



# Ποιότητα των θεσμών και βαθμοί πιστοληπτικής ικανότητας

---

**Κουρέλης Ταξιάρχης**

Επιβλέπων Καθηγητής: Α. Α. Αντζουλάτος

Μέλη επιτροπής: Δ. Βολιώτης

Α. Μπότσαρη

Πανεπιστήμιο Πειραιώς, Ιανουάριος 2016

## Περίληψη:

Ο σκοπός της εργασίας αυτής είναι να εξετάσει τους κύριους προσδιοριστικούς παράγοντες των εταιρικών βαθμών πιστοληπτικής αξιολόγησης και ειδικότερα ποια είναι η συνεισφορά της ποιότητας του θεσμικού πλαισίου σε αυτή. Ακολουθώντας την προηγούμενη βιβλιογραφία, οι παράγοντες που χρησιμοποιούνται είναι διάφοροι χρηματοοικονομικοί δείκτες, όπως είναι η εταιρική μόχλευση και μακροοικονομικά στοιχεία της χώρας που βρίσκεται η εταιρεία όπως είναι η αύξηση του ΑΕΠ. Όσο αναφορά την ποιότητα του θεσμικού πλαισίου, η μέτρηση του γίνεται σύμφωνα με το δείκτη οικονομικής ελευθερίας του ινστιτούτου Fraser. Τα αποτελέσματα αυτής της μελέτης δείχνουν ότι τελικά η συνεισφορά του δείκτη αυτού έχει μια σημαντική αρνητική συνεισφορά στη διαδικασία της πιστοληπτικής αξιολόγησης, χωρίς βέβαια όμως αυτό να αποτελεί κάτι παράλογο. Οι υπόλοιποι προσδιοριστικοί παράγοντες που εξετάστηκαν επαληθεύουν τα αποτελέσματα της προηγούμενης βιβλιογραφίας.

Λέξεις κλειδιά: θεσμικό πλαίσιο, πιστοληπτική ικανότητα, οίκοι αξιολόγησης, εταιρείες, χώρες ΟΟΣΑ, αξιολόγηση εταιρείας

## Πίνακας περιεχομένων

1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ: Ο ρόλος της πληροφόρησης.....	3
2. ΒΑΘΜΟΙ ΠΙΣΤΟΛΗΠΤΙΚΗΣ ΙΚΑΝΟΤΗΤΑΣ .....	7
2.1 . Οίκοι αξιολόγησης: Το γενικό πλαίσιο .....	7
2.2 .Οίκοι αξιολόγησης και ασύμμετρη πληροφόρηση .....	10
2.3. Κριτική στους οίκους αξιολόγησης .....	11
3. ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΤΙΚΟΙ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ-ΕΜΠΕΙΡΙΚΕΣ ΜΕΛΕΤΕΣ .....	15
3.1. Χρηματοοικονομικοί δείκτες .....	15
3.2. Εταιρική διακυβέρνηση .....	17
3.3. Μακροοικονομικοί παράγοντες .....	19
3.4. Αδυναμίες των αξιολογήσεων .....	21
4. ΠΟΙΟΤΗΤΑ ΤΩΝ ΘΕΣΜΩΝ-ΕΜΠΕΙΡΙΚΕΣ ΜΕΛΕΤΕΣ.....	24
4.1. Ποιότητα των θεσμών και οικονομική ανάπτυξη .....	24
4.2. Δείκτες ποιότητας των θεσμών .....	32
5. ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ .....	36
5.1. Περιγραφή δείγματος .....	36
5.2. Περιγραφή προσδιοριστικών παραγόντων .....	38
5.3. Αποτελέσματα.....	42
6. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ .....	46
7. ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	47
8. ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ.....	50
8.1. Πίνακας 1 . Σύστημα αξιολόγησης Moody's, Standard & Poor's και Fitch.....	50
8.2. Πίνακας 2. Χώρες του ΟΟΣΑ.....	51
8.3. Πίνακας 3. Εταιρείες που επιλέχθηκαν στο δείγμα .....	52
8.4. Πίνακας 4. Ποσοτικοποίηση της αξιολόγησης Moody's .....	58
8.5. Πίνακας 5. Ο δείκτης οικονομικής ελευθερίας του ινστιτούτου Fraser.....	59

## 1. Ο ΡΟΛΟΣ ΤΗΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΗΣΗΣ

Η πληροφόρηση διαδραματίζει ιδιαίτερα σημαντικό ρόλο στην λήψη χρηματοοικονομικών (και μη) αποφάσεων καθώς η ορθή χρήση της οδηγεί τους έχοντες δρώντες σε δυνητικά πλεονεκτική θέση. Συγκεκριμένα η άνιση κατανομή πληροφοριών μεταξύ δύο πλευρών σε μια οικονομική συναλλαγή αναφέρεται στην ασύμμετρη πληροφόρηση. Για παράδειγμα, στην αγορά πιστώσεων ο δανειζόμενος είναι πολύ καλύτερα πληροφορημένος όσον αναφορά τις ικανότητες του και την προθυμία του να αποπληρώσει το δάνειο που παίρνει, σε σχέση με των δανειζων. Οι επιπτώσεις της ασύμμετρης πληροφόρησης είναι ιδιαίτερα σημαντικές και δημιουργούν δύο προβλήματα προς επίλυση στην οικονομία, τη δυσμενή επιλογή (adverse selection) και τον ηθικό κίνδυνο (moral hazard).

Εν συνεχεία του παραπάνω παραδείγματος, οι τράπεζες αντιμετωπίζουν παρόμοιο πρόβλημα πληροφόρησης και έτσι αποτυγχάνουν να ξεχωρίσουν τους χαμηλού από τους υψηλού κινδύνου δανειζόμενους. Απόρροια αυτού είναι οι τράπεζες να αντιμετωπίζουν τους δύο ειδών δανειζόμενους ως ένα, προσφέροντας τους ένα ενιαίο επιτόκιο το οποίο αντανακλά τον μέσο κίνδυνο. Ανάμεσα στους δύο δανειζόμενους, οι τράπεζες σίγουρα θα προτιμούσαν τους πρώτους ενώ τους άλλους θα προτιμούσαν να τους αποφύγουν από πελάτες. Το επιτόκιο όμως που θα προσφέρουν οι τράπεζες θα είναι υψηλό για τους χαμηλού κινδύνου δανειζόμενους, με αποτέλεσμα να χορηγηθούν με δάνεια οι υψηλού κινδύνου δανειζόμενοι και οι τράπεζες να πέφτουν θύματα της δυσμενής επιλογής.

Με την χορήγηση των δανείων όμως δεν έρχεται και το πέρας των προβλημάτων για τις τράπεζες, οι οποίες αντιμετωπίζουν και τον ηθικό κίνδυνο των δανειζόμενων. Η πηγή του ηθικού κινδύνου είναι το διαφορετικό κίνητρο που διαθέτουν οι δανειζόμενοι σε σχέση με τις τράπεζες, μιας και είναι διατεθειμένοι να προβούν σε ενέργειες που αυξάνουν μεν την ευημερία τους, μειώνοντας την πιθανότητα εξυπηρέτησης και αποπληρωμής των δανείων τους δε. Τελικά η ύπαρξη ασύμμετρης πληροφόρησης ίσως οδηγήσει μέχρι και το "κλείσιμο" των αγορών, αφήνοντας εταιρείες με καλά επενδυτικά σχέδια χωρίς χρηματοδότηση που θα χρηματοδοτούνταν σε αντίθετη περίπτωση και εις βάρος (κυρίως μακροχρόνια) του κοινωνικού συνόλου.

Ένας άλλος τρόπος για να γίνει κατανοητό το πρόβλημα της δυσμενής επιλογής είναι μέσω του υποδείγματος του George Akerlof, γνωστό και ως lemons problem, το οποίο του απέφερε και το nobel στα οικονομικά το 2001. Ο Akerlof χρησιμοποιεί στο υπόδειγμα του την αγορά μεταχειρισμένων αυτοκινήτων και την ορολογία των πωλητών τους, η οποία θα χρησιμοποιηθεί στη συνέχεια κατά κόρον, όπου τα "λεμόνια" (lemons) αναφέρονται στα μεταχειρισμένα αυτοκίνητα τα οποία έχουν προβλήματα και τα "ροδάκινα"

(peaches) αναφέρονται σε εκείνα τα οποία είναι σε καλή κατάσταση. Μέσα από αυτό το υπόδειγμα, κατάφερε να αναδείξει την ασύμμετρη πληροφόρηση που υπάρχει ανάμεσα στους πωλητές και τους αγοραστής, αφού οι μεν γνωρίζουν εκ των προτέρων την ποιότητα των αυτοκινήτων ενώ οι δε την μαθαίνουν στην πορεία και συγκεκριμένα μετά την αγορά. Οπότε, εάν το αυτοκίνητο είναι “λεμόνι” ο πωλητής είναι περισσότερο πρόθυμος να το πουλήσει, ιδίως σε μια τιμή που ενδεχομένως θα δεχτεί ο αγοραστής.

Η τιμή που θα πουληθεί το αυτοκίνητο θα βρίσκεται κάπου ανάμεσα στην τιμή ενός “ροδάκινου” και ενός “λεμονιού”, μιας και υπάρχει ασύμμετρη πληροφόρηση ως προς την ποιότητα του αυτοκινήτου από τον αγοραστή. Δηλαδή ο αγοραστής θα πρέπει να γνωρίζει εκ των προτέρων πως υπάρχει αυξημένη πιθανότητα το όχημα που αγόρασε να μην είναι καλής ποιότητας και η τιμή συναλλαγής θα είναι αισθητά υψηλότερη από την πραγματική τιμή του.

