης χρηματοδότησης χωρίς το πρόβλημα της ασυμμέτρης πληροφόρησης. Συνεπώς οι επιχειρήσεις θα καταφεύγουν σε αυτή όταν έχουν εξαντλήσει την εσωτερική χρηματοδότηση και τον δανεισμό. Σχετικά με την επαναγορά μετοχών υποστηρίζεται ότι σε περίπτωση που υπάρχει πλεόνασμα ρευστότητας η εταιρεία θα προτιμήσει να το χρησιμοποιήσει για την αποπληρωμή δανείων έτσι ώστε να βελτιώσει τον δείκτη δανεισμού. Η επιλογή για επαναγορά μετοχών μένει σε εταιρείες με χαμηλή μόχλευση ή λίγες επενδυτικές ευκαιρίες. Όλα αυτά οδηγούν στην παραδοχή ότι η άμεση χρηματοδότηση χρησιμοποιείται σπάνια.

Παρά το γεγονός ότι οι συγγραφείς αναγνωρίζουν ότι το πρόβλημα της ασύμμετρης πληροφόρησης δεν εξαλείφεται ποτέ ολοκληρωτικά, θεωρούν ότι

η ύπαρξή του δεν οδηγεί τις επιχειρήσεις πάντα σε επιλογές χρηματοδότησης με βάση τη σειρά προτίμησης της pecking order theory. Οι τελευταίες βρίσκουν τρόπους να εκδίδουν μετοχές εξασφαλίζοντας χαμηλό κόστος συναλλαγών και ασύμμετρης πληροφόρησης, όπως για παράδειγμα με τις συγχωνεύσεις και την πώληση μετοχών στους υπαλλήλους τους. Τα είδη αυτά της άμεσης χρηματοδότησης δεν επηρεάζουν αρνητικά την τιμή της μετοχής. Σε μερικές περιπτώσεις η χρησιμοποίηση της άμεσης χρηματοδότησης φέρνει και ορισμένα φορολογικά οφέλη, γεγονός που την καθιστά ελκυστικότερη. Συνεπώς το πρόβλημα της ασύμμετρης πληροφόρησης δεν μπορεί να είναι ο μοναδικός ρυθμιστής της κεφαλαιακής διάρθρωσης.

Ελέγχοντας δείγμα εγγεγραμμένων εταιρειών από τις βάσεις δεδομένων CRSP και Compustat την χρονική περίοδο 1973-2002 για οποιαδήποτε συναλλαγή αυξάνει τον αριθμό των μετοχών μιας εταιρείας οι συγγραφείς επαληθεύουν τις υποθέσεις τους. Οι παρατηρήσεις έδειξαν ότι οι επιχειρήσεις προχωρούν συχνά σε αποφάσεις άμεσης χρηματοδότησης. Η έκδοση μετοχικού κεφαλαίου δεν περιορίζεται σε επιχειρήσεις που έχουν εξαντλήσει τον δανεισμό. Οι επαναγορές μετοχών αν και σπανιότερες δεν γίνονται μόνο από εταιρείες με λίγες επενδυτικές ευκαιρίες όπως το μοντέλο προβλέπει αλλά και από εταιρείες με κεφαλαιακό έλλειμμα, που με τους όρους της pecking order theory θα έπρεπε να ενδιαφέρονται περισσότερο για την βελτίωση του δείκτη δανεισμού τους.

Αποδεικνύεται ότι οι επιχειρήσεις δεν αποφεύγουν γενικά την άμεση χρηματοδότηση αλλά μόνο τα είδη της εκείνα που εμπεριέχουν μεγάλα κόστη συναλλαγών και ασύμμετρης πληροφόρησης. Αυτό αποδυναμώνει την ισχύ του μοντέλου της pecking order theory, καθώς της αφήνει μόνο την ερμηνεία των χρηματοδοτικών αποφάσεων απέναντι στα είδη άμεσης χρηματοδότησης με μεγάλο κίνδυνο ασύμμετρης πληροφόρησης.

Σε ανάλογα συμπεράσματα καταλήγουν και οι Mayer & Sussman (2004) οι οποίοι εξετάζουν τη σημασία της εσωτερικής χρηματοδότησης στην εταιρική χρηματοοικονομική, όπως αυτή δίνεται στο μοντέλο της pecking order theory. Ερευνήθηκε το ερώτημα αν η εξωτερική χρηματοδότηση επιλέγεται σε

περιόδους έλλειψης ρευστότητας, όταν δηλαδή οι δαπάνες για επενδύσεις υπερβαίνουν τις εισροές από τη λειτουργία της επιχείρησης και με ποια σειρά προτίμησης μεταξύ δανεισμού και άμεσης χρηματοδότησης.

Για τον παραπάνω έλεγχο έγινε επιλογή περιόδων μεγάλων επενδυτικών γεγονότων σε δείγμα εγγεγραμμένων επιχειρήσεων της βάσης δεδομένων Compustat την περίοδο 1988-1998. Σε τέτοιες περιόδους αναμένεται να υπάρχει έλλειψη ρευστότητας. Στη συνέχεια παρατηρήθηκαν οι χρηματοοικονομικές αποφάσεις των επιχειρήσεων του δείγματος καθώς και η κεφαλαιακή δομή τους σε αυτές τις χρονικές περιόδους. Οι υποθέσεις της pecking order theory των οποίων η εφαρμογή εξετάστηκε ήταν **α)** η εξάντληση των εσωτερικών πόρων πριν χρησιμοποιηθεί οποιαδήποτε μορφή εξωτερικής χρηματοδότησης, **β)** η επικράτηση του δανεισμού έναντι της άμεσης χρηματοδότησης, με εξαίρεση τις μικρές επιχειρήσεις **γ)** η μη ύπαρξη στόχου στην χρηματοοικονομική μόχλευση της επιχείρησης **δ)** μακροπρόθεσμα η εμφάνιση μεγάλων εκδόσεων μετοχικού κεφαλαίου από τις επιχειρήσεις με σκοπό τη βελτίωση του δείκτη δανεισμού.

Τα αποτελέσματα οδήγησαν σε απόρριψη της πρώτης υπόθεσης. Η εσωτερική χρηματοδότηση κυριαρχεί μόνο στις χρονικές περιόδους που δεν υπάρχει έντονη επενδυτική δραστηριότητα. Σε περιόδους επενδυτικής δραστηριότητας προτιμάται η εξωτερική χρηματοδότηση ακόμα και όταν δεν έχουν εξαντληθεί όλοι οι εσωτερικοί πόροι. Η δεύτερη υπόθεση ισχύει αλλά μόνο βραχυπρόθεσμα. Οι μεγάλες κερδοφόρες επιχειρήσεις επιλέγουν τον δανεισμό ενώ αντίθετα οι μικρές επιχειρήσεις την άμεση χρηματοδότηση. Η τρίτη και η τέταρτη υπόθεση απορρίπτονται καθώς από τις παρατηρήσεις διαπιστώνεται ότι μακροπρόθεσμα οι επιχειρήσεις τείνουν να επιστρέφουν στην αρχική τους μόχλευση ακόμα και όταν δεν υπάρχει σοβαρός κίνδυνος χρεοκοπίας. Αυτό δεν συμβαίνει τυχαία με την πάροδο του χρόνου αλλά επιτυγχάνεται με συχνές και μικρές εκδόσεις μετοχικού κεφαλαίου.

Η έρευνα κατέληξε στο ότι ο ρόλος της εσωτερικής χρηματοδότησης είναι περιορισμένος. Επίσης έδειξε ότι το μοντέλο της pecking order theory ισχύει βραχυπρόθεσμα ενώ το μοντέλο της trade-off theory ισχύει μακροπρόθεσμα. Συνεπώς τα μοντέλα αυτά δεν είναι πλήρη και δεν μπορούν από μόνα τους να

ερμηνεύσουν την χρηματοοικονομική συμπεριφορά των επιχειρήσεων εξ'ολοκλήρου.

Σε ανάλογη γραμμή κινούνται και Frank & Goyal (2002), που εξετάζουν το κατά πόσο το μοντέλο της pecking order theory είναι σε θέση να ερμηνεύσει τις χρηματοοικονομικές αποφάσεις των αμερικανικών επιχειρήσεων τη χρονική περίοδο 1971-1998. Χρησιμοποιώντας οικονομετρικές μεθόδους προσπαθούν να ελέγξουν την ισχύ διαφόρων παραμέτρων και υποθέσεων της pecking order theory σε δείγμα εταιρειών της βάσης δεδομένων Compustat και απέδειξαν πως δεν ισχύει για την πλειοψηφία των αμερικανικών επιχειρήσεων.

Τα αποτελέσματα έδειξαν πως η εξωτερική χρηματοδότηση χρησιμοποιείται σε σημαντικό βαθμό και ο δανεισμός δεν υπερισχύει της άμεσης χρηματοδότησης. Σύμφωνα με το μοντέλο το κεφαλαιακό έλλειμμα των εταιρειών θα έπρεπε να καλύπτεται από τον δανεισμό, συνεπώς όλα τα επιμέρους στοιχεία του (μερίσματα, επενδύσεις, αλλαγές στο κεφάλαιο κίνησης, ταμειακές εισροές) θα έπρεπε να εμφανίζουν συσχέτιση 1-1 με τον δανεισμό. Κάτι τέτοιο όμως δεν παρατηρήθηκε στην εξέταση του δείγματος. Αντίθετα οι εκδόσεις μετοχικού κεφαλαίου φάνηκαν να ακολουθούν με μεγαλύτερη συνέπεια τις αλλαγές στο κεφαλαιακό έλλειμμα. Η pecking order theory φάνηκε να χάνει την ικανότητα να ερμηνεύει τις αποφάσεις και την κεφαλαιακή διάρθρωση των επιχειρήσεων από το 1990 και έπειτα εξαιτίας της επικράτησης μικρών και αναπτυσσόμενων εταιρειών στο δείγμα, οι οποίες επέλεγον την άμεση χρηματοδότηση, καθώς ο έντονος δανεισμός υπονομεύει τη μελλοντική τους ανάπτυξη.

Συνοψίζοντας : το ισχυρό θεσμικό πλαίσιο οδηγεί σε διαθεσιμότητα πληροφόρησης και σε εφαρμογή των συμφωνιών, στοιχεία που με τη σειρά τους αποτελούν κρίσιμο παράγοντα στην ανάπτυξη της άμεσης χρηματοδότησης. Άρα η ύπαρξη ισχυρού θεσμικού πλαισίου αναμένεται να συμβαδίζει με την ύπαρξη αναπτυσσόμενων χρηματοαγορών. Όσο το θεσμικό πλαίσιο εξασθενεί η τραπεζική διαμεσολάβηση και ο δανεισμός κερδίζουν έδαφος. Αδύναμο θεσμικό πλαίσιο αναμένεται να συνυπάρχει με βραχυπρόθεσμο δανεισμό με εμπράγματα εγγυήσεις.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

2.2.2 Θεσμικό Περιβάλλον & Χρηματοδότηση των επιχειρήσεων.

Στο χρηματοοικονομικό σύστημα οι μορφές της εξωτερικής χρηματοδότησης, δηλαδή οι μετοχές και ο δανεισμός, παρέχουν στους επενδυτές εκτός από χρηματικές ροές και δικαιώματα, τα οποία τους προστατεύουν από τις βλαπτικές ενέργειες της διοίκησης της εταιρείας, δίνοντάς τους τη δυνατότητα να αποσπάσουν την απόδοση της επένδυσής τους. Χωρίς αυτά οι εταιρείες δεν θα είχαν πρόσβαση σε εξωτερική χρηματοδότηση. Οι μέτοχοι έχουν τα δικαιώματα ψήφου και οι πιστωτές την εξασφάλιση των ενεχύρων. Τα δικαιώματα αυτά έχουν νόημα όταν προστατεύονται από ένα νομικό σύστημα, το οποίο καθορίζει με σαφήνεια το νόημα τους και διασφαλίζει την ισχύ τους. Για να μην επικρατεί στις αγορές ο νόμος του ισχυρού χρειάζονται νόμοι που θα καθορίζουν τα δικαιώματα ιδιοκτησίας των στοιχείων του ενεργητικού και τα επιτρεπτά είδη συμβολαίων και θα ρυθμίζουν τη λειτουργία των εταιρειών, των τραπεζών και των χρηματοαγορών.

Η οικονομική ανάπτυξη εξασφαλίζεται από **α)** την κυριαρχία του νόμου, που σημαίνει ισότητα των πολιτών απέναντι στο νόμο, ισχυρό ρόλο της κυβέρνησης στην εγκαθίδρυση και λειτουργία δίκαιων νομικών διαδικασιών, χαμηλό κόστος νομικού και πολιτικού συστήματος **β)** εμπιστοσύνη στους θεσμούς που εξασφαλίζεται από ένα ισχυρό νομικό σύστημα που μειώνει τις αυθαιρεσίες **γ)** προθυμία των πολιτών να εμπιστευτούν στις συναλλαγές τους άτομα εκτός του άμεσου περιβάλλοντος τους.

Η κυριαρχία του νόμου υπονομεύεται από τη διαφθορά, από τη δωροδοκία δηλαδή των κυβερνητικών υπαλλήλων, η οποία καταστρέφει την αξιοπιστία των θεσμών και κλονίζει την εμπιστοσύνη του κοινού σε αυτούς. Οι Shleifer & Vishny(1993) επισημαίνουν τον σημαντικό ρόλο που έχει η ισχύς της πολιτικής εξουσίας στον καθορισμό των διάφορων δομών της διαφθοράς και οι αρνητικές συνέπειες που αυτές έχουν στη συνέχεια στην οικονομική ανάπτυξη.

Η διαφθορά συνίσταται στην παρέμβαση των κυβερνητικών υπαλλήλων με απαίτηση αμοιβής κατά την πώληση κυβερνητικών αγαθών σε ιδιώτες, για

τους οποίους τα αγαθά αυτά είναι απαραίτητα. Με τον τρόπο αυτό οι υπάλληλοι ρυθμίζουν ουσιαστικά την διανομή τους. Όσο μεγαλύτερη και εντατικότερη είναι η εμπλοκή του Δημόσιου τομέα στην οικονομική δραστηριότητα τόσο μεγαλύτερο είναι και το πρόβλημα της διαφθοράς, καθώς ο ιδιωτικός τομέας αποδέχονται το κόστος προκειμένου να αποκομίσει επιπλέον οφέλη.

Η διαφθορά επηρεάζει αρνητικά την οικονομική ανάπτυξη, όπως φαίνεται από εμπειρική μελέτη που εστιάζει στην σχέση μεταξύ επενδύσεων και διαφθοράς. Συγκεκριμένα, η μελέτη αυτή χρησιμοποιεί ένα δείκτη διαφθοράς από μία έκδοση του Economist Intelligence Unit(1984) , η οποία παρέχει αντικειμενικές μετρήσεις 56 παραγόντων κινδύνου των ιδιωτών επενδυτών σε 68 χώρες. Τα αποτελέσματα της μελέτης έδειξαν ότι οι χώρες με υψηλή διαφθορά έχουν χαμηλότερο δείκτη ιδιωτικών αλλά και συνολικών επενδύσεων ως προς το Α.Ε.Π. Η διαφθορά πλήττει την αξιοπιστία του νομικού συστήματος, αποδυναμώνοντας το, και οδηγεί σε χαμηλότερα επίπεδα εμπιστοσύνης των επενδυτών. Άμεση λοιπόν συνέπεια της αύξησης της διαφθοράς είναι η μειωμένη πρόσβαση των επιχειρήσεων σε άμεση εξωτερική χρηματοδότηση.

Η διαφθορά αποτελεί μορφή φόρου που μεταφέρεται στους καταναλωτές μέσω υψηλότερων τιμών. Μέσο καταπολέμησης της είναι ο διεθνής ανταγωνισμός, ο οποίος πιέζει τα κράτη να μειώσουν τις τιμές των προϊόντων τους προκειμένου να γίνουν ανταγωνιστικά, αρά να μειώσουν τελικά και τα επίπεδα διαφθοράς, ο ανταγωνισμός μεταξύ των κρατικών υπηρεσιών καθώς και ο ανταγωνισμός μεταξύ των πολιτικών δυνάμεων, αρκει η αποκέντρωση της εξουσίας να μην οδηγήσει σε αναρχία των κρατικών υπηρεσιών.

Σημαντικό κομμάτι του νομικού οικοδομήματος ασχολείται με την προστασία των μετόχων. Οι κάτοχοι της μειοψηφίας των μετοχών (outsiders) είναι ευάλωτοι απέναντι στους κατόχους της πλειοψηφίας των μετοχών (insiders), οι οποίοι λόγω της ευκολότερης πρόσβασης τους στην επιχείρηση πολλές φορές εκμεταλλεύονται τους πόρους της για δικό τους όφελος (tunneling). Για να αποφευχθεί η εκμετάλλευση της μειοψηφίας νομοί υποχρεώνουν τις επιχειρήσεις σε τήρηση συγκεκριμένων λογιστικών προτύπων και σε

δημοσίευση πληροφοριών σχετικά με τις δραστηριότητες τους και τις καθιστούν ποινικά υπεύθυνες σε περίπτωση απάτης. Επίσης για προστασία απέναντι στο πρόβλημα αντιπροσώπευσης παραχωρούνται στους μετόχους δικαιώματα ψήφου για εκλογή νέου διοικητικού συμβουλίου καθώς και δυνατότητες εξαγοράς.

Οι La Porta et al. (1998) τόνισαν ιδιαίτερα τη σημασία των δικαιωμάτων ψήφου ως μέσο προστασίας των μετόχων. Για να μετρήσουν το κατά πόσο το νομικό πλαίσιο μιας χώρας ευνοεί τους μικρομετόχους έναντι των μεγαλομετόχων εξέτασαν την ύπαρξη δικαιωμάτων όπως:

- Ø Η προαιρετική φυσική παρουσία των μετόχων κατά τη διεξαγωγή της ψηφοφορίας
- Ø Η υποχρεωτική παρακράτηση των μετοχών πριν τη διεξαγωγή της ψηφοφορίας, προκειμένου να αποτραπούν οι μέτοχοι να πουλήσουν τις μετοχές τους
- Ø Η αναλογική συμμετοχή των μικρομετόχων στο διοικητικό συμβούλιο
- Ø Η δυνατότητα δικαστικής αμφισβήτησης των αποφάσεων της διοίκησης
- Ø Η συμμετοχή στην έκδοση νέων μετοχών σε χαμηλότερη τιμή
- Ø Το ποσοστό του μετοχικού κεφαλαίου που χρειάζεται για την σύγκληση έκτακτου συμβουλίου

Σημαντική επίσης για την προστασία των μετόχων κρίνεται και η σύνδεση της ψήφου με την μετοχή, καθώς τότε η ύπαρξη των μερισμάτων θα κάνουν όσους έχουν χρηματοροές από την εταιρεία να λειτουργούν με γνώμονα το συμφέρον της.

Οι πιστωτές της επιχείρησης βρίσκονται σε πλεονεκτικότερη από τους μετόχους γιατί έχουν καταχωρώσει με συμβόλαιο την απαίτησή τους για συγκεκριμένες χρηματικές ροές. Το νομικό σύστημα επεμβαίνει για να τους προστατέψει σε περίπτωση που οι όροι των συμβολαίων αθετούνται ή σε περίπτωση μη αποπληρωμής του δανείου μέσω :

α) δικαιωμάτων ιδιοκτησίας και ενέχυρων που επιτρέπουν στους δανειστές να εισπράξουν ένα μέρος του δανείου και να αποφύγουν έξοδα ένδικης διασφάλισης της αποπληρωμής του. Η χρήση των ενεχύρων στη χορήγηση των δανείων επιτρέπει τον δανεισμό σε εταιρείες που διαφορετικά δεν θα μπορούσαν να δανειοδοτηθούν, ιδιαίτερα στις περιπτώσεις που δεν υπάρχει πληροφόρηση σχετικά με τον πιστωτικό κίνδυνο της εταιρείας.

β) ρύθμιση της διαδικασίας της πτώχευσης, σύμφωνα με την οποία οι επιχειρήσεις που παράγουν αρνητικές ροές ρευστοποιούνται και ικανοποιούνται οι απαιτήσεις των δανειστών. Θα πρέπει όμως εδώ να σημειώσουμε ότι αν η διαδικασία της πτώχευσης σε μία χώρα υποστηρίζει σε μεγάλο βαθμό τους δανειζόμενους θα αποθαρρύνει τους πιστωτές και θα μειώσει την οικονομική αποτελεσματικότητα, αφού θα επιτρέπει σε κάποιους να δανείζονται ξένα χρήματα, να τα χάνουν και να ξεφεύγουν των συνεπειών. Αντίθετα αν υποστηρίζονται υπερβολικά οι πιστωτές, μπορεί να οδηγήσει σε αναποτελεσματικές ρευστοποιήσεις βιώσιμων εταιρειών που θα μπορούσαν να προσθέσουν οικονομική αξία αν συνέχιζαν τη λειτουργία τους. Έτσι είναι πολύ βασικό να υπάρχει μια ισορροπία στην προστασία των δικαιωμάτων των πιστωτών και των δανειζομένων.

Οι Rafael La Porta et al.(1998) ως ενδείξεις προστασίας των πιστωτών εξέτασαν την ύπαρξη δικαιωμάτων όπως:

- Ø Η αποτροπή από την άμεση απόκτηση των εξασφαλίσεων από τους πιστωτές που είναι εξασφαλισμένοι, προκειμένου να προστατευτούν και οι πιστωτές που δεν έχουν εξασφαλίσεις
- Ø Η παροχή των δικαιωμάτων σε εξασφαλίσεις στους πιστωτές σε περίπτωση αναδιοργάνωσης της επιχείρησης
- Ø Η συναίνεση των πιστωτών για την αναδιοργάνωση της επιχείρησης

Το νομικό σύστημα είναι απαραίτητο συστατικό στη δημιουργία ισχυρών χρηματοοικονομικών συστημάτων. Πιο συγκεκριμένα έχει αποδειχτεί ότι το θεσμικό πλαίσιο κάθε χώρας δεν προστατεύει απλά τη λειτουργία του

χρηματοοικονομικού της συστήματος αλλά καθορίζει και τη μορφή του. Τα κράτη με θεσμικό πλαίσιο που δίνει έμφαση στην προστασία των μετόχων καταλήγουν να έχουν ισχυρές αγορές κεφαλαίου και σχετιζόμενους με την αγορά τρόπους ελέγχου της συμπεριφοράς των διοικήσεων των επιχειρήσεων. Αντίθετα τα κράτη που δίνουν έμφαση στην προστασία των δανειστών καταλήγουν με ισχυρά τραπεζικά συστήματα και σχετιζόμενους με τις τράπεζες τρόπους ελέγχου της συμπεριφοράς των διοικήσεων των επιχειρήσεων.

Ερευνητές έχουν κατά καιρούς επιχειρήσει να καταγράψουν τους νόμους προστασίας των επενδυτών που παρατηρούνται παγκοσμίως και που πιθανώς να εξηγούν και τις διαφορές στα νομικά τους συστήματα. Οι έρευνες απέδειξαν ότι υπάρχει διαφοροποίηση στους νόμους προστασίας των επενδυτών καθώς και στην ποιότητα εφαρμογής τους από χώρα σε χώρα. Η διαφοροποίηση αυτή προκαλείται σε μεγάλο βαθμό από την “νομική” οικογένεια στην οποία το νομικό σύστημα κάθε χώρας ανήκει, το οποίο με τη σειρά του διαμορφώνει το χρηματοοικονομικό σύστημα της χώρας. Τα διαφορετικά επίπεδα προστασίας των επενδυτών εξηγούν την ποικιλία που παρατηρείται στα μοτίβα εταιρικής διακυβέρνησης.

Πιο αναλυτικά:

Οι Rafael La Porta et al.(1998) εξετάσαν εμπειρικά σε δείγμα 49 χωρών το πώς οι νόμοι προστασίας των επενδυτών και η ποιότητα εφαρμογής τους διαφέρουν από από χώρα σε χώρα και πως αυτές οι διαφοροποιήσεις επηρεάζουν τα μοτίβα εταιρικής ιδιοκτησίας.

Οι χώρες χωρίστηκαν με βάση ορισμένα κριτήρια σε τέσσερις μεγάλες κατηγορίες ανάλογα με την προέλευση του νομικού συστήματος τους (εθιμικού, σκανδιναβικού, γερμανικού, γαλλικού αστικού δικαίου). Στη συνέχεια συγκρίθηκε η απόδοση των χωρών αυτών πάνω στους νόμους προστασίας των επενδυτών και στην ποιότητα εφαρμογής τους. Για να μετρήσουν τα επίπεδα προστασίας των επενδυτών οι συγγραφείς χρησιμοποίησαν δικαιώματα ψήφου των μετόχων, δικαιώματα σε ενέχυρο των δανειστών, δείκτες που έχουν δημιουργηθεί από οργανισμούς

αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας και μετρούν την επάρκεια του δικαστικού συστήματος, την κυριαρχία του νόμου, την διαφθορά, τον κίνδυνο υποχρεωτικής εθνικοποίησης για την ποιότητα εφαρμογής των νόμων. Επίσης έλεγξαν για την ύπαρξη υποκατάστατων μηχανισμών προστασίας, όπως υποχρεωτικά πρότυπα και η συγκέντρωση της ιδιοκτησίας των μετοχών των εταιρειών σε μικρό αριθμό μετόχων.

Τα αποτελέσματα της έρευνας έδειξαν ότι οι χώρες εθιμικού (Αγγλοσαξονικού) δικαίου παρουσιάζουν καλύτερη απόδοση στην προστασία και των μετόχων αλλά και των επενδυτών, οι χώρες σκανδιναβικού και γερμανικού αστικού δικαίου ακολουθούν και οι χώρες γαλλικού αστικού δικαίου έχουν την χειρότερη απόδοση. Παρά το γεγονός ότι ο βαθμός προστασίας των επενδυτών φάνηκε να είναι ανεξάρτητος του κατά κεφαλήν εισοδήματος των χωρών σημειώνεται ότι η προστασία των πιστωτών εμφανίζεται ισχυρότερη στις φτωχότερες χώρες, ίσως γιατί αυτές προσαρμόζουν έτσι το νομικό τους σύστημα για να διευκολύνουν τον δανεισμό καθώς δεν υπάρχουν άλλες πηγές χρηματοδότησης.

Σχετικά με τη συγκέντρωση της ιδιοκτησίας η έρευνα στις 10μεγαλύτερες (σε σχέση με την κεφαλαιοποίηση αγοράς) εγχώριες και μη χρηματοοικονομικές εισηγμένες εταιρείες κάθεμιας από τις χώρες του δείγματος εμφάνισε μεγάλη συγκέντρωση της ιδιοκτησίας στις χώρες γαλλικού αστικού δικαίου, ενώ οι χώρες με καλύτερη προστασία των μετόχων και καλύτερα λογιστικά πρότυπα παρουσίασαν χαμηλότερα ποσοστά συγκέντρωσης. Το γεγονός αυτό επιβεβαιώνει ότι το φαινόμενο αυτό είναι αποτέλεσμα ή ίσως υποκατάστατο της αδύναμης προστασίας των μετόχων από το νομικό σύστημα.

Οι Shleifer & Vishny (1997) σημειώνουν ότι σε συνθήκες έλλειψης πληροφόρησης οι μέτοχοι αντιμετωπίζουν τον κίνδυνο αντιπροσώπευσης, ο οποίος δημιουργείται από το διαχωρισμό ιδιοκτησίας και ελέγχου σε μια επιχείρηση. Αυτό μεταφράζεται ως αδυναμία των μετόχων να προβλέψουν μελλοντικές καταστάσεις με αποτέλεσμα να μην είναι εξασφαλισμένοι απέναντι σε πιθανή εκμετάλλευση των κεφαλαίων τους από την διοίκηση της επιχείρησης, η οποία έχει τη δυνατότητα είτε να μεταφέρει εταιρικό πλούτο

στην κατοχή της είτε να λαμβάνει αποφάσεις που εξασφαλίζουν τα δικά της συμφέροντα.

Πληρέστερος τρόπος αντιμετώπισης του κινδύνου αντιπροσώπευσης αποτελεί η παροχή δύναμης στους επενδυτές ώστε να μπορούν να εποπτεύουν την χρήση των κεφαλαίων τους. Αυτό επιτυγχάνεται με δύο βασικούς τρόπους : **α)** την παροχή νομικής προστασίας, δηλαδή την παροχή δικαιωμάτων στους επενδυτές, τα οποία η διοίκηση δεν μπορεί να αγνοήσει χωρίς νομικές κυρώσεις.**β)** η συγκέντρωση της ιδιοκτησίας. Οι μεγαλοεπενδυτές εξαιτίας της συγκέντρωσης δικαιωμάτων ελέγχου στην κατοχή τους μπορούν να αντιμετωπίσουν καλύτερα αυθαιρεσίες της διοίκησης. Συγκεκριμένα οι μεγαλομέτοχοι χάρη στα ισχυρά δικαιώματα ψήφου μπορούν να ελέγχουν την διοίκηση και να επιρεάζουν τις αποφάσεις της, με την προϋπόθεση ότι υπάρχει νομική προστασία των δικαιωμάτων αυτών. Η επιρροή αυτή δρα σύμφωνα με παρατηρήσεις θετικά καθώς οι εταιρείες με συγκέντρωση της ιδιοκτησίας παρουσιάζουν μεγαλύτερες αποδόσεις και δεχονται περισσότερες προτάσεις εξαγοράς σε σχέση με αυτές που έχουν μεγάλη διασπορά μετοχών.

Στα ίδια συμπεράσματα σχετικά με την αξία των μεγαλομετόχων καταλήγουν και οι Shleifer & Vishny.(1986) Τυπικά οι εξαγορές απομακρύνουν μια ανεπαρκή διοίκηση, αυξάνουν τη συνολική αξία των εταιρειών και οδηγούν σε διανομή των κερδών στους μετόχους με την πάροδο του χρόνου. Σε μία διάχυτη ιδιοκτησιακά επιχείρηση καθίσταται δύσκολη και η δυνατότητα αντικατάστασης της υπάρχουσας διοίκησης με εξαγορά της επιχείρησης από τρίτους (outsiders). Αυτό συμβαίνει γιατί οι μέτοχοι που κατέχουν τον έλεγχο θα απαιτήσουν ως αντάλλαγμα για τις μετοχές τους όλη την αξία της βελτίωσης που θα εφάρμοζαν μετά την εξαγορά οι outsiders, διαφορετικά θα θελήσουν να παραμείνουν. Συνεπώς οι outsiders δεν θα προχωρήσουν σε πρόταση εξαγοράς αφού θα μπορούν να κερδίσουν μόνο από τις λίγες μετοχές που κατέχουν ενώ ταυτόχρονα θα πρέπει να καλύψουν ολόκληρο το κόστος της εξαγοράς.