Στην αντίθετη περίπτωση που έχουμε ένα καλής ποιότητας αυτοκίνητο, η τιμή που θα ήταν διατεθειμένος να προσφέρει ο αγοραστής είναι μικρότερη από την πραγματική του αξία και επομένως ο πωλητής δεν θα είναι διατεθειμένος να το πουλήσει. Τα κύρια συμπεράσματα που μπορούμε να εξάγουμε είναι τα ακόλουθα: η τιμή των μεταχειρισμένων αυτοκινήτων θα μειωθεί (προς όφελος των πωλητών έναντι των αγοραστών) και ακόμη υπάρχει η περίπτωση να κλείσουν οι αγορές.

Επομένως, η χαμηλή τιμή που αντανακλά την αυξημένη πιθανότητα το μεταχειρισμένο αυτοκίνητο να μην είναι “ροδάκινο” σε συνδυασμό με το γεγονός ότι οι πωλητές είναι απρόθυμοι να πουλήσουν σε χαμηλές τιμές τα αυτοκίνητα, οδηγεί τόσο από την πλευρά των αγοραστών όσο και από την πλευρά των πωλητών σε μείωση των συναλλαγών και μάλιστα θα μπορούσαμε να οδηγηθούμε μέχρι και σε παύση οικονομικών συναλλαγών. Η ύπαρξη ασύμμετρης πληροφόρησης, όπως και σε κάθε αγορά, δεν επιτρέπει την αποτελεσματική και ομαλή λειτουργία της συγκεκριμένης αγοράς και η θεσμική παρέμβαση θα πρέπει να θεωρείται δεδομένη, έτσι ώστε να επανέλθει η ισορροπία.

Τα προϊόντα που υπάρχουν όμως στην αγορά δεν είναι όλα ίδια. Υπάρχει μια κατηγορία, τα χρηματοοικονομικά προϊόντα, τα οποία διαφέρουν από τα υπόλοιπα, καθώς δεν διαθέτουν φυσική υπόσταση και κυρίως είναι υποσχέσεις. Η ύπαρξη κινδύνου σε συνδυασμό με τις υποσχέσεις για χρηματοροές και οφέλη οδηγούν σε πιθανά και όχι σίγουρα αποτελέσματα στο μέλλον. Αυτή είναι και η ειδοποιός διαφορά των χρηματοοικονομικών προϊόντων με τα υπόλοιπα αγαθά και υπηρεσίες.

Η ασύμμετρη πληροφόρηση όσο αναφορά τα συγκεκριμένα προϊόντα έχει δυσμενέστερες επιπτώσεις και αυτό μπορεί εύκολα να παρατηρηθεί με την

χρήση ενός ακόμα παραδείγματος, όπου γίνεται η σύγκριση στην αγορά ενός αυτοκινήτου και μιας μετοχής. Και για τα δύο προϊόντα ο αγοραστής έχει μια συνάρτηση ωφελείας από την οποία αναμένει να αποκομίσει κάποια έσοδα. Ιδιαίτερη σημασία για την απόφαση του αγοραστή, και στις δύο περιπτώσεις αγαθών, είναι τόσο ο ενδεδειγμένος έλεγχος του αγαθού πριν την αγορά όσο και η συνεχής παρακολούθηση της αποδόσεως του μετά. Πιο αναλυτικά, όσο αναφορά το αυτοκίνητο, τα πράγματα είναι απλά. Ο αγοραστής θα πρέπει να κάνει τον ενδεδειγμένο έλεγχο εκ των προτέρων, ενώ στη συνέχεια η απόδοση του αυτοκινήτου θα εξαρτηθεί, σε μεγάλο βαθμό τουλάχιστον, από την χρήση που κάνει στο αυτοκίνητο ο ίδιος.

Στον αντίποδα, η αγορά μιας μετοχής είναι μια συνθετότερη διαδικασία, καθώς ο ενδεδειγμένος έλεγχος και η συνεχής παρακολούθηση από μόνα τους δεν αρκούν, μιας και τα χρηματοοικονομικά προϊόντα δεν έχουν υπόσταση. Για παράδειγμα, η απόδοση της μετοχής εξαρτάται και από τις πράξεις ή τις παραλείψεις του πωλητή. Παρατηρούμε λοιπόν, ότι η εκ των προτέρων ανάλυση είναι πολύ δυσκολότερη στην περίπτωση που γίνει η αγορά ενός χρηματοοικονομικού προϊόντος σε σχέση με την αντίστοιχη αγορά ενός άλλου προϊόντος ή υπηρεσίας (όπως δείξαμε στο παραπάνω παράδειγμα με το αυτοκίνητο). Αυτό οφείλεται κυρίως στην φύση των αγαθών όπως επίσης και στη δυσκολότερη διαδικασία που απαιτείται για την παρακολούθηση αλλά και τον επηρεασμό των αποφάσεων των πωλητών. Εκτός από αυτά όμως, δεν πρέπει να ξεχνάμε και την ύπαρξη κινδύνου στα χρηματοοικονομικά προϊόντα αφού οι αγορές είναι δύσκολο να προβλεπτούν.

Η απαιτούμενη πληροφόρηση όμως δεν διατίθεται δωρεάν, αλλά κοστίζει στο δυνητικό αγοραστή και μάλιστα μερικές φορές αδρά. Η συλλογή και η ανάλυση της πληροφορίας θα πρέπει να ληφθεί υπόψη στην ανάλυση κόστους-ωφελείας. Τέλος ένα ακόμη σημαντικό κόστος αποτελεί και το κόστος που προκύπτει από την ασύμμετρη πληροφόρηση και σίγουρα θα πρέπει να συμπεριληφθεί και αυτό στην ανάλυση.

Συνολικά η ασύμμετρη πληροφόρηση, περισσότερο ή λιγότερο, εμφανίζεται σε ολόκληρο το χρηματοοικονομικό σύστημα. Στην μέχρι τώρα ανάλυση μας ωστόσο, δεν έχει δοθεί έμφαση σε ένα "παίκτη" μείζονος σημασίας για την σταθερότητα και την ομαλή λειτουργία της οικονομίας, τις εποπτικές αρχές. Σε αντίθεση με τους άλλους δρώντες, οι εποπτικές αρχές βρίσκονται και στις δύο πλευρές της ασύμμετρης πληροφόρησης, δηλαδή τόσο σε μειονεκτική όσο και σε πλεονεκτική θέση. Αρχικά στη μειονεκτική θέση βρίσκονται, λόγω του γεγονότος ότι είναι εξαιρετικά δύσκολο να ελεγχθούν οι πράξεις των τραπεζών, η κατάσταση τους όπως επίσης και το πόσο αποτελεσματική είναι η λειτουργία τους στο πλαίσιο της κοινωνικής ευημερίας.

Στον αντίποδα, η πληθώρα πληροφοριακού υλικού που συσσωρεύουν (καθώς οι τράπεζες είναι υποχρεωμένες να δώσουν) μεταφέρουν τις αρχές και στην άλλη πλευρά, την πλεονεκτική έναντι της ασύμμετρης πληροφόρησης. Με τον μεγάλο όγκο πληροφορίας που διαθέτουν είναι δυνητικά ικανότερες να αναγνωρίσουν τους μελλοντικούς κινδύνους της οικονομίας αλλά και κάθε τράπεζας χωριστά και να επέμβουν όπου αυτό είναι απαραίτητο.

Οι εποπτικές αρχές έχουν τη δυνατότητα να δράσουν με αυστηρότητα - δείχνοντας παραδειγματικές ποινές που ίσως δημιουργήσουν περαιτέρω προβλήματα σε ολόκληρη την οικονομία - ή με επιείκεια - "χαϊδεύοντας" ουσιαστικά τους παραβάτες ή τους έχοντες αναλάβει υπέρμετρους κινδύνους και βοηθώντας τους - , χωρίς όμως αυτό βέβαια να σημαίνει αυτομάτως ότι δρουν πάντα την κατάλληλη στιγμή, όπως και δυνητικά θα όφειλαν.

Εκτός από την μη έγκαιρη παρέμβαση, έχει παρατηρηθεί ότι οι παρεμβάσεις ή μη μπορεί να κινούνται από ιδιοτελή κίνητρα κάτι που προφανώς δε συνάδει με τον λόγο ύπαρξης των ίδιων των αρχών. Το χειρότερο βέβαια είναι ότι αυτή η διακριτική μεταχείριση είναι γνωστή από τους δρώντες στο χρηματοοικονομικό σύστημα, βλάπτοντας έτσι ακόμα περισσότερο την αξιοπιστία των αρχών. Η επακόλουθη υπονόμηση του ρόλου των αρχών είναι πρόβλημα μείζονος σημασίας και οι συνέπειες για ολόκληρο το κοινωνικό σύνολο εμφανίζονται συνήθως την χειρότερη δυνατή στιγμή.

Για όλους τους παραπάνω λόγους η ύπαρξη ενός η περισσότερων ανεξάρτητων οργανισμών, οι οποίοι θα βοηθούν, στο μέτρο του δυνατού, να ελαχιστοποιούν ή να μειώνουν τα προβλήματα πληροφόρησης είναι αναγκαία. Το σκοπό αυτό προσπαθούν να υλοποιήσουν οι διεθνείς οίκοι αξιολόγησης, οι οποίοι θα αναλυθούν στην παρακάτω ενότητα.

## 2. ΒΑΘΜΟΙ ΠΙΣΤΟΛΗΠΤΙΚΗΣ ΙΚΑΝΟΤΗΤΑΣ

### 2.1. Οίκοι αξιολόγησης: Το γενικό πλαίσιο

Οι εταιρείες αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας (ή αλλιώς οίκοι αξιολόγησης) είναι ιδιωτικές εταιρείες οικονομικού ενδιαφέροντος που προσφέρουν ως επί το πλείστον συμβουλευτικές “ανεξάρτητες” και έγκυρες υπηρεσίες στη πρωτογενή και δευτερογενή αγορά. Αξιολογώντας την πιστοληπτική ικανότητα των εκάστοτε δανειζόμενων (ιδιωτών, επιχειρήσεων ή κρατών), όπως ακόμη και τα χρεόγραφα που εκδίδουν οι δανειζόμενοι παρέχουν σχετικές πληροφορίες υπέρ των ενδιαφερόντων επενδυτών, και όχι μόνο, έτσι ώστε να λαμβάνουν ασφαλέστερες χρηματοδοτικές αποφάσεις και αποφεύγοντας, στο βαθμό του δυνατού, την ασύμμετρη πληροφόρηση. Πρόκειται ουσιαστικά για ιδιωτικούς ρυθμιστές διεθνών κεφαλαιαγορών με έντονο και ιδιαίτερα σημαντικό ρόλο, μιας και οι αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας τις οποίες διενεργούν μπορούν να επηρεάσουν ακόμη και τη διεθνή αγορά.