Λύση στο συγκεκριμένο πρόβλημα αποτελεί η ύπαρξη μετόχου με υψηλό μερίδιο μετοχών, γεγονός που του επιτρέπει να ασκεί εποπτεία στην διοίκηση

της επιχείρησης. Ο μέτοχος αυτός έχει κίνητρο να ενδιαφέρεται και να ερευνά για πιθανές βελτιώσεις στην επιχειρησιακή στρατηγική καθώς θα είναι ο κύριος εισπράκτης των κερδών. Συνεπώς αν παρατηρήσει ότι μια αντικατάσταση της διοίκησης θα οδηγήσει σε υψηλότερα κέρδη θα προχωρήσει σε εξαγορά. Ο μεγάλος αριθμός μετοχών που έχει στην κατοχή του του εξασφαλίζει απόδοση ικανή να καλύψει το κόστος εποπτείας και εξαγοράς.

Οι μεγαλοπιστωτές μιας εταιρείας έχουν επίσης μεγάλη δύναμη λόγω της βραχυπρόθεσμης φύσης της επένδυσης τους και των δικαιωμάτων πάνω στα εταιρικά περιουσιακά στοιχεία σε περίπτωση πτώχευσης. Οι μεγάλοι ύψους απαιτήσεις που έχουν στις χρηματικές ροές της εταιρείας τους δίνουν τη δυνατότητα να έχουν λόγο στις αποφάσεις της διοίκησης.

Όπως όμως προαναφέρθηκε η εφαρμογή των δικαιωμάτων αυτών εξαρτώνται από την ποιότητα του θεσμικού πλαισίου. Όσο μειώνεται η ισχύς του νομικού συστήματος και της ποιότητας εφαρμογής του τόσο αυξάνει η σημασία της συγκέντρωσης της ιδιοκτησίας στα χέρια λίγων μεγαλομετόχων για την καταπολέμηση του προβλήματος της ασυμμετρίας πληροφόρησης. Δεν αποτελεί λοιπόν σύμπτωση η έντονη παρουσία μεγαλομετόχων σε χώρες με χαμηλότερης ποιότητας θεσμικό πλαίσιο.

Σύμφωνα με τους La Porta et al.(2004) το κανάλι μέσω του οποίου οι χώρες με νομικό σύστημα εθιμικού δικαίου παρουσιάζουν καλύτερες επιδόσεις στην προστασία των επενδυτών είναι η δικαστική ανεξαρτησία. Πιο συγκεκριμένα μετά από έρευνα σε 71 χώρες για την επιρροή του συστήματος ελέγχων και ισορροπιών στην οικονομική και πολιτική ελευθερία παρατηρήθηκε ότι η δικαστική ανεξαρτησία και η συνταγματική αναθεώρηση συνδέονται έντονα με την οικονομική ελευθερία (προστασία περιουσιακών δικαιωμάτων, μικρότερη κρατική παρέμβαση) και την πολιτική ελευθερία (δημοκρατία, προστασία πολιτικών και ανθρωπίνων δικαιωμάτων). Η δικαστική ανεξαρτησία μετρίεται με δείκτες όπως η μονιμότητα των δικαστών και η δυνατότητα τους να δημιουργούν νόμο εκτός από το να τον ερμηνεύουν. Η συνταγματική αναθεώρηση περιορίζει τη δύναμή της νομοθεσίας να εκδώσει νόμους που θα εξυπηρετούν συγκεκριμένα πολιτικά συμφέροντα.

Τα αποτελέσματα της έρευνας έδειξαν ότι υψηλή δικαστική ανεξαρτησία συνδέεται με υψηλή οικονομική ελευθερία, ενώ η δυνατότητα συνταγματικής αναθεώρησης συνδέεται με την εμφάνιση υψηλής πολιτικής ελευθερίας. Η επόμενη παρατήρηση αφορούσε την νομική οικογένεια προέλευσης του συντάγματος κάθε χώρας. Οι χώρες εθιμικού δικαίου παρουσίαζαν υψηλότερη δικαστική ανεξαρτησία σε σχέση με τις χώρες με άλλα νομικά συστήματα, το οποίο σύμφωνα με την έρευνα μεταφράζεται σε μεγαλύτερη οικονομική ελευθερία των χωρών αυτών. Αντίθετα σε σχέση με την πολιτική ελευθερία δεν επισημάνθηκαν διαφορές μεταξύ των νομικών οικογενειών. Συνεπώς η δικαστική ανεξαρτησία που διέπει τις χώρες εθιμικού δικαίου αποτελεί παράγοντα που τις βοηθάει να παρέχουν υψηλότερης ποιότητας προστασία στους επενδυτές.

Οι διαφορές ως προς τους νόμους προστασίας των επενδυτών και ως προς την ποιότητα εφαρμογής τους προκαλούν περαιτέρω διαφοροποιήσεις στα χρηματοοικονομικά συστήματα των χωρών. Οι La Porta et al. (1997) προσπαθούν να δώσουν μια απάντηση στο ερώτημα του γιατί υπάρχει μεγάλη διαφοροποίηση των αγορών χρήματος και κεφαλαίων στις διάφορες χώρες ως προς το μέγεθος, το εύρος και την αποτίμηση τους. Όπως είναι γνωστό μια επιχείρηση θα προχωρήσει σε εξωτερική χρηματοδότηση, είτε με τη μορφή μετοχικού κεφαλαίου είτε δανείου, αν οι όροι, δηλαδή η αποτίμηση σχετικά με τις υποσχόμενες χρηματικές ροές στην πρώτη περίπτωση ή το κόστος κεφαλαίου στην δεύτερη, είναι ευνοϊκοί. Επειδή το νομικό σύστημα προστασίας των επενδυτών είναι αυτό που επιτρέπει στους επενδυτές να προσφέρουν στις επιχειρήσεις καλούς όρους χρηματοδότησης επιχειρήθηκε να ερευνηθεί αν οι χώρες με μεγαλύτερη απόδοση στην προστασία των επενδυτών έχουν και μεγαλύτερες αγορές κεφαλαίων με την έννοια ότι οι περισσότερες επιχειρήσεις έχουν πρόσβαση σε αυτές.

Στην προσπάθεια δημιουργίας εμπειρικού δεσμού μεταξύ νομικού περιβάλλοντος και αγορών χρήματος και κεφαλαίων γίνεται σύγκριση της εξωτερικής χρηματοδότησης σε 49 χώρες ως εξίσωση της καταγωγής των νόμων τους, της ποιότητας των νόμων προστασίας των επενδυτών και της

ποιότητας εφαρμογής των νόμων αυτών. Για τη διαστρωματική αυτή ανάλυση χρησιμοποιήθηκαν οι εξής μεταβλητές :

Για την μέτρηση της άμεσης χρηματοδότησης χρησιμοποιούνται τρεις μεταβλητές : α) ο δείκτης κεφαλαιοποίησης αγοράς μετοχών/ Α.Ε.Π μειωμένος από μια πρόχειρη εκτίμηση του ποσοστού των μετοχών που κατέχονται από insiders β) ο αριθμός των εγγεγραμμένων εγχώριων εταιριών/ πληθυσμό της χώρας γ) ο αριθμός των δημόσιων εγγραφών σε κάθε χώρα σε μία συγκεκριμένη χρονική περίοδο σε σχέση με τον πληθυσμό της.

Για την μέτρηση του δανεισμού χρησιμοποιούνται δεδομένα ως προς τον συνολικό δανεισμό του ιδιωτικού τομέα καθώς και ως προς τη συνολική ονομαστική αξία των εταιρικών ομολόγων σε σχέση με το Α.Ε.Π. κάθε χώρας.

Σχετικά με την μέτρηση της προστασίας των επενδυτών το ενδιαφέρον επικεντρώνεται στα νομικά δικαιώματα μετόχων και πιστωτών που τους επιτρέπουν να αποσπούν από τους insiders απόδοση στις επενδύσεις τους. Για τους μετόχους υπολογίζεται ένας δείκτης δικαιωμάτων που εμπεριέχει δικαιώματα ψήφου και διαμαρτυρίας. Για τους πιστωτές ο δείκτης αφορά τα δικαιώματα που έχουν σε περίπτωση ρευστοποίησης ή αναδιοργάνωσης της εταιρείας. Η ποιότητα του θεσμικού πλαισίου εκτιμήθηκε από τον δείκτη Κυριαρχία του Νομου από τον International Country Risk Guide.

Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι οι εθιμικού δικαίου χώρες παρέχουν καλύτερη πρόσβαση στην αγορά κεφαλαίων, έχουν περισσότερες εγγεγραμμένες εταιρείες και δημόσιες εγγραφές ανά εκατομμύριο ανθρώπων, υψηλότερη ποιότητα δικαιωμάτων προστασίας των επενδυτών, μεγαλύτερα ποσοστά δανεισμού/ Α.Ε.Π και καλύτερους δείκτες προστασίας των πιστωτών. Αποδείχτηκε ότι η ισχυρή εφαρμογή του νόμου έχει μεγάλη επίδραση στην αποτίμηση και το εύρος των αγορών δανεισμού και μετοχών. Επιβεβαιώθηκε ότι το νομικό περιβάλλον όπως περιγράφηκε από τους νόμους και την εφαρμογή τους επηρεάζει το μέγεθος και το εύρος της αγοράς χρήματος και κεφαλαίων κάθε χώρας. Αυτό συμβαίνει γιατί ένα σωστό νομικό περιβάλλον

προστατεύει τους επενδυτές από πιθανή εκμετάλλευση τους, κάνοντας τους έτσι προθυμότερους να επενδύσουν.

Το νομικό πλαίσιο προστασίας των επενδυτών επιδρά επίσης στην αποτίμηση των εταιρειών. Οι La Porta et al. (2002) εξετάζουν τη θετική επίδραση της νομικής προστασίας της μειοψηφίας των μετόχων και της ιδιοκτησίας των κεφαλαίων της εταιρείας από έναν ελέγχοντα μέτοχο στην αποτίμηση των εταιρειών.

Η δομή της ιδιοκτησίας και του ελέγχου μέσα σε μία εταιρεία επηρεάζει τις δυνατότητες εκμετάλλευσης της μειοψηφίας των μετόχων. Οι δυνατότητες αυτές ανήκουν στους ελέγχοντες μετόχους οι οποίοι μπορούν να αποπτεύουν και να επηρεάζουν τη διοίκηση και με τον τρόπο αυτό να αποσπούν πόρους της εταιρείας για τον εαυτό τους, κλέβοντας έτσι τη μειοψηφία των μετόχων (tunneling). Βασικό αντικίνητρο στην δύναμη των ελέγχοντων μετόχων αποτελεί το ύψος των Ιδίων Κεφαλαίων που έχουν στην κατοχή τους, καθώς η εκμετάλλευση της μειοψηφίας των μετόχων συνοδεύεται από κόστος. Επίσης σε χώρες με μεγαλύτερη απόδοση προστασίας των μετόχων υπάρχουν μικρότερα ποσοστά εκμετάλλευσης της μειοψηφίας των μετόχων.

Από τους παραπάνω συλλογισμούς δημιουργούνται οι υποθέσεις ότι οι εταιρείες που δραστηριοποιούνται σε πιο προστατευμένο νομικά περιβάλλον θα έχουν υψηλότερη αποτίμηση, οι εταιρείες στις οποίες οι ελέγχοντες μέτοχοι κατέχουν υψηλά ίδια κεφάλαια θα έχουν υψηλότερη αποτίμηση και τέλος ότι η επίδραση του ύψους των Ιδίων κεφαλαίων των ελεγχόντων μετόχων στην αποτίμηση της εταιρείας θα είναι μικρότερη στις χώρες με υψηλή προστασία των επενδυτών.

Τα αποτελέσματα της έρευνας σε δείγμα 539 εταιρειών όντως έδειξαν ότι ως προς την προστασία των επενδυτών και την αποτίμηση οι εταιρείες με ελέγχοντες μετόχους έχουν υψηλότερη αποτίμηση στις χώρες εθιμικού δικαίου, όπου τα επίπεδα προστασίας των επενδυτών είναι υψηλά, παρά στις χώρες αστικού δικαίου. Επίσης οι εταιρείες στις χώρες αυτές έχουν και υψηλότερους δείκτες ανάπτυξης πωλήσεων, γεγονός που σημαίνει ότι έχουν

καλύτερες επενδυτικές ευκαιρίες. Αποδεικνύεται η σημασία του νόμου στον περιορισμό της εκμετάλλευσης της μειψηφίας των μετόχων .

Οι Qian & Strahan (2007) εξετάζουν εμπειρικά πως η προέλευση του νομικού συστήματος, τα δικαιώματα των πιστωτών και της ιδιοκτησίας, η νομική τυποκρατία (legal formalism) και η χρηματοοικονομική ανάπτυξη επηρεάζουν τον σχεδιασμό των όρων των συμβολαίων των τραπεζικών δανείων σε 60 χώρες. Ερευνάται πως οι νόμοι και οι θεσμοί σε διάφορες χώρες διαμορφώνουν την ιδιοκτησία των τραπεζικών δανείων καθώς και τους όρους των συμβολαίων των δανείων. Υποστηρίζεται ότι τα χαρακτηριστικά αυτά των δανείων εξαρτώνται εκτός από τους αντισυμβαλλόμενους και από μεταβλητές επιπέδου χώρας που ενσωματώνουν νομικούς και θεσμικούς παράγοντες. Συγκεκριμένα εξετάζονται το επιτόκιο, η διάρκεια και η ασφάλεια του δανείου καθώς και τρεις μεταβλητές ιδιοκτησίας (ο αριθμός των δανειστών, το μερίδιο των εγχώριων και το μερίδιο των κρατικών τραπεζών) και ελέγχεται πως μεταβάλλονται σε σχέση με την προστασία των πιστωτών και της ιδιοκτησίας, τη διαφθορά, την επάρκεια του δικαστικού συστήματος και τη χρηματοοικονομική ανάπτυξη.

Η έρευνα γίνεται σε ένα δείγμα τραπεζικών δανείων σε μεγάλες εταιρείες σε 60 χώρες εκτός των Η.Π.Α., το οποίο παρέχεται από τη βάση δεδομένων του Οργανισμού Τιμολόγησης Δανείων Dealscan και καλύπτει ένα χρονικό εύρος από το 1994 ως το 2003. Τα συμπεράσματα στα οποία καταλήγει είναι : **α)** η προστασία των πιστωτών είναι ένας πολύ σημαντικός παράγοντας στη διαμόρφωση των δανειακών συμβολαίων. Ιδιαίτερα η ύπαρξη δικαιωμάτων σε ενέχυρα οδηγεί σε μακροπρόθεσμο δανεισμό με χαμηλότερο επιτόκιο. Όταν υπάρχει αδύναμη προστασία των δικαιωμάτων των πιστωτών τότε η διάρκεια των δανείων μικραίνει, τα επιτόκια δανεισμού αυξάνουν και η ιδιοκτησία των δανείων γίνεται πιο διάχυτη, καθώς οι τράπεζες χρησιμοποιούν τη διαφοροποίηση για να μειώσουν τον πιστωτικό κίνδυνο. Η νομική τυποκρατία επίσης επηρεάζει τη μορφή των συμβολαίων. Όσο αυξάνει, αυξάνει και το κόστος χρήσης του δικαστικού συστήματος, το οποίο με τη σειρά του οδηγεί σε αύξηση της διάρκειας του δανείου (ώστε να αποφεύγονται οι συνεχείς

διαπραγματεύσεις των όρων των συμβολαίων) και μεγαλύτερη πιθανότητα χρήσης ενέχυρου.