Οι οίκοι αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας επιδρούν και στα δύο μέρη μιας πιστωτικής σχέσης, δηλαδή τόσο στο δανειστή όσο και στο δανειζόμενο. Όσο αναφορά το δανειστή, προσφέρει πληροφόρηση σχετικά με τον πιστωτικό κίνδυνο που εμπεριέχεται στις εναλλακτικές επενδυτικές ευκαιρίες, ενώ στο δανειζόμενο προσφέρει την απαραίτητη πληροφορία για να προσαρμόσει τις εσωτερικές του διαδικασίες και δραστηριότητες σύμφωνα με τα πρότυπα πιστοληπτικής ικανότητας.

Οι αξιολογήσεις πραγματοποιούνται στις μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις (ομόλογα) και στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις (συναλλαγματικές) εταιρειών, χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων και κρατών. Η πιστοληπτική διαβάθμιση του αξιογράφου αντιστοιχεί στην πιστοληπτική αξιοπιστία του, αφού βασίζεται στη δυνατότητα του δανειζόμενου να αποπληρώσει το κεφάλαιο και τους τόκους σύμφωνα με την εκάστοτε υπάρχουσα συμφωνία δανεισμού. Επηρεάζει δε άμεσα το επιτόκιο δανεισμού, έτσι ένα ομόλογο χαμηλής διαβάθμισης έχει υψηλότερο επιτόκιο (απόδοση) από ένα αντίστοιχο ομόλογο υψηλότερης διαβάθμισης, προκειμένου να προσελκύσει αγοραστές, αφού το ίδιο αποτελεί ούτως ή αλλιώς μια επισφαλή επένδυση.

Οι τρεις σημαντικότεροι διεθνείς οίκοι αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας, οι οποίοι έχουν έδρα τις ΗΠΑ, είναι :

- Moody's: είναι η πρώτη εταιρεία αξιολόγησης πιστωτικών κινδύνων. Ιδρύθηκε το 1909 από τον χρηματοοικονομικό αναλυτή John Moody και σήμερα κατέχει το 40% της παγκόσμιας αγοράς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας.



- Standard & Poor's: δημιουργήθηκε το 1941 μετά τη συγχώνευση των εταιρειών Standard Statistics Bureau (που ιδρύθηκε το 1906) και Poor's Publishing Company (που ιδρύθηκε το 1916). Σήμερα ο συγκεκριμένος οίκος αξιολόγησης κατέχει το 40% της παγκόσμιας αγοράς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας.
- Fitch Ratings: είναι ο τρίτος διεθνής οίκος πιστοληπτικής αξιολόγησης και έχει τις ρίζες του στην Fitch Publishing Company, η οποία ιδρύθηκε το 1918. Η Fitch, σήμερα, καλύπτει ένα πιο περιορισμένο μερίδιο αγοράς σε σχέση με τους άλλους οίκους, το οποίο υπολογίζεται περίπου στο 15%.

Στα πρώτα χρόνια των Moody's, Standard & Poor's και Fitch, τα έσοδα τους προερχόταν από την πώληση αξιολογήσεων πιστοληπτικής ικανότητας στους επενδυτές, κάτι που συνέβη την εποχή πριν από την ίδρυση της Αμερικάνικης Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς (SEC) το 1934, οπότε και ξεκίνησε η απαίτηση για τυποποιημένες οικονομικές καταστάσεις. Αυτές οι εκτιμήσεις έρχονταν με τη μορφή βαθμολόγησης, η οποία είναι συνήθως μια κλίμακα γραμμάτων, όπως AAA, AA, A, BBB και ούτε καθεξής (βλέπε Πίνακα 1 στο παράρτημα).

Ωστόσο, μια σημαντική αλλαγή στη σχέση μεταξύ των οίκων αξιολόγησης και των αγορών ομολόγων των ΗΠΑ σημειώθηκε κατά τη δεκαετία του 1930. Οι τραπεζικοί θεσμικοί παράγοντες ήταν πρόθυμοι να ενθαρρύνουν τις τράπεζες να επενδύουν μόνο σε ασφαλή ομόλογα και εξέδωσαν μια σειρά ρυθμιστικών διατάξεων που κορυφώθηκαν με ένα διάταγμα που απαγόρευσε στις τράπεζες να επενδύσουν σε κερδοσκοπικά επενδυτικά αξιόγραφα, όπως καθορίζονται από τα λεγόμενα αναγνωρισμένα εγχειρίδια αξιολόγησης. Τα κερδοσκοπικά αξιόγραφα ήταν κάτω του επιτρεπόμενου βαθμού επένδυσης. Έτσι, οι τράπεζες ήταν υποχρεωμένες να διαθέτουν μόνο ομόλογα που είχαν αξιολόγηση "επενδυτικού βαθμού" και πάνω, σύμφωνα με το πρότυπο της Standard & Poor's.

Με αυτούς τους κανονισμούς, οι τράπεζες δεν ήταν πλέον ελεύθερες να αναζητούν πληροφορίες σχετικά με τα ομόλογα, από οποιαδήποτε πηγή που θεωρείται αξιόπιστη. Αναγκάζονταν να χρησιμοποιούν τις αποφάσεις των συγγραφέων των αναγνωρισμένων εγχειριδίων αξιολόγησης, οι οποίοι τότε ήταν μόνο η Moody's, Standard & Poor's και η Fitch. Ουσιαστικά, οι αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας αυτών των οργανισμών, εκείνη την εποχή, είχαν επιτύχει ισχύ νόμου!

Η SEC ενίσχυσε περαιτέρω τον κεντρικό ρόλο των οίκων αξιολόγησης το 1975, όταν αποφάσισε να τροποποιήσει το ελάχιστο απαιτούμενο κεφάλαιο για τις χρηματιστηριακές εταιρείες, στις οποίες περιλαμβάνονται μεγάλες επενδυτικές τράπεζες και ασφαλιστικές εταιρείες. Με βάση το πρότυπο άλλων ρυθμιστικών αρχών, η SEC ζητούσε οι κεφαλαιακές απαιτήσεις να είναι

ευαίσθητες στην επικινδυνότητα των χαρτοφυλακίων των χρηματιστηριακών εταιρειών και ως εκ τούτου ήθελαν να χρησιμοποιήσουν αξιολογήσεις ομολόγων ως δείκτες του κινδύνου. Αλλά υπήρχε η ανησυχία ότι οι αναφορές στα αναγνωρισμένα εγχειρίδια αξιολόγησης ήταν ιδιαίτερα ασαφείς και ότι μπορούσαν να προκύψουν ψευδείς αξιολογήσεις για εταιρείες που ήταν διατεθειμένες να ανταμείψουν κατάλληλα γι 'αυτό. Για να αντιμετωπίσει αυτό το δυνητικό πρόβλημα, η SEC δημιούργησε μια νέα κατηγορία, τους Εθνικά Αναγνωρισμένους Οργανισμούς Στατιστικής Αξιολόγησης (Nationally Recognized Statistical Rating Organization - NRSRO) και αμέσως συμπεριέλαβε σ' αυτή τους οίκους αξιολόγησης: Moody's, Standard & Poor's, και Fitch. Η SEC δήλωσε ότι μόνο οι αξιολογήσεις των οργανισμών της παραπάνω κατηγορίας ήταν κατάλληλες για τον προσδιορισμό των κεφαλαιακών απαιτήσεων των χρηματιστηριακών εταιρειών. Στις αρχές της δεκαετίας του 1990, η SEC έκανε, για άλλη μια φορά, χρήση των αξιολογήσεων αυτών όταν καθόρισε τις απαιτήσεις για εμπορικά χαρτιά που προέρχονται από αμοιβαία κεφάλαια της χρηματαγοράς (Lawrence J. White 2010).

Συνοψίζοντας τα παραπάνω, οι παραπάνω ρυθμιστικοί κανόνες συνεπάγονταν ότι οι αποφάσεις των οίκων πιστοληπτικής αξιολόγησης απέκτησαν θεμελιώδη σημασία στις αγορές ομολόγων.

Οι τράπεζες και πολλά άλλα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα μπορούσαν να ικανοποιήσουν τις απαιτήσεις των ρυθμιστικών αρχών, απλά παραθέτοντας τις αξιολογήσεις των οίκων αυτών, παρά τις δικές τους αξιολογήσεις για τα ομόλογά τους. Επειδή τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα ήταν σημαντικοί συμμετέχοντες στην αγορά ομολόγων, άλλοι παράγοντες της αγοράς, τόσο οι αγοραστές όσο και οι πωλητές, έπρεπε να δώσουν ιδιαίτερη προσοχή στις ανακοινώσεις των οίκων αξιολόγησης. Η ειρωνεία της εμπιστοσύνης των ρυθμιστικών αρχών στις κρίσεις των οίκων αξιολόγησης αποκαλύπτεται από τη δήλωση που υπάρχει στο κάτω μέρος των εκθέσεων αξιολόγησης της Standard & Poor's, όπου αναφερόταν ότι: Κάθε χρήστης των πληροφοριών που περιέχονται στην παρούσα έκθεση δεν θα πρέπει να στηριχθεί σε οποιαδήποτε αξιολόγηση πιστοληπτικής ικανότητας ή άλλες απόψεις που περιέχονται, για οποιαδήποτε επενδυτική απόφαση.

Η αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας είναι υποκειμενική και αντικατοπτρίζει την επαγγελματική κρίση. Απαιτούνται αξιόπιστες πληροφορίες των ποσοτικών στοιχείων που χρησιμοποιούνται, αλλά η ερμηνεία αυτών των δεδομένων περιλαμβάνει την γνώμη αυτού που τα αξιολογεί. Συνεπώς, η αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας είναι τόσο αξιόπιστη όσο ο βαθμολογητής και οι πληροφορίες που χρησιμοποιεί. Οι διαβαθμίσεις διαφέρουν ανάμεσα στους οργανισμούς χωρίς όμως ουσιώδεις διαφορές (split ratings).

Όσο πιο ψηλά είναι στην διαβάθμιση μια εταιρία τόσο πιο ασφαλής θεωρείται η επένδυση, επομένως και πιο φτηνή. Για τον εκδότη είναι ευκολότερο να βρει την ζητούμενη χρηματοδότηση. Το αντίθετο ισχύει για χαμηλή διαβάθμιση, για την οποία από ένα σημείο και μετά ο τίτλος θεωρείται "τοξικός". Ασφαλώς στις αναλυτικές τους αναφορές οι οίκοι αξιολόγησης επισημαίνουν, όπως αναφέρθηκε και παραπάνω, ότι οι αναλύσεις τους είναι ενδεικτικές και δεν αποτελούν επενδυτικές συμβουλές.

## 2.2. Οίκοι αξιολόγησης και ασύμμετρη πληροφόρηση

Το συμπέρασμα που μπορούμε να εξάγουμε από τα παραπάνω είναι ότι οι οίκοι αξιολόγησης λειτουργούν ως διαμεσολαβητές με σκοπό την επίλυση του προβλήματος της ασύμμετρης πληροφόρησης, εκτιμώντας τον πιστωτικό κίνδυνο των δανειζόμενων. Όμως, συγκρούσεις συμφερόντων, ηθικός κίνδυνος, μεροληψία και συστηματικά σφάλματα θέτουν ερωτήματα ως προς την αντικειμενικότητα των εκτιμήσεων αυτών.

Η σημασία των οίκων αξιολόγησης αυξήθηκε τα τελευταία χρόνια, καθώς οι πιστοληπτικές αξιολογήσεις, εκτός από την πληροφορία που περιέχουν, σχετίζονται άμεσα τόσο με την προληπτική εποπτεία των τραπεζών για τον καθορισμό των απαιτούμενων ιδίων κεφαλαίων, όσο και με την επενδυτική συμπεριφορά ασφαλιστικών ταμείων και άλλων θεσμικών επενδυτών.

Αυτό όμως με την σειρά του ελλοχεύει κινδύνους και πιο συγκεκριμένα μπορεί να αλλοιώσει τα κίνητρα των οίκων αξιολόγησης και να επιτρέψει την εμπλοκή τους σε πρακτικές "θεσμικού" arbitrage. Με άλλα λόγια, ο οίκος αξιολόγησης μπορεί δυνητικά να θυσιάσει την αντικειμενικότητα της αξιολόγησης του, προκειμένου να προσφέρει στην επιχείρηση από την οποία πληρώνεται την ευνοϊκότερη αξιολόγηση που εκείνη επιθυμεί. Το φαινόμενο αυτό, γνωστό ήδη από τα μέσα της δεκαετίας του 1990 με τον όρο πληθωρισμός αξιολογήσεων (rating inflation) ήταν, σύμφωνα με πολλούς μελετητές, ένα από τα προβλήματα που οδήγησαν στην πρόσφατη κρίση.

Ένα δεύτερο πρόβλημα, η χαμηλή ποιότητα των αξιολογήσεων, αναδείχθηκε μόνο πρόσφατα εξαιτίας της κρίσης και οφείλεται στη σύγκρουση συμφερόντων μεταξύ των θεσμικών επενδυτών και των πελατών τους. Οι θεσμικοί επενδυτές δεν έχουν τα κίνητρα να απαιτήσουν και να επιβάλουν υψηλής ποιότητας αξιολογήσεις. Αυτό θα μπορούσε να επιτευχθεί είτε μη αγοράζοντας αξιόγραφα, είτε ζητώντας σημαντική έκπτωση στην τιμή τους.

Η αιτία της μείωσης της ποιότητας των αξιολογήσεων, ίσως είναι ο αυξημένος ανταγωνισμός μεταξύ των οίκων αξιολόγησης για τη διατήρηση ή αύξηση των μεριδίων αγοράς τους, για ένα προϊόν -την πιστοληπτική αξιολόγηση- η ποιότητα του οποίου κρίνεται μετά την αγορά του και κυρίως σε

βάθος χρόνου. Έχουν έτσι κίνητρο να μειώσουν την ποιότητα του προϊόντος, δηλαδή να παρέχουν πιο ευνοϊκές αξιολογήσεις, ευχαριστώντας τον πελάτη-αξιολογούμενο.

### 2.3. Κριτική στους οίκους αξιολόγησης

Το τελευταίο χρονικό διάστημα μεγάλη κριτική έχει δεχτεί η αξιοπιστία των οίκων αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας. Στο ξέσπασμα της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης, οι τρεις μεγάλοι οίκοι πιστοληπτικής αξιολόγησης βρέθηκαν στο στόχαστρο της παγκόσμιας κριτικής, καθώς ο ρόλος τους είχε θεωρηθεί καθοριστικός. Δεν κατάφεραν να προειδοποιήσουν επαρκώς τους επενδυτές για τους υψηλούς κινδύνους που είχαν αναλάβει με την ανάληψη των σύνθετων πιστωτικών προϊόντων, τα οποία βρέθηκαν στο επίκεντρο της κρίσης. Για το λόγο αυτό επλήγη η αξιοπιστία τους.

Στην περίπτωση της δημοσιονομικής κρίσης της Ελλάδας, οι τρεις μεγάλες εταιρείες αξιολόγησης (Moody's, Fitch και S&P) εμφανίστηκαν στο παρελθόν μάλλον αισιόδοξες, κυρίως από τον υψηλό ρυθμό ανάπτυξης στην Ελλάδα, τις μεγάλες συμφωνίες, τα έργα που γίνονταν, την ευρωστία των ελληνικών πιστωτικών ιδρυμάτων όπως ακόμη και την ταχεία ανάπτυξή τους στην Βαλκανική και εν γένει την εξωστρέφεια του ελληνικού τραπεζικού συστήματος.

Σήμερα όμως υπάρχει μια θεαματική στροφή στις εκτιμήσεις τους. Οι υποβαθμίσεις της πιστοληπτικής ικανότητας της χώρας μας, την τελευταία περίοδο, έχουν δημιουργήσει ένα σύνθετο και συνάμα χωρίς προηγούμενο οικονομικό σκηνικό για τη χώρα μας. Για πολλούς, οι υποβαθμίσεις αυτές συνέτειναν σε μεγάλο βαθμό και στην ταχεία υποβάθμιση της άντλησης δανεισμού της χώρας μας από τις διεθνείς αγορές χρήματος, με συνέπεια την προσφυγή στο μηχανισμό στήριξης της Ευρωπαϊκής Ένωσης και του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου.

Οι εταιρείες πιστοληπτικής αξιολόγησης έχουν δημιουργήσει ένα σύστημα βαθμολογίας των ομολόγων που εκδίδουν τα κράτη και οι εταιρείες. Έτσι, με την αξιολόγηση των ομολόγων των χωρών ανά τον κόσμο, δημιουργούν νέα δεδομένα οικονομικής εξουσίας, διαμορφώνοντας στην πράξη τις συνθήκες χρηματοδότησης χρέους των χωρών, γεγονός που αναδεικνύει με τον πιο κατηγορηματικό τρόπο τα νέα δεδομένα της οικονομικής παγκοσμιοποίησης που βιώνουμε σήμερα.

Αδιαμφισβήτητα, οι αξιολογήσεις των τριών μεγαλύτερων οίκων πιστοληπτικής ικανότητας κρίνουν σε σημαντικό βαθμό τα οικονομικά, κοινωνικά και πολιτικά δεδομένα ολόκληρων χωρών, ακόμη και ηπείρων,

διαμορφώνοντας ανάλογες κατά τόπους εξελίξεις στις χώρες που εφαρμόζονται. Για παράδειγμα, η υποβάθμιση της πιστοληπτικής αξιολόγησης της χώρας μας από την Moody's (Ιούνιος 2010) σηματοδότησε και την υποβάθμιση στην αξιολόγηση πιστοληπτικής ικανότητας έξι ελληνικών πιστωτικών ιδρυμάτων, ήτοι: της Εθνικής Τράπεζας, της EFG Eurobank, της Alpha Bank A.E., της Αγροτικής Τράπεζας, της Εμπορική Bank και της Γενικής Τράπεζας. Κύρια επίπτωση της υποβάθμισης αυτής αποτελεί η μείωση του ύψους των καταθέσεων των ελληνικών πιστωτικών ιδρυμάτων και κυρίως -ως επακόλουθο αυτού- η αύξηση της εξάρτησής τους από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) σε πρωτοφανή επίπεδα, η οποία συνεχίζει βέβαια να δέχεται ομόλογα χαμηλής πιστοληπτικής διαβάθμισης.

Γενικότερα, η ανάγκη για έλεγχο των οίκων αξιολόγησης είναι επιτακτική, καθώς υπάρχουν κάποια θέματα που χρήζουν συζήτησης.

Αρχικά ο μεγαλύτερος λόγος ανησυχίας για τους οίκους αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας είναι η εύρεση των πιθανών ή πραγματικών συγκρούσεων συμφερόντων που μπορεί να επηρεάζουν τη διαδικασία εκτίμησης. Αυτά τα συμφέροντα ποικίλουν ανάλογα το μέγεθος του οίκου, του τρόπου λειτουργίας και τις πηγές των εσόδων του. Οι επιτροπές κεφαλαιαγορών, οι οίκοι και οι επενδυτές πρέπει να γνωρίζουν αυτές τις συγκρούσεις συμφερόντων ώστε να δημιουργήσουν μηχανισμούς για να τις εξαλείψουν ή να τις μειώσουν όσο το δυνατό σε μεγαλύτερο βαθμό.