β) η μείωση της προστασίας της ιδιωτικής ιδιοκτησίας και η αύξηση της διαφθοράς οδηγούν σε πιο βραχυπρόθεσμο δανεισμό και σε αύξηση της πιθανότητας χρήσης ενέχυρου. Παρατηρείται όμως ότι τα επιτόκια δανεισμού παραμένουν ανεπηρέαστα, γεγονός που υποδηλώνει τη χρήση ιδιωτικών συμφωνητικών μεταξύ των αντισυμβαλλόμενων σαν μια προσπάθεια αντιστάθμισης της αδύναμης νομικής προστασίας.

γ) σχετικά με το καθεστώς ιδιοκτησίας του δανείου, η συμμετοχή πολλών τραπεζών σε ένα δάνειο αυξάνει την πιθανότητα χρήσης ενέχυρου (ενέχυρο και διαφοροποίηση είναι συμπληρωματικοί μέθοδοι στην αντιμετώπιση του πιστωτικού κινδύνου). Επίσης η συμμετοχή εγχώριων τραπεζών προκαλεί μείωση των επιτοκίων δανεισμού, εξαιτίας της καλύτερης πληροφόρησης τους.

Συνοψίζοντας: Παρατηρήθηκε ότι οι χώρες εθνικού δικαίου έχουν ισχυρή νομική προστασία μετόχων και πιστωτών, καλύτερους θεσμούς, λιγότερο διεφθαρμένες κυβερνήσεις, αποτελεσματικότερο δικαστικό σύστημα, καλύτερες διαδικασίες πτώχευσης και λογιστικά πρότυπα (σε σχέση με τις χώρες αστικού δικαίου). Ως αποτέλεσμα έχουν καλύτερο χρηματοοικονομικό σύστημα, μεγαλύτερα ποσοστά άμεσης χρηματοδότησης, λιγότερο συγκεντρωμένη ιδιοκτησία των μετοχών των επιχειρήσεων.

3. ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ

3.1 Υπόθεση

Στο κεφάλαιο αυτό θα υπογραμμίσουμε τα βασικά στοιχεία της μελέτης, δηλαδή τις μεταβλητές, το δείγμα, τη χρησιμοποιούμενη οικονομετρική μέθοδο και τα αποτελέσματα της.

Το θέμα της διατριβής είναι η επίδραση του θεσμικού πλαισίου στις αποφάσεις χρηματοδότησης των επιχειρήσεων στην Ε.Ε. Πιο συγκεκριμένα θα προσπαθήσουμε μέσω εμπειρικής ανάλυσης να εξετάσουμε το αν η βελτίωση του θεσμικού περιβάλλοντος οδηγεί σε περισσότερη άμεση χρηματοδότηση και λιγότερο δανεισμό.

Όπως αναφέρθηκε και στην έρευνα βιβλιογραφίας η ύπαρξη του προβλήματος της ασυμμετρίας πληροφόρησης στο χρηματοοικονομικό σύστημα πλήττει κυρίως την άμεση χρηματοδότηση κάνοντας της ασύμφορη για τις επιχειρήσεις οι οποίες με τη σειρά τους τότε στρέφουν το ενδιαφέρον τους στη λύση του δανεισμού. Αποδείχτηκε όμως ότι οι επιχειρήσεις δεν απορρίπτουν την χρηματοδότηση μέσω των αγορών χρήματος και κεφαλαίων όταν μπορούν να παρακάμψουν τα προβλήματα που δημιουργεί η ασυμμετρία πληροφόρησης. Ταυτόχρονα εμφανίστηκε η θετική συμβολή της ποιότητας του θεσμικού πλαισίου στην ανάπτυξη των αγορών χρήματος και κεφαλαίων. Η παραπάνω θεωρητική ανάλυση μας μας προτρέπει να προβλέψουμε την ύπαρξη μιας θετικής σχέσης μεταξύ της ποιότητας του θεσμικού πλαισίου και της άμεσης χρηματοδότησης, η οποία αναμένουμε να αποδειχτεί και μέσω της εμπειρικής ανάλυσης.

3.2 Δεδομένα

Η διαχρονική και διαστρωματική εμπειρική ανάλυση της παραπάνω υποθέσεως θα διεξαχθεί σε δείγμα 12 χωρών της ΕΕ, συγκεκριμένα για Αυστρία, Βέλγιο, Δανία, Γερμανία, Γαλλία, Ιταλία, Ελλάδα, Ισπανία, Ολλανδία,

Σουηδία, Πορτογαλία, Φινλανδία, και για το χρονικό διάστημα 1996-2006 λόγω στοιχείων. Οι μεταβλητές που θα χρησιμοποιηθούν είναι οι εξής :

1^η Εξαρτημένη Μεταβλητή: Για την παρουσίαση του επιπέδου δανεισμού των εταιρειών σε εθνικό επίπεδο (L_{it}) χρησιμοποιούνται οι ενοποιημένες μετρήσεις της Ευρωπαϊκής Στατιστικής Υπηρεσίας (EUROSTAT) για το συνολικό επίπεδο δανεισμού (LOANS) των μη χρηματοοικονομικών επιχειρήσεων σε κάθε χώρα για το χρονικό διάστημα 1996-2006. Τα δεδομένα αυτά βρίσκονται στο site της EUROSTAT στην επιλογή Data-Financial Accounts- Balance Sheets (Liabilities- Loans- Non-financial Corporations- Consolidated -Millions of EURO).

2^η Εξαρτημένη Μεταβλητή: Ομοίως η παρουσίαση των επιπέδων άμεσης χρηματοδότησης σε εθνικό επίπεδο (E_{it}) γίνεται με ενοποιημένες μετρήσεις της EUROSTAT που αφορούν τα επίπεδα μετοχικού κεφαλαίου (SHARES AND OTHER EQUITY) των μη χρηματοοικονομικών επιχειρήσεων σε κάθε χώρα για το χρονικό διάστημα 1996-2006. Τα δεδομένα αυτά βρίσκονται στο site της EUROSTAT στην επιλογή Data- Financial Accounts- Balance Sheets. (Liabilities- Shares and other Equity- Non-financial Corporations- Consolidated -Millions of EURO).

Για να γίνουν τα δεδομένα του δανεισμού και της άμεσης χρηματοδότησης συγκρίσιμα μεταξύ των χωρών του δείγματος μας τα διαιρούμε με τις συνολικές υποχρεώσεις των επιχειρήσεων σε εθνικό επίπεδο. Τα στοιχεία αυτά προέρχονται από ενοποιημένες μετρήσεις της Ευρωπαϊκής Στατιστικής Υπηρεσίας (EUROSTAT) για το συνολικό επίπεδο υποχρεώσεων (LIABILITIES) των μη χρηματοοικονομικών επιχειρήσεων σε κάθε χώρα για το χρονικό διάστημα 1996-2006. Τα δεδομένα αυτά βρίσκονται στο site της EUROSTAT στην επιλογή Data- Financial Accounts- Balance Sheets. (Liabilities- Non-financial Corporations- Consolidated -Millions of EURO).

Οι δύο αυτές μεταβλητές θα αποτελέσουν τις εξαρτημένες μεταβλητές ως προς την ποιότητα του θεσμικού πλαισίου του προς εξέταση μοντέλου μας.

Για την μέτρηση της ποιότητας του θεσμικού πλαισίου θα βασιστούμε σε δείκτες μέτρησης της διακυβέρνησης. Ως Διακυβέρνηση ορίζουμε τις

παραδόσεις και τους θεσμούς με τους οποίους ασκείται εξουσία σε μία χώρα. Αυτό περιλαμβάνει τη διαδικασία με την οποία επιλέγονται, εποπτεύονται και αντικαθίστανται οι κυβερνήσεις, την ικανότητα της κυβέρνησης να σχηματίζει και να εφαρμόζει αποτελεσματικά υγιείς πολιτικές, τον σεβασμό των πολιτών και του κράτους για τους θεσμούς που διοικούν τις οικονομικές και κοινωνικές αλληλεπιδράσεις μεταξύ τους. Όπως αναφέρουν και οι Kaufmann & Kraay (2007), για την μέτρηση της διακυβέρνησης είναι καλύτερα να προτιμώνται αθροιστικοί δείκτες καθώς συνδυάζουν, οργανώνουν και συνοψίζουν πληροφορίες από εναλλακτικές πηγές, μειώνοντας έτσι την επιρροή του σφάλματος μέτρησης του κάθε μεμονομένου δείκτη. Επιπλέον παρέχουν τη δυνατότητα σύγκρισης μεταξύ των χωρών, βοηθώντας έτσι τη διαχρονική και διαστρωματική ανάλυση.

Για τους λόγους αυτούς η μέτρηση της ποιότητας του θεσμικού περιβάλλοντος θα γίνει με την τελευταία έκδοση των **Worldwide Governance Indicators** (Kaufmann D, Kraay, Mastruzzi 2007) για την περίοδο 1996-2006. Οι δείκτες αυτοί αποτελούν τις ανεξάρτητες μεταβλητές του προς εξέταση μοντέλου μας, καλύπτουν 212 χώρες και μετρούν 6 διαστάσεις διακυβέρνησης ανά διετία από το 1996 ως το 2000 και ετησίως από το 2002 ως το 2006 (για τις ενδιάμεσες χρονιές 1997, 1999, 2001 υπολογίσαμε τους μέσους όρους της προηγούμενης και της επόμενης χρονιάς με γραμμική παρεμβολή).

Οι 6 αυτοί αθροιστικοί δείκτες μέτρησης της διακυβέρνησης αποτελούν σταθμισμένους μέσους εκατοντάδων μεμονωμένων μεταβλητών που προέρχονται από 33 διαφορετικές πηγές δεδομένων, οι οποίες κατασκευάζονται από 30 διαφορετικούς οργανισμούς (πίνακας 1). Κατασκευάζονται με τη μέθοδο "unobserved components model", η οποία υποθέτει ότι κάθε παρατηρούμενη συσχέτιση μεταξύ μεμονωμένων δεικτών μέτρησης της διακυβέρνησης, πχ της διαφθοράς, οφείλεται στο κοινό αλλά μη παρατηρήσιμο "σήμα" διαφθοράς. Συνεπώς οι πηγές που είναι ισχυρά συσχετισμένες μεταξύ τους δίνουν πιο αξιόπιστες πληροφορίες για τη διαφθορά και συνεπώς έχουν μεγαλύτερα σταθμά.

Πίνακες 1,2

Οι 6 δείκτες με τη σειρά που χρησιμοποιούνται στο μοντέλο είναι:

1^η Ανεξάρτητη Μεταβλητή: Γνώμη και Υπευθυνότητα (X_{i1t}). Μετράει το βαθμό στον οποίο οι πολίτες μιας χώρας έχουν τη δυνατότητα συμμετοχής στη διαδικασία εκλογής της κυβέρνησής τους, καθώς και την ελευθερία έκφρασης και την ελευθερία των Μ.Μ.Ε.

2^η Ανεξάρτητη Μεταβλητή: Πολιτική σταθερότητα και Απουσία βίας (X_{i2t}). Μετράει την πιθανότητα αποσταθεροποίησης ή ανατροπής της κυβέρνησης από μη θεσμικά ή βίαια μέσα, όπως πχ η τρομοκρατία.

3^η Ανεξάρτητη Μεταβλητή: Κυβερνητική αποτελεσματικότητα (X_{i3t}). Μετράει την ποιότητα των δημόσιων υπηρεσιών, την ποιότητα των πολιτικών υπηρεσιών και το βαθμό ανεξαρτησίας τους από πολιτικές πιέσεις, την ποσότητα δημιουργίας πολιτικής και την εφαρμογή της, την αξιοπιστία της δέσμευσης της κυβέρνησης στην εφαρμογή αυτών των πολιτικών.

4^η Ανεξάρτητη Μεταβλητή: Νομοθετική ποιότητα (X_{i4t}). Μετράει την ικανότητα της κυβέρνησης στο σχηματισμό και την εφαρμογή ασφαλών πολιτικών και κανονισμών που θα επιτρέπουν και θα προωθούν την ανάπτυξη του ιδιωτικού τμήμα.

5^η Ανεξάρτητη Μεταβλητή: Κυριαρχία του νόμου (X_{i5t}). Μετράει το βαθμό στον οποίο οι ιδιώτες έχουν εμπιστοσύνη και υπακοή στους κανόνες της κοινωνίας. Πιο ιδιαίτερα εξετάζεται η ποιότητα εφαρμογής των συμβολαίων, η ποιότητα της αστυνομίας και των δικαστηρίων καθώς και η πιθανότητα εγκλήματος και βίας.

6^η Ανεξάρτητη Μεταβλητή: Έλεγχος διαφθοράς. (X_{i6t}). Μετράει το βαθμό στον οποίο η δημόσια εξουσία ασκείται για προσωπικό όφελος, καθώς επίσης και το αν υφίσταται "έλεγχος" του κράτους από συγκεκριμένες ελίτ ή ιδιωτικά συμφέροντα.

Οι τιμές τους κυμαίνονται από -2,5 ως 2,5 με την υψηλότερη τιμή να αντιστοιχίζεται σε καλύτερη διακυβέρνηση. Τα δεδομένα συνοδεύονται με

εκτιμήσεις σφάλματος μέτρησης για κάθε χώρα, απόδειξη της δυσκολίας που υφίσταται στην μέτρηση της διακυβέρνησης.

Από τους παραπάνω δείκτες μέτρησης της ποιότητας διακυβέρνησης εκτιμούμε ότι καταλληλότεροι στην κατασκευή του μοντέλου μας θα αποδειχτούν οι X_4 = Νομοθετική Ποιότητα, X_5 = Κυριαρχία του Νόμου και X_6 = Έλεγχος της Διαφθοράς, καθώς θεωρούμε ότι σχετίζονται περισσότερο με τον τομέα της οικονομίας και την ανάπτυξη του χρηματοοικονομικού συστήματος σε σχέση με τους υπόλοιπους δείκτες.

Οι προαναφερθείσες μεταβλητές (Πίνακας 3) θα χρησιμοποιηθούν για την κατασκευή δύο εξισώσεων, οι οποίες στη συνέχεια θα εκτιμηθούν με την μέθοδο της διαχρονικής και διαστρωματικής παλινδρόμησης. Η συγκεκριμένη μέθοδος μας παρέχει τη δυνατότητα να προχωρήσουμε σε ταυτόχρονη διαστρωματική και διαχρονική ανάλυση των δεδομένων μας, δηλαδή για πολλές χώρες σε ορισμένο εύρος χρόνου. Αυτό θα μας βοηθήσει να διερευνήσουμε την ύπαρξη μιας πιθανής σχέσης μεταξύ της ποιότητας του θεσμικού πλαισίου με τα επίπεδα δανεισμού και άμεσης χρηματοδότησης. Μέσω της χρήσης της μεθόδου panel data, η οποία στην ουσία αποτελεί ένα συνδυασμό χρονολογικής και διαστρωματικής ανάλυσης είμαστε σε θέση να ξεπεράσουμε ένα μέρος των περιορισμών που θέτουν τα γραμμικά μοντέλα παλινδρόμησης.

Οι δύο εξισώσεις έχουν την μορφή :

$$L_{it} = \alpha_i + \sum \rho_j X_{ijt} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$E_{it} = \alpha_i + \sum \rho_j X_{ijt} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Με $i = 1$ ως 12 χώρες , $j = 1$ με 6, $t = 1$ ως 10 έτη

Η εξίσωση (1) αφορά τη σχέση της ποιότητας του θεσμικού πλαισίου με τα επίπεδα δανεισμού ενώ η εξίσωση (2) τη σχέση της ποιότητας του θεσμικού πλαισίου με τα επίπεδα άμεσης χρηματοδότησης. Ο όρος α_i στο δεξί μέρος κάθε εξίσωσης αποτελεί τον σταθερό όρο του υποδείγματος ενώ ο όρος ϵ_i αντιπροσωπεύει το σφάλμα του υποδείγματος. Η διαπίστωση της ακριβούς σχέσης μεταξύ των εξαρτημένων και των ανεξάρτητων μεταβλητών του υποδείγματος έγκειται στην εκτίμηση των συντελεστών ρ_j .