Παράλληλα θέματα υπάρχουν και όσο αναφορά την εμπιστευτικότητα των πληροφοριών που προσδίδουν οι εκδότες. Σύμφωνα με τη διαδικασία εκτίμησης, πολύτιμο στοιχείο είναι οι πληροφορίες για την επιχείρηση είτε δημοσιευμένες είτε όχι. Επομένως, οι οίκοι πρέπει να εξασφαλίζουν την καλύτερη δυνατή πληροφόρηση από τον εκδότη. Δηλαδή, είναι αναγκαίο να υπάρχει εμπιστοσύνη εκ μέρους των εκδοτών αλλά και συνεργασία.

Οι επιτροπές κεφαλαιαγοράς πιστεύουν ότι οι οίκοι πρέπει να λαμβάνουν από τις εταιρίες κάθε είδους πληροφορία που μπορεί να επηρεάσει τις αποφάσεις ενός επενδυτή και η οποία θα πρέπει να δίδεται έγκαιρα. Επιπλέον, υπάρχει η ανησυχία ότι ορισμένοι εκδότες έχουν σκοπό να παραποιήσουν την αξιολόγηση προς όφελός τους. Συγκεκριμένα, αν και πλειοψηφία των εταιριών θέλει να κυριαρχεί η διαφάνεια στην αγορά χρεογράφων, υπάρχουν περιπτώσεις όπου εκδότες προσπαθούν να επηρεάσουν τις εκτιμήσεις για προσωπικά κέρδη σε κάποια συναλλαγή.

Ακόμη πολλοί επενδυτές θεωρούν ότι οι ανακοινώσεις των εκτιμήσεων των οίκων γίνονται σε χρονικές στιγμές που επηρεάζουν την αγορά για να αγοράσει ή να πουλήσει μετοχές χωρίς να έχει το χρόνο να αξιολογήσει η ίδια αυτές τις εκτιμήσεις. Υπάρχουν προτάσεις ώστε να γίνονται ανακοινώσεις αφότου η αγορά θα έχει κλείσει. Βέβαια, αυτό θα έχει ως αποτέλεσμα να

καθυστερούν ανακοινώσεις χρήσιμες που συντελούν στην διαφάνεια και την αποτελεσματικότητα της αγοράς. Επίσης, είναι γεγονός ότι η παγκόσμια αγορά δεν “κλείνει” ποτέ. Επομένως, αν υπάρξει μια ρύθμιση ώστε οι ανακοινώσεις να γίνονται αφού κλείσει μια συγκεκριμένη αγορά, τότε μπορεί να ευνοηθούν άλλοι επενδυτές σε διαφορετικές αγορές.

Υπάρχουν πολλές επικρίσεις ακόμη και για το γεγονός ότι μερικοί οίκοι διαθέτουν χρήσιμες πληροφορίες μόνο σε επενδυτές που πληρώνουν συνδρομή για τις βάσεις δεδομένων των οίκων. Οι συγκεκριμένοι επενδυτές μπορούν να αποκομίσουν πολύτιμες πληροφορίες για τους λόγους που έχουν οδηγήσει σε μια συγκεκριμένη βαθμολογία. Μολαταύτα, συνήθως αυτό τον τρόπο παροχής πληροφοριών χρησιμοποιούν οι μικροί οίκοι αξιολόγησης. Αν απαγορευθεί ο συγκεκριμένος τρόπος διάδοσης πληροφοριών, θα προκύψει θέμα εύνοιας για τους μεγάλους οίκους. Επίσης, είναι γεγονός ότι μια διαδικασία εκτίμησης είναι ιδιαίτερα ακριβή, για αυτό οι μικροί οίκοι χρησιμοποιούν τις συνδρομές για εξεύρεση πόρων.

Όσο αναφορά τις εκτιμήσεις που γίνονται άνευ αιτήματος, εγείρονται δύο είδους ανησυχίες. Αρχικά, οι εκτιμήσεις που γίνονται χωρίς αίτημα δεν βασίζονται σε εσωτερική πληροφόρηση από τον εκδότη. Επομένως, είναι απαραίτητο οι επενδυτές να ενημερώνονται αν μια βαθμολογία έχει δοθεί ύστερα από αίτημα ή όχι για να μπορούν να αξιολογήσουν αν μπορούν να την προσμετρήσουν στις αποφάσεις τους. Στη συνέχεια, στο παρελθόν υπήρξαν κατηγορίες ότι οι οίκοι χρησιμοποιούν τις εκτιμήσεις χωρίς αίτημα ώστε να εξαναγκάσουν τις επιχειρήσεις να ζητήσουν τις υπηρεσίες τους. Επίσης, έχει γίνει λόγος ότι δίνονται καλύτερες βαθμολογίες όταν οι εταιρίες υποκύψουν και κάνουν αίτηση για αξιολόγηση.

Μια ακόμα κριτική που έχουν δεχθεί οι οίκοι αξιολόγησης, είναι για το θέμα της κυκλικότητας. Πολλά ομόλογα πλέον κατά την έκδοσή τους αναφέρονται σε αξιολογήσεις οίκων για να δείξουν την πιστωτική αξιοπιστία τους στους επενδυτές. Όμως, αν ένα ομόλογο κατέλθει στην κλίμακα των εκτιμήσεων, αυτό μπορεί να έχει ως συνέπεια να πρέπει να πληρώσει μεγαλύτερο κουπόνι από το αρχικό, το οποίο είναι γνωστό ως φαινόμενο “trigger clauses”. Αυτό όμως οδηγεί σε επικίνδυνη κυκλικότητα αφού αυξάνοντας τους τόκους που πρέπει αποδώσει ένα ομόλογο αυξάνεται το χρέος της εταιρίας, που οδηγεί σε χειρότερη αξιολόγηση ολόκληρης της εταιρίας. Αυτό το γεγονός το έχουν επισημάνει ακόμα και οι ίδιοι οι οίκοι. Ο οίκος S&P, συγκεκριμένα, έχει ανακοινώσει ότι εξετάζει αυτό το θέμα.

Γενικά, οι οίκοι πιστοληπτικής αξιολόγησης διαθέτουν μεγάλη δύναμη στην αγορά, αφού οι βαθμολογίες που δίνουν οι οίκοι έχουν μεγάλη επίδραση σε αυτή. Για παράδειγμα, αν χαρακτηριστεί ένα αξιόγραφο με βαθμολογία που δεν εντάσσεται στις επενδύσεις (investment grade), οι επενδυτές είναι πιθανό να το πουλήσουν για να μην ανήκει στο χαρτοφυλάκιο τους ή μπορεί να μην

το επιλέξουν για αγορά. Βέβαια, μπορεί να το επιλέξουν αυτοί που θέλουν ένα χαρτοφυλάκιο με κερδοσκοπικό χαρακτήρα και υψηλές αποδόσεις. Οπότε, η αγορά είναι ευμετάβλητη στις ανακοινώσεις των οίκων αξιολόγησης.

Όλα τα παραπάνω έχουν οδηγήσει σε επιτακτική ανάγκη την παρέμβαση της Ευρωπαϊκής Ένωσης, η οποία παρέμενε αδρανής μέχρι την πρόσφατη κρίση. Για το λόγο αυτό, η Κομισιόν έχει θέσει δύο βασικούς στόχους, για τους οίκους πιστοληπτικής αξιολόγησης: τη διασφάλιση αποδοτικής και κεντρικής εποπτείας σε ευρωπαϊκό επίπεδο και την αυξημένη διαφάνεια σε σχέση με τους φορείς που ζητούν την αξιολόγηση, προκειμένου όλοι να διαθέτουν πρόσβαση σε κοινές πληροφορίες.

Όπως επισημαίνει η Κομισιόν, οι αλλαγές αυτές φανερώνουν ότι οι οίκοι πιστοληπτικής αξιολόγησης αναμένεται να δραστηριοποιούνται σε ένα πολύ πιο απλό ρυθμιστικό περιβάλλον, σε σχέση με τα διαφορετικά εθνικά ρυθμιστικά περιβάλλοντα, έχοντας ευκολότερη πρόσβαση στις πληροφορίες που χρειάζονται. Σύμφωνα με τον Staikouras (2009), ο ευρωπαϊκός κανονισμός 1060/2009, για τον έλεγχο των οίκων πιστοληπτικής αξιολόγησης, φαίνεται να είναι ένα καλά ισορροπημένο εργαλείο, με την έννοια ότι εισάγει τους απαραίτητους ελέγχους πάνω στην συμπεριφορά των οίκων αξιολόγησης, ενώ ταυτόχρονα αποφεύγεται η αυστηρότερη κανονιστική παρέμβαση. Προσθέτει ακόμη, πως η επιβολή ενός αυστηρότερου κανονιστικού πλαισίου, θα πρέπει γίνει με ιδιαίτερη προσοχή πριν μετατρέψει σε κανόνες, καθώς εναλλακτικά η παρέμβαση αυτή ίσως δημιουργήσει περισσότερες διαστρεβλώσεις, από ότι ο νομοθέτης αρχικά επιθυμούσε να διευθύνει.