Η ανάλυση της ερμηνευτικής ικανότητας του οικονομετρικού υποδείγματος αφορά στον έλεγχο των υποθέσεων που έχουμε κάνει σχετικά με τις μεταβλητές τις οποίες έχουμε ενσωματώσει στο υπόδειγμά μας, καθώς και στον έλεγχο της στατιστικής σημαντικότητας του υποδείγματος. Ο συγκεκριμένος έλεγχος αφορά τόσο στον έλεγχο της επεξηγηματικής δύναμης του μοντέλου συνολικά, όσο και στον έλεγχο της επεξηγηματικής δύναμης των συγκεκριμένων ανεξαρτήτων μεταβλητών που έχουμε επιλέξει.

Με βάση τη θεωρητική διερεύνηση που προηγήθηκε στην έρευνα βιβλιογραφίας αναμένουμε ότι μέσω της εμπειρικής ανάλυσης θα προκύψει ότι στην εξίσωση (1) οι συντελεστές ρ_j έχουν αρνητικό πρόσημο ενώ αντίθετα στην εξίσωση (2) οι συντελεστές ρ_j έχουν θετικό πρόσημο. Αυτό θα αποδεικνύει ότι η βελτίωση της ποιότητας του θεσμικού πλαισίου οδηγεί τις επιχειρήσεις σε αποφάσεις χρηματοδότησης μέσω των αγορών χρήματος και κεφαλαίων.

Η ύπαρξη μη ικανοποιητικών αποτελεσμάτων με βάση τα κριτήρια που έχουμε θέσει στην θεωρητική μας ανάλυση δεν θα πρέπει να μας οδηγήσει σε απόρριψη της υπόθεσης που έχουμε σχηματίσει σχετικά με την επίδραση της βελτίωσης της ποιότητας του θεσμικού πλαισίου στα επίπεδα δανεισμού και άμεσης χρηματοδότησης. Το παραπάνω γεγονός είναι πιθανό να οφείλεται στο ότι ορισμένες υποθέσεις σχετικά με την φύση του υποδείγματος αλλά και των μεταβλητών που έχουμε χρησιμοποιήσει δεν ισχύουν στην συγκεκριμένη περίπτωση, κάτι το οποίο πρέπει να γίνει αντικείμενο περαιτέρω μελέτης.

4. ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ.

4.1 Ανάλυση αποτελεσμάτων

Τα αποτελέσματα που προέκυψαν μετά την εμπειρική εξέταση του μοντέλου είναι συμβατά με τις προσδοκίες που είχαμε σχηματίσει με βάση τη βιβλιογραφία.

Συγκεκριμένα στην εξίσωση (1) τα επίπεδα δανεισμού όντως παρουσιάστηκαν να έχουν αρνητική σχέση με τη βελτίωση της ποιότητας του θεσμικού πλαισίου, ιδιαίτερα με το δείκτη καταπολέμησης της διαφθοράς. Όπως είχαμε δει στην έρευνα βιβλιογραφίας η ύπαρξη διαφθοράς υπονομεύει την κυριαρχία του νόμου και κλονίζει την εμπιστοσύνη των πολιτών στους θεσμούς. Μια μείωση των επιπέδων διαφθοράς θα μεταφραζόταν και ως μείωση της αβεβαιότητας των επενδυτών, γεγονός που θα οδηγούσε σε καλύτερη λειτουργία των χρηματαγορών και ευκολότερη πρόσβαση των επιχειρήσεων σε αυτές. Η κατάσταση αυτή θα σήμαινε συνεπώς μείωση των επιπέδων δανεισμού.

Στην εξίσωση (2) τα αποτελέσματα επίσης είναι συμβατά με τις προσδοκίες μας. Τα επίπεδα άμεσης χρηματοδότησης φάνηκαν να έχουν θετική στατιστικά σημαντική σχέση με τον δείκτη της νομοθετικής ποιότητας. Η βελτίωση της ποιότητας του νομικού πλαισίου θα σήμαινε και καλύτερη προστασία των επενδυτών απέναντι σε πιθανές αυθαιρεσίες των διοικήσεων των επιχειρήσεων. Οι τελευταίοι θα αντιμετώπιζαν έτσι μικρότερα ποσοστά αβεβαιότητας και θα ζητούσαν χαμηλότερες αποδόσεις, γεγονός που θα οδηγούσε περισσότερες επιχειρήσεις στη χρηματοδότηση μέσω των χρηματαγορών.

Πιο αναλυτικά:

Μετά τον έλεγχο των ανεξάρτητων μεταβλητών ως προς την ύπαρξη μοναδιαίας ρίζας (unit root test), τα αποτελέσματα για τρεις από αυτές, την Κυβερνητική αποτελεσματικότητα, την Κυριαρχία του νόμου και τον Έλεγχος

διαφθοράς ήταν θετικά, γεγονός που κανονικά θα απέτρεπε την χρησιμοποίηση εκτιμητών OLS και θα οδηγούσε σε εκτίμηση με την μέθοδο DOLS. Όμως λόγω των λίγων παρατηρήσεων, που είναι 10 για κάθε χώρα θα προχωρήσουμε σε εκτίμηση του μοντέλου με τη μέθοδο Simple Panel OLS χωρίς leads and lags.

Ο υπολογισμός των παραπάνω εξισώσεων γίνεται κάτω από την υπόθεση ότι οι σταθεροί όροι είναι σταθερές, συνεπώς το μοντέλο ονομάζεται Fixed Effects Model. Το Fixed Effects Model δίνει την δυνατότητα στον σταθερό όρο του υποδείγματος να διαφέρει ανάμεσα στις διαστρωματικές μονάδες με την εκτίμηση διαφορετικών σταθερών όρων για κάθε διαστρωματική μονάδα. Με αυτόν τον τρόπο επιτρέπεται η χρήση όλων των δεδομένων καθώς ο σταθερός όρος μπορεί να αλλάζει και ανάμεσα στις χώρες ή /και στο χρόνο. Κατά συνέπεια, οι επιδράσεις μεταβλητών που τυχόν έχουν παραληφθεί μπορούν να ενσωματώνονται σε ικανοποιητικό βαθμό στον μεταβαλλόμενο για κάθε επιχείρηση σταθερό όρο όταν υπάρχουν κοινές επιδράσεις, επιτρέποντας να ελέγχεται η σπουδαιότητα των επεξηγηματικών μεταβλητών.

Κατά τη διεξαγωγή της πρώτης παλινδρόμησης παρουσιάστηκαν οικονομετρικά προβλήματα τα οποία υπονόμευαν την αξιοπιστία του μοντέλου και δυσχέραιναν την εξαγωγή συμπερασμάτων. Ειδικότερα παρατηρήθηκε υψηλό Adjusted R-squared, γεγονός που σημαίνει ότι υπάρχει ισχυρή συσχέτιση μεταξύ των ανεξάρτητων μεταβλητών του οικονομετρικού υποδείγματος δηλ. οι ανεξάρτητες μεταβλητές δεν είναι μεταξύ τους γραμμικά ανεξάρτητες (πρόβλημα της πολυσυγγραμικότητας). Οι υποψίες αυτές επαληθεύτηκαν από τον πίνακα αυτοσυσχέτισης των ανεξάρτητων μεταβλητών και από τον μικρό αριθμό βαθμών ελευθερίας.

Πίνακας Συσχετίσεων

	X ₁	X ₂	X ₃	X ₄	X ₅	X ₆
X ₁	1.00	0.64	0.74	0.85	0.80	0.81
X ₂	0.64	1.00	0.67	0.66	0.72	0.74
X ₃	0.74	0,67	1.00	0.78	0.94	0.90
X ₄	0.85	0.66	0.78	1.00	0.79	0.80
X ₅	0.80	0.72	0.94	0.79	1.00	0.96
X ₆	0.81	0.74	0.90	0.80	0.96	1.00

Για την πρώτη μας εξαρτημένη μεταβλητή L= Loans/Liabilities οι παλινδρομήσεις με fixed effects σε levels, είτε contemporaneous είτε lagged, δεν έδωσαν καμία ανεξάρτητη μεταβλητή στατιστικά σημαντική. Επιπλέον υπήρχε και η παρουσία σοβαρών οικονομετρικών προβλημάτων. Αυτό μας ανάγκασε να κινηθούμε προς μια διαφορετική κατεύθυνση. Χρησιμοποιώντας στις παλινδρομήσεις πρώτες διαφορές των εξαρτημένων και των ανεξάρτητων μεταβλητών καταφέραμε να διορθώσουμε τις οικονομετρικές παραμέτρους του μοντέλου μας ώστε στη συνέχεια να μπορούμε να εμπιστευτούμε τις παρεχόμενες από αυτές εκτιμήσεις. Τα αναλυτικά αποτελέσματα είναι στον πίνακα 4.

Σχετικά με την 1^η εξίσωση η παλινδρόμηση δεν έδωσε στατιστικά σημαντικούς εκτιμητές παρά μόνο για τη σχέση ανάμεσα στον δανεισμό και τον δείκτη V8-έλεγχος της διαφθοράς.

Η εκτιμηθείσα εξίσωση είναι :

$$DL_t = -0.005 - 0.0227 DX_{6t}$$

$$(-74.45)^{***} \quad (-1.7042)^*$$

$$R^2 = 0.47, \quad D.W. = 1.52$$

Ο εκτιμητής αυτός έχει την τιμή -0,0227 , γεγονός που επαληθεύει την αρνητική σχέση μεταξύ δανεισμού και μιας παραμέτρου της ποιότητας του θεσμικού πλαισίου, όπως προβλεπόταν από τη θεωρητική μας ανάλυση. Το αποτέλεσμα είναι συμβατό με το αναμενόμενο από εμάς, καθώς μεγαλύτερος δείκτης ελέγχου της διαφθοράς θα σήμαινε και υψηλότερα επίπεδα εμπιστοσύνης από τους επενδυτές. Αυτό θα είχε ως επακόλουθο την απαίτηση από τους τελευταίους χαμηλότερων αποδόσεων προκειμένου να παρέχουν χρηματοδότηση στις επιχειρήσεις, μετατρέποντας έτσι τον δανεισμό σε λιγότερο ελκυστική επιλογή σε σχέση με την άμεση χρηματοδότηση μέσω των αγορών χρήματος και κεφαλαίων.

Σχετικά με την 2^η εξίσωση τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης με τη μέθοδο simple panel OLS, όπως φαίνεται στον πίνακα 5, έδειξαν ως στατιστικά σημαντική μεταβλητή την X_4 = Νομοθετική ποιότητα. Επιπλέον χρησιμοποιήθηκε και η εξαρτημένη μεταβλητή $E = (\text{Shares and other equity})/\text{Liabilities}$ με χρονική υστέρηση λόγω της υψηλής συσχέτισης των καταλοίπων .

Η εκτιμηθείσα εξίσωση είναι :

$$E_t = 0.091 + 0.075 X_{4t} + 0.643 E_{t-1}$$

$$(1.74)^* \quad (2.15)^{**} \quad (8.46)^{***}$$

$$R^2 = 0.95$$

$$D.W = 1.67$$

Ο εκτιμητής 0.075 επαληθεύει τις υποθέσεις μας σχετικά τη θετική σχέση της άμεσης χρηματοδότησης με μετοχές με μια παράμετρο της ποιότητας του θεσμικού πλαισίου. Μεγαλύτερος δείκτης της νομοθετικής ποιότητας μεταφράζεται και σε βελτιωμένη θέση των επενδυτών απέναντι στο πρόβλημα της ασυμμέτρου πληροφόρησης, άρα και σε ευνοικότερους όρους χρηματοδότησης μέσω των χρηματοαγορών για τις επιχειρήσεις λόγω του βελτιωμένου κλίματος εμπιστοσύνης.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑΣ

4.2 Ανάλυση ευαισθησίας.

Προκειμένου να ελέγξουμε την αξιοπιστία των αποτελεσμάτων μας, προχωρήσαμε σε διεξαγωγή νέων παλινδρομήσεων, αρχικά προσπαθώντας να εκτιμήσουμε το μοντέλο μας με τη μέθοδο DOLS και στη συνέχεια διαιρώντας τις εξαρτημένες μας μεταβλητές με τα επίπεδα του GDP για την κάθε χώρα. Τα στοιχεία αυτά προέρχονται από ενοποιημένες μετρήσεις της Ευρωπαϊκής Στατιστικής Υπηρεσίας (EUROSTAT) και αφορούν τα επίπεδα του GDP για τις 12 χώρες του δείγματος μας το χρονικό διάστημα 1996-2006. Τα δεδομένα αυτά βρίσκονται στο site της EUROSTAT στην επιλογή Data.

Οι παλινδρομήσεις με fixed effects σε levels και τη χρήση leads and lags για τις μεταβλητές που εμφάνισαν μοναδιαία ρίζα παρουσίασαν και πάλι τα προαναφερθέντα οικονομετρικά προβλήματα λόγω της ύπαρξης του προβλήματος της πολυσυγγραμικότητας. Στην προσπάθεια να εξαλείψουμε το πρόβλημα της πολυσυγγραμικότητας προχωρήσαμε σε διεξαγωγή παλινδρομήσεων και για τις δύο εξαρτημένες μεταβλητές αφαιρώντας διαδοχικά τις τρεις ανεξάρτητες μεταβλητές με τη μεγαλύτερη αυτοσυσχέτιση, αρχικά την μεταβλητή X_5 - Κυριαρχία του νόμου, στη συνέχεια τη μεταβλητή X_3 - Κυβερνητική αποτελεσματικότητα και τέλος τη μεταβλητή X_6 - Έλεγχος διαφθοράς.

Πίνακες, 6, 7, 8, 9, 10, 11, 12, 13

Οι παραπάνω κινήσεις δεν έφεραν το επιθυμητό αποτέλεσμα, το Adjusted R-squared συνέχιζε να παραμένει υψηλό και η μείωση των μεταβλητών είχε ως αποτέλεσμα και την αύξηση του κριτηρίου ελέγχου των Durbin-Watson, γεγονός που σημαίνει εμφάνιση προβλήματος αυτοσυσχέτισης των καταλοίπων .

Στη συνέχεια προχωρήσαμε σε παλινδρομήσεις με fixed effects σε levels χρησιμοποιώντας ως εξαρτημένες μεταβλητές τις $L' = \text{Loans/GDP}$ και $E' = (\text{Shares and other equity}) / \text{GDP}$. Για την μεταβλητή L' οι παλινδρομήσεις

αυτές με fixed effects σε levels, είτε contemporaneous είτε lagged, δεν έδωσαν καμία ανεξάρτητη μεταβλητή στατιστικά σημαντική. Επιπλέον, όπως και στην περίπτωση των παλινδρομήσεων με εξαρτημένη μεταβλητή την $L = \text{Loans/ Liabilities}$ εμφανίστηκαν οικονομετρικά προβλήματα που υπονόμειαν την αξιοπιστία των αποτελεσμάτων.

Πίνακας 14

Για την μεταβλητή E' οι παλινδρομήσεις αυτές με fixed effects σε levels έδωσαν μια στατιστικά σημαντική θετική σχέση με την ανεξάρτητη μεταβλητή $X_4 = \text{Νομοθετική ποιότητα}$, όπως και στην περίπτωση των παλινδρομήσεων με εξαρτημένη μεταβλητή τη $E = (\text{Shares and other equity})/\text{Liabilities}$.