### 3. ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΤΙΚΟΙ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ-ΕΜΠΕΙΡΙΚΕΣ ΜΕΛΕΤΕΣ

Οι προσδιοριστικοί παράγοντες των βαθμών πιστοληπτικής ικανότητας μπορούν εύκολα να τοποθετηθούν σε τρεις κύριες κατηγορίες. Η πρώτη κατηγορία αποτελείται από τους χρηματοοικονομικούς δείκτες και δεδομένα. Η δεύτερη κατηγορία αναφέρεται στους μηχανισμούς εταιρικής διακυβέρνησης και αναλυτικότερα σε μεταβλητές, όπως είναι η ιδιοκτησιακή δομή και ανεξαρτησία του συμβουλίου της εταιρείας. Τέλος, η τρίτη κατηγορία περιλαμβάνει τους μακροοικονομικούς παράγοντες που μπορούν να επηρεάσουν, είτε έμμεσα είτε άμεσα, τους βαθμούς πιστοληπτικής ικανότητας, όπως είναι για παράδειγμα η αύξηση του εγχώριου ΑΕΠ της οικονομίας.

#### 3.1. Χρηματοοικονομικοί δείκτες

Οι χρηματοοικονομικοί δείκτες μπορούν εύκολα να κατασκευαστούν, μιας και η απαιτούσα πληροφόρηση είναι, συνήθως, διαθέσιμη δημόσια από τις εταιρείες, άρα οι συγκεκριμένοι δείκτες μπορούν να χρησιμοποιηθούν ως προσδιοριστικοί παράγοντες για τους βαθμούς πιστοληπτικής ικανότητας. Παράλληλα γίνεται παραδοσιακά η χρήση αυτών των δεικτών σε έρευνες πρόβλεψης χρεοκοπίας, οι οποίες είναι παρόμοιες με την πρόβλεψη και εκτίμηση αξιολογήσεων πιστοληπτικής ικανότητας.

Οι Czarnitzki και Kraft (2004) σε άρθρο τους αναφέρονται στο ρόλο της καινοτομίας, μαζί με κάποιους χρηματοοικονομικούς δείκτες, στην πιστοληπτική ικανότητα μιας εταιρείας και πως αυτή επηρεάζει την αξιολόγηση της πιστοληπτικής της ικανότητα από του διεθνείς οίκους αξιολόγησης. Η πιστοληπτική αξιολόγηση, ως επί το πλείστον στην εργασία τους, αναφέρεται σε έναν δείκτη ο οποίος παίρνει τιμές από το 0 μέχρι το 500, όπου το 500 αποτελεί την καλύτερη δυνατή αξιολόγηση. Ωστόσο, ο Creditreform, ο δείκτης που χρησιμοποιείται στην συγκεκριμένη έρευνα, ερμηνεύει το score αξιολόγησης όχι σαν να έναν γραμμικό δείκτη, αλλά σαν έναν δείκτη διαβάθμισης πέντε κατηγοριών όπου είναι: (1) μη επαρκές, (2) αδύναμο, (3) μέσο, (4) καλό και (5) πολύ καλό.

Η εξαρτημένη μεταβλητή παίρνει τιμές από το μηδέν μέχρι το τέσσερα και διευκρινίζεται σε μια χρονική περίοδο. Αυτό συμβαίνει έτσι ώστε να εξασφαλιστεί ότι η αιτιότητα τρέχει από την καινοτομία στην αξιολόγηση. Οι δείκτες καινοτομίας, που αποτελούν τις επεξηγηματικές μεταβλητές, αναφέρονται στην ένταση του R&D, που υπολογίζεται διαιρώντας τα έξοδα για R&D με τις συνολικές πωλήσεις, του δείκτη patent stock, που υπολογίζεται διαιρώντας το patent stock με τις συνολικές πωλήσεις, και το μερίδιο πωλήσεων με νέα προϊόντα, που υπολογίζεται διαιρώντας τις πωλήσεις



προϊόντων που έχουν εισαχθεί στην αγορά μέσα στα τελευταία τρία χρόνια με τις συνολικές πωλήσεις.

Εκτός από του δείκτες καινοτομίας όμως, σαν επεξηγηματικές μεταβλητές, η αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας εξαρτάται και από άλλες μεταβλητές ελέγχου. Έτσι λοιπόν υπάρχουν διάφορες μεταβλητές, οι οποίες αντανακλούν τα κύρια χαρακτηριστικά μιας εταιρείας και είναι οι συνολικές πωλήσεις, η ηλικία της εταιρείας και η ψευδομεταβλητή για ανώνυμες εταιρείες, που παίρνει τιμή 1 αν η εταιρεία είναι ανώνυμη και την τιμή 0 διαφορετικά.

Η οικονομετρική τεχνική που ακολουθείτε στην παρούσα εργασία είναι η ordered probit. Όταν οι δείκτες καινοτομίας χρησιμοποιούνται ξεχωριστά, όλες έχουν στατιστική σημαντικότητα για την αξιολόγηση και φαίνεται να επιδρούν θετικά σε αυτή. Στο ίδιο συμπέρασμα καταλήγουν και στην περίπτωση που χρησιμοποιούνται και οι τρεις δείκτες μαζί.

Η πιστοληπτική αξιολόγηση φαίνεται να αυξάνεται όταν ένα υψηλό επίπεδο καινοτομίας επιτυγχάνεται, που σύμφωνα με την παλινδρόμηση είναι 13% της έντασης καινοτομίας, 0,7 πατέντες ανά εκατομμύριο DM ή το μερίδιο των νέων προϊόντων στις πωλήσεις φτάσει το 54%. Αξίζει ακόμα να τονιστεί ότι οι υπερβολικές δαπάνες στην καινοτομία, θα επηρεάσουν αρνητικά την πιστοληπτική ικανότητα μιας εταιρείας, αφού αυτές οι δραστηριότητες αντιμετωπίζουν μεγάλα κόστη και αρκετά πιθανές αποτυχίες.

Οι Bowe και Larik (2014) σε έρευνα τους χρησιμοποίησαν και αυτοί, μέσα σε άλλους, χρηματοοικονομικούς δείκτες ως προσδιοριστικούς παράγοντες που οδηγούν σε διαφορετικές αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας (split ratings). Το δείγμα που χρησιμοποίησαν αναφερόταν σε όλες τις εταιρείες των ΗΠΑ που είχαν αξιολόγηση και από τους δύο οίκους, Moody's και S&P's, για μια περίοδο που καλύπτει 15 χρόνια και αναλυτικότερα από το 1995 μέχρι το 2009. Οι κύριοι χρηματοοικονομικές μεταβλητές είναι η εταιρική μόχλευση, που υπολογίζεται από το μακροπρόθεσμο χρέος της εταιρείας διαιρούμενο με το σύνολο του ενεργητικού της εταιρείας, του δείκτη κάλυψη τόκων, που υπολογίζεται από τα κέρδη προ φόρων διαιρούμενα με τις χρεώσεις τόκων που αφορούν το δανεισμό της εταιρείας, το δείκτη κερδοφορίας, που υπολογίζεται διαιρώντας το καθαρό εισόδημα με το σύνολο του ενεργητικού της εταιρείας και τέλος με το μέγεθος της εταιρείας, που υπολογίζεται από τον λογάριθμο του συνόλου του ενεργητικού της εταιρείας.

Η οικονομετρική τεχνική που χρησιμοποιήθηκε στην παρούσα εργασία είναι η bivariate probit και τα αποτελέσματα των παλινδρομήσεων έδειξαν πως όλοι οι παραπάνω εξεταζόμενοι χρηματοοικονομικοί δείκτες έχουν σημαντική συνεισφορά στην πιστοληπτική αξιολόγηση μιας εταιρείας.

### 3.2. Εταιρική διακυβέρνηση

Η πιθανότητα μιας εταιρείας να χρεοκοπήσει βασίζεται στην διαθεσιμότητα της πιστωτικής πληροφόρησης να αξιολογήσει το ρίσκο για χρεοκοπία και τα κόστη του οίκου, όμως και οι δύο αυτοί παράγοντες καθορίζονται και από τους εταιρικούς μηχανισμούς. Η εταιρική διακυβέρνηση είναι κατ' ουσίαν το σύστημα μέσα από το οποίο γίνεται ο έλεγχος και ο συντονισμός της εταιρείας και για αυτό το λόγο δεν είναι λίγες οι φορές που έχει βρεθεί στο επίκεντρο μελέτης πολλών ερευνών. Κάποιες έρευνες εστιάζουν στην επιρροή που έχει η εταιρική διακυβέρνηση στην απόδοση της ίδιας της εταιρείας.

Η σχέση των αποδόσεων των ομολόγων και των μέτρων της εταιρικής διακυβέρνησης συσχετίζεται σε μεγάλο βαθμό στη αντίστοιχη σχέση των βαθμών πιστοληπτικής ικανότητας και εταιρική διακυβέρνηση. Συγκεκριμένα οι Bhojraj και Sengupta (2003) έδειξαν πως τα μέτρα εταιρικής διακυβέρνησης που αύξαναν τους βαθμούς αξιολόγησης, ταυτόχρονα αύξαναν και τις αποδόσεις των ομολόγων. Παρόλ' αυτά, οι αξιολογήσεις των Moody's και S&P δεν επαρκούν ώστε να εξηγήσουν τις καμπύλες των spot rates και σχέσεις τιμολόγησης ολοκληρωτικά. Βρήκαν ακόμη ότι όσο αυξάνεται η ισχύς των αποφάσεων των CEO, τόσο αυξάνονται οι διαφορές στις αποδόσεις. Για να εκτιμηθεί η αποτελεσματικότητα της εταιρικής διακυβέρνησης, υπάρχουν εταιρείες αξιολόγησης της εταιρικής διακυβέρνησης οι οποίες ως στόχο έχουν την ενημέρωση των επενδυτών. Εντούτοις, αυτές οι αξιολογήσεις ουσιαστικά δεν παρέχουν χρήσιμη πληροφόρηση στους μετόχους.

Η διαχώριση της ιδιοκτησίας και του ελέγχου της εταιρείας οδηγεί σε προβλήματα ασύμμετρης πληροφόρησης μεταξύ των μετόχων και των managers. Οι managers οι οποίοι δρουν εγωιστικά μπορούν να μειώσουν τις πιθανές ροές κεφαλαίων στην εταιρεία και τους εξωτερικούς της μετόχους. Καθώς μειώνονται οι ροές κεφαλαίων, η πιθανότητα χρεοκοπίας αυξάνεται και επομένως επηρεάζει αρνητικά την πιστοληπτική αξιολόγηση. Για το λόγο αυτό, εταιρικοί μηχανισμοί που παρέχουν ανεξάρτητο και αποτελεσματικό έλεγχο στο management, θα αυξήσουν τους βαθμούς αξιολόγησης.

Οι Bhojraj και Sengupta (2003) διαχωρίζουν δύο μηχανισμούς μέσω των οποίων οι εταιρικοί μηχανισμοί επηρεάζουν την πιστοληπτική αξιολόγηση. Ο πρώτος είναι το ρίσκο του πράκτορα (risk of agent). Αυτό είναι το ρίσκο κατά το οποίο το management δρα για το προσωπικό του συμφέρον και λαμβάνει αποφάσεις που αποκλίνουν από τη μεγιστοποίηση της αξίας της εταιρείας, όπως επίσης και το ρίσκο ο manager να μην κατέχει τα κατάλληλα διοικητικά προσόντα.

Ο δεύτερος μηχανισμός είναι το ρίσκο πληροφόρησης. Το ρίσκο πληροφόρησης αναφέρεται στην ιδιωτική πληροφόρηση που έχουν οι

managers και που επηρεάζει δυσμενώς το ρίσκο μη αποπληρωμής ενός δανείου. Οι εταιρικοί μηχανισμοί μπορούν να μειώσουν και τα δύο αυτά προβλήματα. Ειδικότερα όσο αναφορά το ρίσκο του πράκτορα, οι εταιρείες που διαθέτουν ισχυρή διακυβέρνηση θα απολαμβάνουν καλύτερη πιστοληπτική αξιολόγηση. Ομοίως, μηχανισμοί που επάγουν τις εταιρείες να φανερώνουν την πληροφόρηση με διαφάνεια σίγουρα θα μειώσουν το ρίσκο πληροφόρησης με αποτέλεσμα να λαμβάνουν καλύτερη πιστοληπτική αξιολόγηση.

Οι Bhojraj και Sengupta (2003) θεωρούν πως τρεις είναι οι παράγοντες που μπορούν να ενεργοποιήσουν αυτούς τους μηχανισμούς- η θεσμική ιδιοκτησία, το block holding και τη δομή του συμβουλίου. Οι θεσμικοί ιδιοκτήτες μπορούν ενεργά να ελέγχουν τις κινήσεις του management και αν είναι απαραίτητο να λάβουν τα κατάλληλα μέτρα έτσι ώστε να προστατεύσουν τα συμφέροντα των μετόχων. Σε αυτή την περίπτωση οι θεσμικοί επενδυτές έχουν κίνητρο να παρακολουθούν και να ελέγχουν το management.

Από την άλλη πλευρά όμως, οι θεσμικοί επενδυτές είναι περιορισμένοι όσο αναφορά τα κίνητρα για έλεγχο και παρακολούθηση του management. Το κακό management, κάτω από την υπόθεση της παθητικής παρακολούθησης από τους θεσμικούς επενδυτές, θα τους ενθαρρύνει να παίρνουν πρωτοβουλίες για διορθωτικές ενέργειες αντί να τους ωθήσει να πουλήσουν τις μετοχές τους. Κάτω λοιπόν από αυτή την υπόθεση, η επιρροή της θεσμικής ιδιοκτησίας στους βαθμούς πιστοληπτικής αξιολόγησης φαίνεται να εξαρτάται από την επενδυτική στρατηγική, να ακούσει δηλαδή νέες προτάσεις ή να δεχτούν την έξοδο.

Η συγκεντρωμένη ιδιοκτησία μπορεί να επιτρέψει στους block holders (αυτοί που κατέχουν περισσότερο από 5% μερίδιο των μετοχών) να κάνουν κατάχρηση της επιρροής τους πάνω στο management, έτσι ώστε να προστατευτούν τα συμφέροντα τα οποία είναι επιβλαβές για τους άλλους παρόχους του κεφαλαίου. Κάτω από την υπόθεση αυτή, οι block holders είναι αρνητικά συσχετιζόμενοι με τους βαθμούς πιστοληπτικής αξιολόγησης.

Τα εταιρικά συμβούλια έχουν το καθήκον της παρακολούθησης της απόδοσης του management και την προστασία των συμφερόντων των μετόχων. Οι εξωτερικοί διευθυντές δέχονται απώλειες στην φήμη τους όταν οι επιδόσεις της εταιρείας είναι χαμηλές. Αυτό το γεγονός, θα πρέπει να τους προσφέρει κίνητρο να παρέχουν σχολαστικότερη παρακολούθηση στο management, έτσι ώστε να βελτιώσει τους βαθμούς αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας της εταιρείας. Ωστόσο, οι εξωτερικοί διευθυντές κρίνονται συνήθως ως αναποτελεσματικοί, είτε λόγω της επιλογής τους, αφού γίνεται από το management, είτε λόγω της κουλτούρας του συμβουλίου του οποίου ίσως δεν επιδιώκει τις συγκρούσεις, οδηγώντας τους να έχουν αρνητική συσχέτιση με τις αξιολογήσεις που λαμβάνουν τα εταιρικά ομόλογα.

Αξίζει αν σημειωθεί πως οι Bhajroj και Segusta (2003) βρήκαν πως οι μηχανισμοί της εταιρικής διακυβέρνησης είναι ακόμα μεγαλύτερης σημασίας για εταιρείες χαμηλότερης πιστοληπτικής ικανότητας.

### 3.3. Μακροοικονομικοί παράγοντες

Εκτός από τους εσωτερικούς παράγοντες που επηρεάζουν την πιστοληπτική ικανότητα μιας εταιρείας, υπάρχουν και κάποιοι άλλοι παράγοντες που επιδρούν σε αυτήν, οι οποίοι δεν εξαρτώνται από την εταιρεία αλλά από την χώρα στην οποία βρίσκεται αυτή. Αυτοί είναι οι μακροοικονομικοί παράγοντες, οι κύριοι εκ των οποίων θα αναλυθούν παρακάτω και αναλύθηκαν στην εργασία των Cantor και Packer (1996).

Αρχικά, ο πρώτος παράγοντας που εξετάζεται είναι το κατά κεφαλήν εισόδημα. Όσο μεγαλύτερη είναι η δυνητική φορολογική βάση μιας δανείζουσας χώρας, τόσο μεγαλύτερη είναι η ικανότητα της χώρας αυτής να αποπληρώσει τα χρέη της. Αυτή η μεταβλητή μπορεί ακόμα να χρησιμοποιηθεί ως υποκατάστατο για το επίπεδο πολιτικής σταθερότητας και για άλλους σημαντικούς παράγοντες. Στη συνέχεια, εξετάζεται η μεγέθυνση του ΑΕΠ και συγκεκριμένα ένα σχετικά υψηλό ποσοστό οικονομικής ανάπτυξης δηλώνει ότι το υπάρχον χρέος της χώρας, θα μπορέσει να αποπληρωθεί ευκολότερα στο πέρασμα του χρόνου.

Ο πληθωρισμός, ένας ακόμα μακροοικονομικός παράγοντας που εξετάζεται αναδεικνύει δομικά προβλήματα στα οικονομικά της χώρας σε τυχόν αύξηση του. Σε περίπτωση που η χώρα αδυνατεί να αποπληρώσει τις υποχρεώσεις της, ίσως οδηγηθεί σε τύπωμα πληθωριστικού χρήματος. Ακόμη η ύπαρξη υψηλών επιπέδων πληθωρισμού μπορεί να οδηγήσει σε κοινωνικές αναταράξεις και ακόλουθα σε μη πολιτική σταθερότητα. Μετέπειτα, χρησιμοποιείται το ισοζύγιο στον προϋπολογισμό. Ένα μεγάλο έλλειμμα ίσως απορροφήσει πόρους από την ιδιωτική εγχώρια αποταμίευση πράγμα που σημαίνει πως η κυβέρνηση δεν έχει τη δυνατότητα ή την πρόθεση να φορολογήσει σωστά τους πολίτες έτσι ώστε να καλυφθούν τα τρέχοντα ελλείμματα ή να εξυπηρετηθεί μέρος του χρέους.

Το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών εξετάζεται και εκείνο στην παρούσα έρευνα των Cantor και Pecker (1996). Όσο μεγαλύτερο είναι το χρέος, τόσο μεγαλύτερη είναι η πιθανότητα μη αποπληρωμής του. Το βάρος αυτό αυξάνεται, όταν το χρέος σε ξένο νόμισμα αυξάνεται σχετικά σε σχέση με το χρέος σε εγχώριο νόμισμα.

Τέλος εξετάζονται δύο ακόμα δείκτες, ο δείκτης οικονομική ανάπτυξη και ο δείκτης ιστορία χρεοκοπίας. Όσο αναφορά τον πρώτο, παρά το γεγονός ότι αυτή η μεταβλητή έχει αναφερθεί και προγενέστερα, οι οίκοι αξιολόγησης

φαίνεται να δημιουργούν έναν επιπλέον παράγοντα, ο οποίος έχει ένα "threshold effect" στην σχέση μεταξύ της οικονομικής ανάπτυξης και του ρίσκου. Αυτό μπορεί να παρατηρηθεί, όταν οι χώρες φτάσουν σε ένα επίπεδο εισοδήματος, καθώς τότε είναι λιγότερο πιθανό να χρεοκοπήσουν.

Όταν μια χώρα έχει χρεοκοπήσει στο πρόσφατο παρελθόν, *ceteris paribus*, θα διακατέχεται από μεγάλο πιστωτικό κίνδυνο και στο παρόν. Για το λόγο αυτό, έχει λόγο ύπαρξης ο δείκτης ιστορία χρεοκοπίας και δείχνει αν η εξετάζουσα χώρα έχει χρεοκοπήσει από το 1970.