Πίνακας 15

Οι παλινδρομήσεις που έγιναν κατόπιν διαιρέσεως των εξαρτημένων μεταβλητών με τα επίπεδα του GDP για την κάθε χώρα, με fixed effects σε levels και τη χρήση leads and lags για τις μεταβλητές που εμφάνισαν μοναδιαία ρίζα, έδωσαν αποτελέσματα συμβατά και με τη θεωρητική υπόθεση μας και με τα κύρια αποτελέσματα μας. Συγκεκριμένα η μεταβλητή $L' = \text{loans/GDP}$ εμφανίστηκε να έχει στατιστικά σημαντική αρνητική σχέση με τις ανεξάρτητες μεταβλητές $X_1 = \text{Γνώμη}$ και $X_2 = \text{Υπευθυνότητα}$ και $X_4 = \text{Νομοθετική ποιότητα}$. Η εξαρτημένη μεταβλητή $E' = (\text{Shares and other equity})/\text{GDP}$ παρουσίασε στατιστικά σημαντική θετική σχέση με τις ανεξάρτητες μεταβλητές $X_4 = \text{Νομοθετική ποιότητα}$ και $X_6 = \text{Έλεγχος διαφθοράς}$.

Πίνακες 16,17

Φανερά οι παρατηρήσεις αυτές συνάδουν με τη θεωρητική υπόθεση μας που θέλει η βελτίωση της ποιότητας του θεσμικού πλαισίου να έχει ως αποτέλεσμα την μείωση του προβλήματος της ασυμμέτρου πληροφορήσεως, οδηγώντας τις επιχειρήσεις σε αποφάσεις χρηματοδότησης με μετοχές στις χρηματοαγορές παρά με τραπεζικό δανεισμό.

5. Συμπεράσματα

Στην μελέτη αυτή επιχειρήσαμε να ελέγξουμε το ρόλο του θεσμικού πλαισίου στις αποφάσεις χρηματοδότησης των επιχειρήσεων. Συγκεκριμένα εξετάσαμε μέσω εμπειρικής ανάλυσης το αν η βελτίωση του θεσμικού περιβάλλοντος οδηγεί σε περισσότερη άμεση χρηματοδότηση και λιγότερο δανεισμό. Η υπόθεση αυτή ερευμήθηκε εμπειρικά με τη χρησιμοποίηση 6 αθροιστικών δεικτών μέτρησης της ποιότητας του θεσμικού πλαισίου, προερχόμενους από τη World Bank, και των ετήσιων επιπέδων δανεισμού και άμεσης χρηματοδότησης με μετοχές, δεδομένα που προέρχονταν από τη EUROSTAT, για 12 χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης και για εύρος χρόνου 10 ετών (1996-2006).

Τα αποτελέσματα των παλινδρομήσεων με τα δεδομένα αυτά φάνηκαν συμβατά με τις προσδοκίες μας, παρόλα αυτά όμως δεν απέδειξαν μια πολύ ισχυρή σχέση μεταξύ της ποιότητας του θεσμικού πλαισίου και των αποφάσεων χρηματοδότησης των επιχειρήσεων.

Πιο ειδικά τα επίπεδα του δανεισμού φάνηκαν να έχουν στατιστικά σημαντική σχέση με το δείκτη ελέγχου της διαφθοράς. Αυτό το εύρημα είναι συμβατό με βάση τη θεωρητική μας ανάλυση, καθώς η μείωση της διαφθοράς θα αύξανε την εμπιστοσύνη του επενδυτικού κοινού και θα βελτίωνε τους όρους χρηματοδότησης των επιχειρήσεων μέσω των αγορών χρήματος και κεφαλαίων, οδηγώντας έτσι τις επιχειρήσεις σε χαμηλότερα επίπεδα δανεισμού.

Τα επίπεδα της άμεσης χρηματοδότησης με μετοχές φάνηκαν να έχουν στατιστικά σημαντική θετική σχέση με τον δείκτη της Νομοθετικής ποιότητας. Αυτό το εύρημα είναι συμβατό με βάση τη θεωρητική μας ανάλυση, καθώς η βελτίωση του δείκτη αυτού μεταφράζεται σε καλύτερα επίπεδα προστασίας των επενδυτών, γεγονός που τους οδηγεί να προσφέρουν καλύτερους όρους χρηματοδότησης στις επιχειρήσεις, κανοντας ελκυστικότερη την άμεση χρηματοδότηση με μετοχές για τις τελευταίες.

Ταυτόχρονα όμως αναμέναμε την εμφάνιση μέσω των παλινδρομήσεων μιας στατιστικά σημαντικής σχέσης των επιπέδων δανεισμού και με τους υπόλοιπους δείκτες μέτρησης της ποιότητας του θεσμικού πλαισίου, ιδιαίτερα με τον δείκτη της Νομοθετικής Ποιότητας, που ελέγχει όπως είδαμε την εφαρμογή πολιτικών και κανονισμών που προωθούν την ανάπτυξη του ιδιωτικού τομέα, και τον δείκτη της Κυριαρχίας του Νόμου, ο οποίος μετράει την ποιότητα εφαρμογής των συμβολαίων, την ποιότητα του δικαστικού συστήματος και γενικότερα την εμπιστοσύνη και υπακοή των ιδιωτών στους νόμους.

Αντίστοιχα περιμέναμε ότι τα επίπεδα άμεσης χρηματοδότησης με μετοχές θα εμφάνιζαν στατιστικά σημαντική θετική σχέση με τους υπόλοιπους 5 δείκτες, ιδιαίτερα με τον δείκτη Ελέγχου της Διαφθοράς, η οποία πλήτει την εμπιστοσύνη του κοινού στους θεσμούς εντείνοντας το πρόβλημα της ασυμμέτρου πληροφόρησης, και τον δείκτη της Κυριαρχίας του Νόμου.

Οι δύο αυτοί δείκτες μετρούν δηλαδή τον τομέα εκείνο του θεσμικού πλαισίου που σχετίζεται άμεσα με την καταπολέμηση της αβεβαιότητας στην αγορά που προκαλείται από το πρόβλημα της ασύμμετρης πληροφόρησης. Ελέγχουν την ικανότητα του νομικού συστήματος να καθορίζει τα δικαιώματα ιδιοκτησίας στα περιουσιακά στοιχεία, τη σχετική προτεραιότητα πάνω σε αυτά και την τιμολόγησή τους, να ορίζει το είδος των επιτρεπόμενων συμβολαίων και τα μέσα για την επιβολή κυρώσεων όταν υπάρχει αθέτηση τους, να καθορίζει το πλαίσιο λειτουργίας των επιχειρήσεων, υποδεικνύοντας τα δικαιώματα και τις υποχρεώσεις των διοικούντων και γενικότερα να υποδεικνύει τους κανόνες λειτουργίας της οικονομικής ζωής στο σύνολό της, ορίζοντας τους κανόνες που διέπουν την αγοραπωλησία ομολόγων, των τραπεζών, τους μηχανισμούς των εμπράγματων ασφαλίσεων και τη διαδικασία που ακολουθείται όταν οι εταιρείες φτάνουν στα όρια της χρεοκοπίας. Συνέπως αναμέναμε βελτίωση της ποιότητας των δεικτών αυτών θα συνδεόταν αρνητικά με τα επίπεδα δανεισμού και θετικά με τα επίπεδα άμεσης χρηματοδότησης, γεγονός που όμως δεν επαληθεύτηκε εμπειρικά.

Παράρτημα

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

ΠΙΝΑΚΑΣ 1

Table 1: Sources of Governance Data

Code	Source	Type*	Public	Country Coverage	Representative	1996	1998	2000	2002	2003	2004	2005	2006
ADB	African Development Bank Country Policy and Institutional Assessments	Expert (GOV)	Partial	52			x	x	x	x	x	x	x
AEO	OECD Development Center African Economic Outlook	Expert (GOV)	Yes	33		x	x	x	x	x	x	x	x
AFR	Afrobarometer	Survey	Yes	18				x	x	x	x	x	x
ASD	Asian Development Bank Country Policy and Institutional Assessments	Expert (GOV)	Partial	25				x	x	x	x	x	x
BPS	Business Enterprise Environment Survey	Survey	Yes	27				x	x	x	x	x	x
BRI	Business Environment Risk Intelligence Business Risk Service	Expert (CBIP)	Yes	50		x	x	x	x	x	x	x	x
BTI	Bertelsmann Transformation Index	Expert (NGO)	Yes	120					x	x	x	x	x
CCR	Freedom House Countries at the Crossroads	Expert (NGO)	Yes	63							x	x	x
DRI	Global Insight Global Risk Service	Expert (CBIP)	Yes	142	x	x	x	x	x	x	x	x	x
EBR	European Bank for Reconstruction and Development Transition Report	Expert (GOV)	Yes	29		x	x	x	x	x	x	x	x
EGV	Global E-Governance Index	Expert (NGO)	Yes	196	x				x	x	x	x	x
EIU	Economist Intelligence Unit	Expert (CBIP)	Yes	154	x	x	x	x	x	x	x	x	x
FRH	Freedom House	Expert (NGO)	Yes	197	x	x	x	x	x	x	x	x	x
GCB	Transparency International Global Corruption Barometer Survey	Survey	Yes	62					x	x	x	x	x
GCS	World Economic Forum Global Competitiveness Report	Survey	Yes	125	x	x	x	x	x	x	x	x	x
GII	Global Integrity Index	Expert (NGO)	Yes	41						x	x	x	x
GWP	Gallup World Poll	Survey	Yes	130	x								x
HER	Heritage Foundation Index of Economic Freedom	Expert (NGO)	Yes	157	x	x	x	x	x	x	x	x	x
HUM	Cingranelli Richards Human Rights Database and Political Terror Scale	Expert (GOV)	Yes	192	x	x	x	x	x	x	x	x	x
IFD	IFAD Rural Sector Performance Assessments	Expert (GOV)	Yes	100							x	x	x
IJT	IJET Country Security Risk Ratings	Expert (CBIP)	Yes	187	x						x	x	x
LOB	Latinobarometro	Survey	Yes	18		x	x	x	x	x	x	x	x
MIG	Merchant International Group Gray Area Dynamics	Expert (CBIP)	Yes	156	x				x	x	x	x	x
MSI	International Research and Exchanges Board Media Sustainability Index	Expert (NGO)	Yes	38					x	x	x	x	x
OBI	International Budget Project Open Budget Index	Expert (NGO)	Yes	59									x
PIA	World Bank Country Policy and Institutional Assessments	Expert (GOV)	Partial	136		x	x	x	x	x	x	x	x
PRC	Political Economic Risk Consultancy Corruption in Asia Survey	Survey	Yes	12			x	x	x	x	x	x	x
PRS	Political Risk Services International Country Risk Guide	Expert (CBIP)	Yes	140	x	x	x	x	x	x	x	x	x
QLM	Business Environment Risk Intelligence Financial Ethics Index	Expert (CBIP)	Yes	115	x	x	x	x	x	x	x	x	x
RSF	Reporters Without Borders Press Freedom Index	Expert (NGO)	Yes	166	x				x	x	x	x	x
TPR	US State Department Trafficking in People report	Expert (GOV)	Yes	149	x			x	x	x	x	x	x
WCY	Institute for Management and Development World Competitiveness Yearbook	Survey	Yes	53		x	x	x	x	x	x	x	x
WMO	Global Insight Business Conditions and Risk Indicators	Expert (CBIP)	Yes	202	x		x	x	x	x	x	x	x

*CBIP -- Commercial Business Information Provider, GOV -- Public Sector Data Provider, NGO -- Non-Governmental Organization Data Provider

Πηγή : World Bank Policy Research Working Paper 4280, July 2007

ΠΙΝΑΚΑΣ 2

Table 2: Distribution of Data Points by Type of Data in 2006 WGI

	Commercial Business Information Providers	Surveys of Firms or Households	Non- Governmental Organizations	Public Sector Organizations	Total
Number of Data Points					
Voice and Accountability	497	340	684	324	1845
Political Stability	1027	179	0	227	1433
Government Effectiveness	845	371	315	314	1845
Regulatory Quality	795	206	277	343	1621
Rule of Law	960	371	410	655	2396
Control of Corruption	959	439	133	314	1845
Total	5083	1906	1819	2177	10985
Shares of Total for Each Indicator					
Voice and Accountability	0.27	0.18	0.37	0.18	1.00
Political Stability	0.72	0.12	0.00	0.16	1.00
Government Effectiveness	0.46	0.20	0.17	0.17	1.00
Regulatory Quality	0.49	0.13	0.17	0.21	1.00
Rule of Law	0.40	0.15	0.17	0.27	1.00
Control of Corruption	0.52	0.24	0.07	0.17	1.00
Total	0.46	0.17	0.17	0.20	1.00
Weighted Shares of Total for Each Indicator					
Voice and Accountability	0.35	0.03	0.54	0.08	1.00
Political Stability	0.82	0.04	0.00	0.14	1.00
Government Effectiveness	0.65	0.12	0.09	0.14	1.00
Regulatory Quality	0.59	0.09	0.12	0.19	1.00
Rule of Law	0.59	0.12	0.13	0.15	1.00
Control of Corruption	0.59	0.20	0.06	0.16	1.00
Total	0.60	0.10	0.16	0.14	1.00

Πηγή : World Bank Policy Research Working Paper 4280, July 2007

ΠΙΝΑΚΑΣ 3

ΟΝΟΜΑ	ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ	ΠΗΓΗ
L: Loans	συνολικό επίπεδο δανεισμού των μη χρηματοοικονομικών επιχειρήσεων σε κάθε χώρα	EUROSTAT
E: Shares and other Equity	τα επίπεδα μετοχικού κεφαλαίου των μη χρηματοοικονομικών επιχειρήσεων σε κάθε χώρα για το χρονικό διάστημα 1996-2006.	EUROSTAT
X ₁ : Voice and Accountability	Ο βαθμός στον οποίο οι πολίτες μιας χώρας έχουν τη δυνατότητα συμμετοχής στη διαδικασία εκλογής της κυβέρνησής τους, καθώς και την ελευθερία έκφρασης και την ελευθερία των Μ.Μ.Ε.	World Bank
X ₂ : Political Stability	Η πιθανότητα αποσταθεροποίησης της κυβέρνησης από μη θεσμικά μέσα	World Bank

X ₃ : Government Effectiveness	Η ποιότητα&αξιοπιστία των δημόσιων και πολιτικών υπηρεσιών	World Bank
X ₄ : Regulatory Quality	Η ικανότητα της κυβέρνησης στο σχηματισμό και εφαρμογή ασφαλών πολιτικών και που θα επιτρέπουν και θα προωθούν την ανάπτυξη του ιδιωτικού τομέα.	World Bank
X ₅ : Rule of Law	Ο βαθμός στον οποίο οι ιδιώτες έχουν εμπιστοσύνη και υπακοή στους κανόνες της κοινωνίας	World Bank
X ₆ : Control of Corruption	Ο βαθμός στον οποίο η δημόσια εξουσία ασκείται για προσωπικό όφελος	World Bank

ΠΙΝΑΚΑΣ 4

Dependent Variable: DL?

Method: Pooled Least Squares

Date: 06/03/08 Time: 14:52

Sample (adjusted): 1997 2006

Included observations: 10 after adjustments

Cross-sections included: 12

Total pool (balanced) observations: 120

Cross-section SUR (PCSE) standard errors & covariance (d.f. corrected)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.005182	6.96E-05	-74.45008	0.0000
DX ₆ ?	-0.022714	0.013328	-1.704191	0.0915
Fixed Effects (Cross)				
_AT--C	-0.015907			
_BE--C	-0.006079			
_DK--C	0.007852			
_GR--C	-0.006039			
_FI--C	-0.009516			
_FR--C	-0.004180			
_DE--C	-0.000432			
_IT--C	-0.000583			
_NL--C	0.003760			
_PT--C	0.013383			
_ES--C	0.017985			
_SE--C	-0.000243			
Fixed Effects (Period)				
1997--C	-0.024128			
1998--C	-0.021187			
1999--C	-0.033207			
2000--C	0.034599			
2001--C	0.037794			
2002--C	0.036306			
2003--C	-0.007274			
2004--C	-0.011780			
2005--C	-0.007253			
2006--C	-0.003871			

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

Period fixed (dummy variables)

R-squared	0.563679	Mean dependent var	-0.005063
Adjusted R-squared	0.470181	S.D. dependent var	0.035463
S.E. of regression	0.025813	Akaike info criterion	-4.311758
Sum squared resid	0.065297	Schwarz criterion	-3.800718
Log likelihood	280.7055	F-statistic	6.028813

Durbin-Watson stat	1.523948	Prob(F-statistic)	0.000000
--------------------	----------	-------------------	----------

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

ΠΙΝΑΚΑΣ 5

Dependent Variable: **E?**

Method: Pooled Least Squares

Date: 06/05/08 Time: 17:47

Sample (adjusted): 1997 2006

Included observations: 10 after adjustments

Cross-sections included: 12

Total pool (balanced) observations: 120

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.090964	0.052216	1.742075	0.0847
X ₄ ?	0.074904	0.034886	2.147088	0.0343
E?(-1)	0.643456	0.076049	8.461040	0.0000
Fixed Effects (Cross)				
_AT--C	-0.087727			
_BE--C	0.041429			
_DK--C	-0.061241			
_GR--C	0.040020			
_FI--C	0.027960			
_FR--C	0.092550			
_DE--C	-0.020738			
_IT--C	0.003946			
_NL--C	-0.040714			
_PT--C	0.008958			
_ES--C	0.006157			
_SE--C	-0.010601			
Fixed Effects (Period)				
1997--C	0.026485			
1998--C	0.041779			
1999--C	0.053796			
2000--C	-0.017613			
2001--C	-0.038792			
2002--C	-0.061277			
2003--C	-0.015643			
2004--C	-0.008629			
2005--C	0.011684			
2006--C	0.008209			

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

Period fixed (dummy variables)

R-squared	0.945352	Mean dependent var	0.519715
Adjusted R-squared	0.932958	S.D. dependent var	0.116011
S.E. of regression	0.030038	Akaike info criterion	-4.002150
Sum squared resid	0.087522	Schwarz criterion	-3.467881
Log likelihood	263.1290	F-statistic	76.27285

Durbin-Watson stat 1.670318 Prob(F-statistic) 0.000000

ΠΙΝΑΚΑΣ 6

Dependent Variable: L?
 Method: Pooled Least Squares
 Date: 06/05/08 Time: 17:58
 Sample (adjusted): 2000 2003
 Included observations: 4 after adjustments
 Cross-sections included: 12
 Total pool (balanced) observations: 48
 Cross-section SUR (PCSE) standard errors & covariance (d.f. corrected)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.323442	0.056150	5.760328	0.0000
X ₃ ?	0.161301	0.041028	3.931501	0.0009
X ₄ ?	-0.054201	0.030080	-1.801904	0.0875
X ₆ ?	-0.074630	0.013895	-5.370991	0.0000
DX ₅ ?(-1)	-0.114681	0.026026	-4.406400	0.0003
DX ₅ ?(+1)	0.098965	0.027798	3.560193	0.0021
DX ₃ ?(-2)	-0.100242	0.042071	-2.382723	0.0278
DX ₅ ?(-2)	-0.180779	0.046581	-3.880976	0.0010
DX ₆ ?(-2)	-0.016298	0.008031	-2.029335	0.0567
DX ₃ ?(+2)	0.083553	0.029666	2.816424	0.0110
DX ₅ ?(+2)	0.183134	0.057402	3.190374	0.0048
DX ₆ ?(+2)	0.252165	0.068238	3.695390	0.0015
DX ₄ ?(-3)	-0.081125	0.032296	-2.511906	0.0212
DX ₃ ?(+3)	0.092850	0.037165	2.498347	0.0218
DX ₆ ?(+3)	0.185616	0.042492	4.368268	0.0003
Fixed Effects (Cross)				
_AT--C	0.236922			
_BE--C	-0.049431			
_DK--C	-0.012260			
_GR--C	0.109630			
_FI--C	-0.157019			
_FR--C	-0.227833			
_DE--C	0.021557			
_IT--C	0.167715			
_NL--C	-0.047695			
_PT--C	0.069848			
_ES--C	0.013969			
_SE--C	-0.125404			
Fixed Effects (Period)				
2000--C	-0.069095			
2001--C	-0.015410			
2002--C	0.039078			
2003--C	0.045426			

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

Sources of Business Financing in the E.U- The Role of the Institutional Environment

Period fixed (dummy variables)

R-squared	0.993975	Mean dependent var	0.379402
Adjusted R-squared	0.985096	S.D. dependent var	0.108014
S.E. of regression	0.013187	Akaike info criterion	-5.537656
Sum squared resid	0.003304	Schwarz criterion	-4.407139
Log likelihood	161.9038	F-statistic	111.9453
Durbin-Watson stat	1.737977	Prob(F-statistic)	0.000000

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑΣ

Sources of Business Financing in the E.U- The Role of the Institutional Environment

Dependent Variable: E? ΠΙΝΑΚΑΣ 7

Method: Pooled Least Squares

Date: 06/05/08 Time: 18:01

Sample (adjusted): 2000 2003

Included observations: 4 after adjustments

Cross-sections included: 12

Total pool (balanced) observations: 48

Cross-section SUR (PCSE) standard errors & covariance (d.f. corrected)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.857916	0.132279	6.485652	0.0000
X3?	-0.201635	0.064569	-3.122767	0.0054
X5?	-0.536960	0.115162	-4.662633	0.0001
X6?	0.461353	0.073795	6.251803	0.0000
DX ₃ ?(-1)	0.248710	0.100527	2.474076	0.0224
DX ₅ ?(-1)	0.124338	0.013308	9.343030	0.0000
DX ₅ ?(+1)	-0.650357	0.124004	-5.244655	0.0000
DX ₆ ?(+1)	0.387150	0.074651	5.186143	0.0000
DX ₅ ?(-2)	0.184807	0.026843	6.884757	0.0000
DX ₆ ?(-2)	0.039823	0.012190	3.266919	0.0039
DX ₅ ?(+2)	-0.749408	0.136745	-5.480339	0.0000
DX ₅ ?(+3)	-0.285342	0.078358	-3.641494	0.0016
DX ₆ ?(+3)	-0.109908	0.035734	-3.075691	0.0060
DX ₃ ?(-3)	0.237462	0.079864	2.973309	0.0075
Fixed Effects (Cross)				
_AT--C	-0.165431			
_BE--C	0.144012			
_DK--C	0.016202			
_GR--C	-0.096280			
_FI--C	0.153764			
_FR--C	0.221640			
_DE--C	-0.021863			
_IT--C	-0.269986			
_NL--C	0.025538			
_PT--C	-0.094834			
_ES--C	-0.019400			
_SE--C	0.106639			
Fixed Effects (Period)				
2000--C	0.064099			
2001--C	0.038687			
2002--C	-0.050713			
2003--C	-0.052073			
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
Period fixed (dummy variables)				

Sources of Business Financing in the E.U- The Role of the Institutional Environment

R-squared	0.990368	Mean dependent var	0.504245
Adjusted R-squared	0.977366	S.D. dependent var	0.113436
S.E. of regression	0.017066	Akaike info criterion	-5.012263
Sum squared resid	0.005825	Schwarz criterion	-3.920730
Log likelihood	148.2943	F-statistic	76.16718
Durbin-Watson stat	1.978865	Prob(F-statistic)	0.000000

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

ΠΙΝΑΚΑΣ 8

Dependent Variable: L?

Method: Pooled Least Squares

Date: 06/05/08 Time: 18:04

Sample (adjusted): 2000 2003

Included observations: 4 after adjustments

Cross-sections included: 12

Total pool (balanced) observations: 48

Cross-section SUR (PCSE) standard errors & covariance (d.f. corrected)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.467738	0.056350	8.300529	0.0000
X ₃ ?	0.089517	0.045864	1.951792	0.0627
X ₄ ?	-0.158653	0.071753	-2.211107	0.0368
DX ₆ ?(+1)	0.113753	0.036648	3.103956	0.0048
DX ₃ ?(-2)	-0.094949	0.032935	-2.882866	0.0082
DX ₆ ?(-2)	-0.033402	0.013805	-2.419609	0.0235
DX ₃ ?(+2)	0.078162	0.033240	2.351445	0.0272
DX ₆ ?(+2)	0.255865	0.106881	2.393925	0.0248
DX ₃ ?(-3)	-0.096235	0.026715	-3.602267	0.0014
DX ₆ ?(+3)	0.207027	0.079688	2.597958	0.0158
Fixed Effects (Cross)				
_AT--C	0.232761			
_BE--C	-0.047485			
_DK--C	0.015289			
_GR--C	0.075575			
_FI--C	-0.134871			
_FR--C	-0.253432			
_DE--C	0.015553			
_IT--C	0.113510			

Sources of Business Financing in the E.U- The Role of the Institutional Environment

_NL--C	-0.006976
_PT--C	0.028366
_ES--C	0.004029
_SE--C	-0.042319

Fixed Effects (Period)

2000--C	-0.074718
2001--C	-0.018111
2002--C	0.051261
2003--C	0.041569

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

Period fixed (dummy variables)

R-squared	0.988712	Mean dependent var	0.379402
Adjusted R-squared	0.977895	S.D. dependent var	0.108014
S.E. of regression	0.016059	Akaike info criterion	-5.118214
Sum squared resid	0.006190	Schwarz criterion	-4.182614
Log likelihood	146.8371	F-statistic	91.40056
Durbin-Watson stat	2.012352	Prob(F-statistic)	0.000000

Durbin-Watson stat 1.746866 Prob(F-statistic) 0.000000

ΠΙΝΑΚΑΣ 9

Method: Pooled Least Squares

Date: 06/05/08 Time: 18:06

Sample (adjusted): 2000 2003

Included observations: 4 after adjustments

Cross-sections included: 12

Total pool (balanced) observations: 48

Cross-section SUR (PCSE) standard errors & covariance (d.f. corrected)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.592909	0.101959	5.815152	0.0000
X ₃ ?	-0.307076	0.069619	-4.410840	0.0002
X ₄ ?	0.153215	0.060425	2.535642	0.0179
X ₆ ?	0.112951	0.047790	2.363473	0.0262
DX ₃ ?(+1)	-0.162681	0.044659	-3.642725	0.0012
DX ₃ ?(-2)	0.069059	0.014985	4.608421	0.0001
DX ₃ ?(+2)	-0.268478	0.062925	-4.266618	0.0002
DX ₃ ?(-3)	0.063860	0.013766	4.639097	0.0001
DX ₃ ?(+3)	-0.131051	0.046202	-2.836452	0.0089
Fixed Effects (Cross)				
_AT--C	-0.228352			
_BE--C	0.152539			
_DK--C	0.004862			
_GR--C	-0.086106			
_FI--C	0.187648			
_FR--C	0.230666			
_DE--C	-0.106450			
_IT--C	-0.157901			
_NL--C	0.001771			
_PT--C	-0.080268			
_ES--C	0.052552			
_SE--C	0.029039			
Fixed Effects (Period)				
2000--C	0.089814			
2001--C	0.016303			
2002--C	-0.053460			
2003--C	-0.052657			

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

Period fixed (dummy variables)

R-squared	0.978699	Mean dependent var	0.504245
Adjusted R-squared	0.959954	S.D. dependent var	0.113436
S.E. of regression	0.022700	Akaike info criterion	-4.426883
Sum squared resid	0.012882	Schwarz criterion	-3.530266
Log likelihood	129.2452	F-statistic	52.21145

ΠΙΝΑΚΑΣ 10

Dependent Variable: L?
 Method: Pooled Least Squares
 Date: 06/05/08 Time: 18:14
 Sample (adjusted): 2001 2003
 Included observations: 3 after adjustments
 Cross-sections included: 12
 Total pool (balanced) observations: 36
 Cross-section SUR (PCSE) standard errors & covariance (d.f. corrected)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.403075	0.031784	12.68175	0.0000
X ₁ ?	0.076718	0.009013	8.512032	0.0000
X ₄ ?	-0.073268	0.013987	-5.238432	0.0001
DX ₆ ?(-2)	-0.076067	0.014612	-5.205841	0.0001
DX ₆ ?(+2)	0.141701	0.048668	2.911591	0.0107
DX ₆ ?(-3)	-0.096117	0.018801	-5.112297	0.0001
DX ₆ ?(+3)	0.156136	0.036579	4.268422	0.0007
DX ₆ ?(-4)	-0.145376	0.026294	-5.528876	0.0001
Fixed Effects (Cross)				
_AT—C	0.233093			
_BE—C	-0.024137			
_DK—C	0.028865			
_GR—C	0.090345			
_FI—C	-0.130532			
_FR—C	-0.214057			
_DE—C	-0.001720			
_IT—C	0.112225			
_NL—C	-0.091344			
_PT—C	-0.011185			
_ES—C	0.039258			
_SE—C	-0.030811			
Fixed Effects (Period)				
2001—C	-0.025267			
2002—C	0.024102			
2003—C	0.001165			

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

Period fixed (dummy variables)

R-squared	0.993101	Mean dependent var	0.391463
Adjusted R-squared	0.983902	S.D. dependent var	0.102813

Sources of Business Financing in the E.U- The Role of the Institutional Environment

S.E. of regression	0.013045	Akaike info criterion	-5.549676
Sum squared resid	0.002552	Schwarz criterion	-4.625957
Log likelihood	120.8942	F-statistic	107.9598
Durbin-Watson stat	2.814412	Prob(F-statistic)	0.000000

ΠΙΝΑΚΑΣ 11

Dependent Variable: E?

Method: Pooled Least Squares

Date: 06/05/08 Time: 18:16

Sample (adjusted): 2001 2003

Included observations: 3 after adjustments

Cross-sections included: 12

Total pool (balanced) observations: 36

Cross-section SUR (PCSE) standard errors & covariance (d.f. corrected)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.399688	0.088324	4.525237	0.0004
X ₁ ?	-0.088461	0.027424	-3.225644	0.0057
X ₄ ?	0.137638	0.040330	3.412756	0.0039
DX ₆ ?(-2)	0.061168	0.015421	3.966607	0.0012
DX ₆ ?(+2)	-0.134906	0.083074	-1.623938	0.1252
DX ₆ ?(-3)	0.071885	0.020790	3.457677	0.0035
DX ₆ ?(+3)	-0.164713	0.060069	-2.742040	0.0151
DX ₆ ?(-4)	0.089777	0.030034	2.989200	0.0092
Fixed Effects (Cross)				
_AT--C	-0.224862			
_BE--C	0.077210			
_DK--C	-0.064251			
_GR--C	-0.022552			
_FI--C	0.138749			
_FR--C	0.220127			
_DE--C	-0.057768			
_IT--C	-0.072743			
_NL--C	-0.017724			
_PT--C	0.029091			
_ES--C	0.019819			
_SE--C	-0.025097			
Fixed Effects (Period)				
2001--C	0.035691			
2002--C	-0.030942			
2003--C	-0.004749			

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

Period fixed (dummy variables)

R-squared	0.985764	Mean dependent var	0.488338
Adjusted R-squared	0.966783	S.D. dependent var	0.104498
S.E. of regression	0.019045	Akaike info criterion	-4.792777
Sum squared resid	0.005441	Schwarz criterion	-3.869057
Log likelihood	107.2700	F-statistic	51.93319
Durbin-Watson stat	2.879610	Prob(F-statistic)	0.000000

Dependent Variable: L? ΠΙΝΑΚΑΣ12
 Method: Pooled Least Squares 0.049593
 Date: 06/05/2011 Time: 18:18 -0.068949
 Sample adjusted (PCSE) 2003
 Included observations: 4 after adjustment
 Cross-sections included: 12 0.008047
 Total pool (unadjusted) observations: 48
 Cross-section SUR (PCSE) standard errors & covariance (d.f. corrected)

Effects Specification

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
Period fixed (Dummy variables)	-0.032564	0.203163	-0.160284	0.8743
X ₁ ?	0.544510	0.077527	7.023489	0.0000
R-squared	0.985764	Mean dependent var	2.769809	0.370422
Adjusted R-squared	0.966783	S.D. dependent var	-3.572969	0.100026
S.E. of regression	0.019045	Akaike info criterion	5.980420	-5.940000
Sum squared resid	0.005441	Schwarz criterion	-3.426530	-4.810025
Log likelihood	107.2700	F-statistic	51.93319	166.4699
Durbin-Watson stat	2.879610	Prob(F-statistic)	-1.361754	0.000002
DX ₁ ?(+2)	0.237541	0.030363	7.823341	0.0000
DX ₂ ?(+2)	0.019253	0.014475	1.330095	0.1992
DX ₄ ?(+2)	-0.298384	0.072552	-4.112699	0.0006
DX ₂ ?(-3)	0.057048	0.044749	1.274833	0.2177
DX ₁ ?(+3)	0.140766	0.018619	7.560516	0.0000
DX ₂ ?(+3)	-0.060139	0.012158	-4.946629	0.0001
DX ₄ ?(+3)	-0.258862	0.037726	-6.861664	0.0000
Fixed Effects (Cross)				
_AT--C	0.269529			
_BE--C	-0.028007			
_DK--C	0.009771			
_GR--C	0.120553			
_FI--C	-0.165990			
_FR--C	-0.163580			
_DE--C	-0.045349			
_IT--C	0.132302			
_NL--C	-0.081619			

Sources of Business Financing in the E.U- The Role of the Institutional Environment

_PT--C	0.051262
_ES--C	-0.037192
_SE--C	0.036042
Fixed Effects (Period)	
2000--C	-0.014016
2001--C	0.007757
2002--C	-0.021406
2003--C	0.027665

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

Period fixed (dummy variables)

ΠΙΝΑΚΑΣ 13				
Dependent Variable E?	0.994166	Mean dependent var	0.504245	
Adjusted R-squared	0.986289	S.D. dependent var	0.113436	
Date of observation	Time: 18:21	Akaike info criterion	-5.513528	
Sample (adjusted)	2000 2003	Schwarz criterion	-4.421994	
Included observations	4 after adjustment	F-statistic	126.2194	
Excluded observations	12	Prob(F-statistic)	0.000000	

Total pool (balanced) observations: 48

Cross-section SUR (PCSE) standard errors & covariance (d.f. corrected)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.043477	0.271045	3.849830	0.0010
X ₁ ?	-0.750952	0.117283	-6.402905	0.0000
X ₄ ?	0.367913	0.114602	3.210359	0.0044
DX ₂ ?(-1)	0.186787	0.045548	4.100867	0.0006
DX ₁ ?(+1)	-0.486840	0.087492	-5.564378	0.0000
DX ₂ ?(+1)	-0.034478	0.015241	-2.262114	0.0350
DX ₄ ?(+1)	0.511955	0.127126	4.027140	0.0007
DX ₁ ?(-2)	0.141759	0.078643	1.802562	0.0865
DX ₁ ?(+2)	-0.376588	0.037937	-9.926562	0.0000
DX ₂ ?(-3)	-0.067738	0.035088	-1.930524	0.0678
DX ₄ ?(+2)	0.387487	0.097761	3.963602	0.0008
DX ₁ ?(+3)	-0.249399	0.026659	-9.355108	0.0000
DX ₂ ?(+3)	0.103441	0.017943	5.765006	0.0000
DX ₄ ?(+3)	0.283284	0.050700	5.587495	0.0000

Fixed Effects (Cross)

_AT--C	-0.269981
_BE--C	0.085558
_DK--C	-0.013709
_GR--C	-0.099013
_FI--C	0.206262
_FR--C	0.163590
_DE--C	0.001186
_IT--C	-0.148325
_NL--C	0.024320

ΠΙΝΑΚΑΣ 14

Dependent Variable: L'
 Method: Pooled Least Squares
 Date: 06/05/08 Time: 18:28
 Sample: 1996 2006
 Included observations: 11
 Cross-sections included: 12
 Total pool (unbalanced) observations: 131

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.689551	0.080431	8.573153	0.0000
X ₁ ?	-0.304253	0.094443	-3.221540	0.0017
X ₂ ?	0.000976	0.041868	0.023312	0.9814
X ₃ ?	0.158924	0.056853	2.795321	0.0062
X ₄ ?	-0.052483	0.064025	-0.819717	0.4143
X ₅ ?	0.074149	0.058622	1.264870	0.2088
X ₆ ?	0.028713	0.039061	0.735087	0.4640
Fixed Effects (Cross)				
_AU--C	-0.012623			
_BG--C	-0.007969			
_DEN--C	-0.027304			
_GR--C	-0.116142			
_FIN--C	-0.111105			
_FR--C	-0.172869			
_DE--C	-0.082274			
_IT--C	-0.011767			
_NET--C	0.200701			
_PO--C	0.174835			
_SP--C	-0.004439			
_SW--C	0.180908			
Fixed Effects (Period)				
1996--C	0.122100			
1997--C	-0.173473			
1998--C	-0.127698			
1999--C	-0.075647			
2000--C	-0.038291			
2001--C	0.001593			
2002--C	0.042634			
2003--C	0.021219			
2004--C	0.032500			
2005--C	0.088504			
2006--C	0.106559			

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

Period fixed (dummy variables)

R-squared	0.850772	Mean dependent var	0.619865
Adjusted R-squared	0.811654	S.D. dependent var	0.147816
S.E. of regression	0.064151	Akaike info criterion	-2.468156
Sum squared resid	0.423875	Schwarz criterion	-1.853610
Log likelihood	189.6642	F-statistic	21.74892
Durbin-Watson stat	1.121450	Prob(F-statistic)	0.000000

ΠΙΝΑΚΑΣ 15

Dependent Variable: E'?

Method: Pooled Least Squares

Date: 06/05/08 Time: 18:30

Sample (adjusted): 1997 2006

Included observations: 10 after adjustments

Cross-sections included: 12

Total pool (unbalanced) observations: 119

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.154812	0.267386	0.578982	0.5640
X ₄ ?	0.562208	0.221235	2.541229	0.0127
E?(-1)	0.291760	0.062733	4.650824	0.0000
X ₂ ?(-1)	-0.209202	0.094680	-2.209558	0.0295
Fixed Effects (Cross)				
_AU--C	-0.537465			
_BG--C	0.151416			
_DEN--C	-0.400826			
_GR--C	-0.164836			
_FIN--C	0.287493			
_FR--C	0.735901			
_DE--C	-0.222968			
_IT--C	-0.152786			
_NET--C	0.025353			
_PO--C	0.135281			
_SP--C	-0.112890			
_SW--C	0.176592			
Fixed Effects (Period)				
1997--C	-0.259885			
1998--C	-0.001997			
1999--C	0.098814			
2000--C	0.389458			
2001--C	0.117136			
2002--C	-0.046445			
2003--C	-0.204639			
2004--C	-0.089032			
2005--C	-0.067469			
2006--C	0.064059			

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

Period fixed (dummy variables)

R-squared	0.883261	Mean dependent var	0.966948
Adjusted R-squared	0.854998	S.D. dependent var	0.500086
S.E. of regression	0.190428	Akaike info criterion	-0.300968
Sum squared resid	3.444978	Schwarz criterion	0.259528
Log likelihood	41.90757	F-statistic	31.25136

Durbin-Watson stat	1.515491	Prob(F-statistic)	0.000000
--------------------	----------	-------------------	----------

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

ΠΙΝΑΚΑΣ 16

Dependent Variable: L'?

Method: Pooled Least Squares

Date: 06/05/08 Time: 18:33

Sample (adjusted): 1996 2002

Included observations: 7 after adjustments

Cross-sections included: 12

Total pool (unbalanced) observations: 83

Cross-section SUR (PCSE) standard errors & covariance (d.f. corrected)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.957913	0.146290	6.548066	0.0000
X ₁ ?	-0.371816	0.100156	-3.712346	0.0005
X ₄ ?	-0.167695	0.056836	-2.950491	0.0046
X ₆ ?	0.216150	0.104572	2.066998	0.0433
DX ₃ ?(+1)	-0.258240	0.026463	-9.758658	0.0000
DX ₆ ?(+1)	0.145307	0.079859	1.819549	0.0741
DX ₆ ?(+2)	0.237375	0.079851	2.972739	0.0043
DX ₆ ?(+3)	0.147246	0.063248	2.328082	0.0235
DX ₆ ?(+4)	0.172355	0.049932	3.451822	0.0011
Fixed Effects (Cross)				
_AU--C	0.022766			
_BG--C	0.052342			
_DEN--C	-0.022022			
_GR--C	-0.163453			
_FIN--C	-0.074960			
_FR--C	-0.202113			
_DE--C	-0.105438			
_IT--C	-0.084387			
_NET--C	0.340007			
_PO--C	0.105223			
_SP--C	-0.019171			
_SW--C	0.185495			
Fixed Effects (Period)				
1996--C	0.217253			
1997--C	-0.171799			
1998--C	-0.123899			
1999--C	-0.067890			
2000--C	-0.016181			
2001--C	0.051645			
2002--C	0.110871			

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

Period fixed (dummy variables)

R-squared 0.905731 Mean dependent var 0.595541

Sources of Business Financing in the E.U- The Role of the Institutional Environment

Adjusted R-squared	0.864385	S.D. dependent var	0.148236
S.E. of regression	0.054590	Akaike info criterion	-2.727232
Sum squared resid	0.169861	Schwarz criterion	-1.969523
Log likelihood	139.1801	F-statistic	21.90606
Durbin-Watson stat	2.002455	Prob(F-statistic)	0.000000

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

ΠΙΝΑΚΑΣ 17

Dependent Variable: E'?

Method: Pooled Least Squares

Date: 06/05/08 Time: 18:36

Sample (adjusted): 2000 2003

Included observations: 4 after adjustments

Cross-sections included: 12

Total pool (unbalanced) observations: 47

Cross-section SUR (PCSE) standard errors & covariance (d.f. corrected)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-1.435099	1.163585	-1.233343	0.2294
X ₂ ?	-2.019089	0.637917	-3.165126	0.0042
X ₄ ?	1.824671	0.660785	2.761371	0.0109
X ₆ ?	1.285586	0.534963	2.403130	0.0243
DX ₆ ?(-1)	0.330837	0.065997	5.012912	0.0000
DX ₆ ?(+1)	1.876571	0.381607	4.917554	0.0001
DX ₆ ?(-2)	0.255439	0.129486	1.972721	0.0602
DX ₆ ?(+3)	-0.905532	0.529768	-1.709300	0.1003
DX ₆ ?(-3)	0.270816	0.123934	2.185169	0.0389
Fixed Effects (Cross)				
_AU--C	-1.209454			
_BG--C	0.253455			
_DEN--C	-1.329584			
_GR--C	0.954752			
_FIN--C	0.001851			
_FR--C	1.645790			
_DE--C	-0.740715			
_IT--C	0.690421			
_NET--C	-0.764187			
_PO--C	1.269742			
_SP--C	-0.673097			
_SW--C	-0.306091			
Fixed Effects (Period)				
2000--C	0.380983			
2001--C	0.153539			
2002--C	-0.119158			
2003--C	-0.415365			

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

Period fixed (dummy variables)

R-squared	0.940636	Mean dependent var	1.101288
Adjusted R-squared	0.886220	S.D. dependent var	0.596374
S.E. of regression	0.201165	Akaike info criterion	-0.062756
Sum squared resid	0.971214	Schwarz criterion	0.842635

Sources of Business Financing in the E.U- The Role of the Institutional Environment

Log likelihood	24.47477	F-statistic	17.28583
Durbin-Watson stat	1.501194	Prob(F-statistic)	0.000000

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

REFERENCES

1. *"Financing decisions : who issues stock?"*, **Eugene F. Fama** και **Kenneth R. French(2004)** , Journal of Financial Economics, Vol.76, No.3, June 2005, pp. 549-582
2. *" A new test of Capital Structure"*, **Colin Mayer** και **Oren Sussman(2004)**, C.E.P.R. Discussion Papers: 4239, 2004
3. *"Testing the Pecking Order Theory of Capital Structure"*, **Murray Z. Frank** και **Vidhan K. Goyal (2002)**, Journal of Financial Economics, Vol.67, No.2, February 2003, pp.217-248
4. *"Corruption"*, **Andrei Shleifer** και **Robert W. Vishny(1993)**, The Quarterly Journal of Economics, Vol. 108, No.3 (Aug., 1993), pp.599-617
5. *"Law and Finance"*, **Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, Robert W. Vishny (1998)**, The Journal of Political Economy, Vol.106, No.6.(Dec., 1998), pp.1113-1155
6. *"A Survey of Corporate Governance"*, **Andrei Shleifer** και **Robert W. Vishny (1997)** ,The Journal of Finance, Vol.52, No.2 (Jun., 1997), pp. 737-783
7. *"Large Shareholders and Corporate Control"*, **Andrei Shleifer** και **Robert W. Vishny(1998)** ,The Journal of Political Economy, Vol 94, No.3, Part 1 (Jun., 1986), pp. 461-488

8. *"Judicial Checks and Balances"*, **Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Christian Pop-Eleches, Andrei Shleifer (2004)**, The Journal of Political Economy, Vol.112, No.2 (Apr.,2004), pp. 445-470
9. *"Legal Determinants of External Finance"*, **Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, Robert W. Vishny (1997)**, The Journal of Finance, Vol.52, No.3, Papers and Proceedings Fifty-Seventh Annual Meeting, American Finance Association, New Orleans, Louisiana January 4-6, 1997.(Jul.,1997), pp.1131-1150
10. *"Investor Protection and Corporate Valuation"*, **Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, Robert W. Vishny (2002)**, The Journal of Finance, Vol.57, No3, pp.1147-1170 , June 2002
11. *"How Laws and Institutions Shape Financial Contracts : The Case of Bank Loans"*, **Jun Qian και Philip E. Strahan** , The Journal of Finance , Vol.LXII, December 2007
12. *"Governance Indicators : Where Are We, Where Should We Be Going?"* ,**Daniel Kaufmann, Aart Kraay** , Policy Research Working Paper 4370, The World Bank, 2007
13. *"Governance Matters VI : Aggregate and Individual Governance Indicators 1996-2006"*, ,**Daniel Kaufmann, Aart Kraay, Massimo Mastruzzi**, Policy Research Working Paper 4280, The World Bank, 2007

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1. *"The Economics of Money, Banking, and Financial Markets"*, **Frederic S. Mishkin**, 6th edition, chapters: 8, 9, 11
Addison Wesley Longman, 2001, U.S.A
2. *"Emerging Financial Markets"*, **Charles Calomiris & David Beim**, chapters: 2, 3, 4, 5
Irwin-Mc Graw Hill, New York, 2001

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