Η οικονομετρική τεχνική που χρησιμοποιήθηκε στο παρόν άρθρο είναι η OLS (ordinary least squares). Η παλινδρόμηση των μέσων βαθμών κρατικής πιστοληπτικής αξιολόγησης των Moody's και S&P's σε σχέση με τις οκτώ επεξηγηματικές μεταβλητές εξηγούν περισσότερο από το 90% της μεταβλητότητας της εξαρτημένης μεταβλητής και αποδίδουν ένα στατιστικό σφάλμα της τάξης του 1, 2 στη διαφορά αξιολόγησης. Όσον αφορά τους συντελεστές των επεξηγηματικών μεταβλητών, το κατά κεφαλήν εισόδημα, η μεγέθυνση του ΑΕΠ, ο πληθωρισμός, το εξωτερικό χρέος, ο δείκτης οικονομικής ανάπτυξης και ο δείκτης της ιστορία χρεοκοπίας έχουν στατιστική σημαντικότητα, ενώ οι αντίστοιχοι συντελεστές του εξωτερικού και δημοσιονομικού ισοζυγίου δεν έχουν στατιστική σημαντικότητα. Αυτή η μη συστηματική σχέση, ίσως οφείλεται σύμφωνα με τον Cantor και Pecker (1996) στην ενδογένεια που υπάρχει μεταξύ της δημοσιονομικής πολιτικής γενικά και στις διεθνείς ροές κεφαλαίων.

Συνολικά, τα στατιστικά αποτελέσματα δείχνουν ότι και οι δύο οίκοι αξιολόγησης χρησιμοποιούν τα ίδια κριτήρια για τις αξιολογήσεις τους. Μπορεί βέβαια οι σταθμίσεις των μεταβλητών να είναι διαφορετικές, ωστόσο οι αποκλίσεις στους βαθμούς πιστωτικής αξιολόγησης είναι ιδιαίτερα μικρές. Πιο συγκεκριμένα, η Moody's θεωρεί περισσότερο σημαντικό το εξωτερικό χρέος και λιγότερο σημαντικό το δείκτη ιστορία χρεοκοπίας σε σχέση με την Standard and Poor's.

Επομένως, μπορούμε να καταλήξουμε στο συμπέρασμα ότι οι χρηματοοικονομικοί δείκτες είναι απαραίτητοι παράγοντες για να καθοριστεί η πιστοληπτική ικανότητα μιας εταιρείας. Συμπληρωματικά, τα χαρακτηριστικά της εταιρικής διακυβέρνησης και κάποιοι μακροοικονομικοί παράγοντες προσφέρουν χρήσιμη πληροφόρηση για την αξιολόγηση. Συγκεκριμένα, οι μηχανισμοί της εταιρικής διακυβέρνησης οι οποίοι μπορούν να μειώσουν τα προβλήματα του principal agent ανάμεσα σε management και μετόχων είναι ιδιαίτερης σημασίας. Οι οίκοι προσπαθούν να φιλτράρουν τις μακροοικονομικές συνέπειες μέσω μιας προσέγγισης εντός του κύκλου, η οποία προσπαθεί να είναι ανεξάρτητη από τον επιχειρηματικό κύκλο. Βέβαια αυτό το εγχείρημα είναι αρκετά δύσκολο, αφού δεν είναι πάντα εμφανές ποιες εξελίξεις είναι θεμελιώδεις και ποιες είναι βραχυπρόθεσμες.

### 3.4. Αδυναμίες των αξιολογήσεων

Οι οίκοι αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας έχουν δεχθεί ιδιαίτερα έντονη κριτική από κυβερνήσεις ακόμα και από εταιρείες, λόγω του ότι αρκετές φορές οι αξιολογήσεις τους φαίνονται αδικαιολόγητες. Εκτός από αυτό όμως έχουν παρατηρηθεί, κυρίως, δύο ακόμη αδυναμίες των αξιολογήσεων οι οποίες είναι τα *unsolicited ratings* και οι διαφορετικές αξιολογήσεις μεταξύ των οίκων αξιολόγησης και θα αναλυθούν περαιτέρω στη συνέχεια.

Αρχικά, ένας οίκος αξιολόγησης μπορεί να κάνει μια εκτίμηση για την πιστοληπτική ικανότητα μιας εταιρείας, χωρίς εκείνη να εμπλέκεται. Μάλιστα, αφού δεν έχει καμία εμπλοκή, δεν θα χρειαστεί και να πληρώσει. Τα *unsolicited ratings*, τα οποία ορίσαμε παραπάνω, βασίζονται κυρίως στην πληροφόρηση που υπάρχει δημόσια για την πιστοληπτική ικανότητα μιας εταιρείας. Ωστόσο αυτή η δωρεάν αξιολόγηση δεν είναι τόσο αθώα όσο φαίνεται, καθώς αποσκοπεί σε περισσότερο ιδιοτελή κίνητρα.

Αν μια εταιρεία αποφασίσει να πάρει αξιολόγηση της πιστοληπτικής της ικανότητας από έναν οίκο αξιολόγησης, ο οποίος δεν ανήκει στους τρεις μεγάλους (*Moody's*, *S&P's* και *Fitch*), τότε ίσως επέμβει ένας από αυτούς προσφέροντας ένα *unsolicited rating* το οποίο θα είναι, προφανώς, χωρίς χρέωση. Ωστόσο, αν αυτή η αξιολόγηση είναι χαμηλότερη από την *solicited* (την "πληρωμένη" αξιολόγηση), θα δημιουργήσει πίεση στην εκδότρια εταιρεία. Αυτό θα συμβεί λόγω του γεγονότος ότι οι αξιολογήσεις που προέρχονται από τους τρεις μεγάλους οίκους τραβούν μεγαλύτερη προσοχή και δημοσιότητα από τους επενδυτές και τα μέσα. Οπότε η εταιρεία θα οδηγηθεί ουσιαστικά να "χτυπά" την πόρτα στους μεγάλους οίκους, ζητώντας αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας και πληρώνοντας πάντα την απαιτούμενη αμοιβή. Βέβαια αυτό θα είναι οικονομικά λογικό για την εταιρεία μόνο αν το νέο *solicited rating* αναμένει πως θα είναι υψηλότερο από το *unsolicited* που αρχικά έχει λάβει. Σε έρευνες που διενεργήθηκαν, τα παραπάνω αποτελέσματα επαληθεύτηκαν για τους οίκους *S&P* και *Fitch*.

Ο *Poon* (2003) ήταν ο πρώτος που ανέλυσε εμπειρικά τα *unsolicited credit ratings*, χρησιμοποιώντας τους βαθμούς πιστοληπτικής ικανότητας από την *S&P* για 265 εταιρείες σε διαφορετικούς κλάδους και ανάμεσα σε 15 χώρες, για την περίοδο 1998-2000. Ο *Poon* βρήκε ότι υπάρχει σημαντικό σφάλμα *self selection* στην πιστοληπτική αξιολόγηση και παράλληλα πως τα *unsolicited ratings* είναι χαμηλότερης αξιολόγησης από τα *solicited ratings*.

Οι *Byoun* και *Shin* (2003) χρησιμοποίησαν τα *unsolicited* και *solicited credit ratings* για μη αμερικάνικες εταιρείες μεταξύ, και αργότερα (2011) για μόνο ιαπωνικές εταιρείες, 1996 και 2002 για να εξετάσουν τις επιδράσεις των *unsolicited* και *solicited credit ratings* στην αξία της εταιρείας. Εκείνοι βρήκαν

πως οι τιμές των μετοχών πέφτουν μετά από υποβαθμίσεις των *unsolicited ratings* και ότι υπάρχουν θετικές αντιδράσεις στην αγορά στις ανακοινώσεις για αναβαθμίσεις. Αντίθετα, για τα *solicited ratings*, βρήκαν μόνο ότι υπάρχει θετική αντίδραση στις ανακοινώσεις για αναβαθμίσεις.

Ο Roy (2006) διερεύνησε όχι μόνο αν υπάρχει διαφορά στην αξιολόγηση μεταξύ *unsolicited* και *solicited ratings* αλλά και γιατί συμβαίνει αυτό. Χρησιμοποιώντας δεδομένα από την Fitch για τράπεζες της Ασίας, βρήκε πως υπάρχει διαφορά στις αξιολογήσεις των *unsolicited* και *solicited ratings*, παρόλο που χρησιμοποιείται η, σχεδόν, ίδια μεθοδολογία στην αξιολόγηση.

Όσο αναφορά τις πιθανές ερμηνείες του συγκεκριμένου φαινομένου, ανέφερε ότι ένας λόγος μπορεί να είναι ότι οι μεγάλοι οίκοι προσπαθούν να πείσουν τις εταιρείες να δεχθούν *solicited ratings* από εκείνους και όχι από κάποιο άλλο οίκο αξιολόγησης. Μια άλλη πιθανή εξήγηση που μπορεί να δοθεί από τον Roy (2006) είναι ότι σχετίζεται με το δικαίωμα του εκδότη να επιλέξει να αποκαλύψει δημόσια το *solicited rating* ή όχι, το οποίο αναφέρεται στη βιβλιογραφία ως *rating publication right*. Η εταιρεία κάνοντας αυτή την επιλογή ουσιαστικά περιορίζει αλλά διασφαλίζει τους φερόμενους ως επενδυτές, καθώς ένα κακό *solicited rating* θα μετατρέψει την χρηματοδότηση σε δυσμενέστερη κατάσταση. Τέλος, μια άλλη πιθανή εξήγηση που μπορεί να αποδοθεί για την ασυνέπεια στα *solicited* και *unsolicited rankings* είναι η ασύμμετρη πληροφόρηση. Τα *unsolicited ratings*, όπως είναι λογικό, βασίζονται στην υπάρχουσα διαθέσιμη πληροφόρηση που υπάρχει δημόσια από την εταιρεία. Από την άλλη πλευρά, τα *solicited ratings* δημιουργούνται σε συνεργασία με την εταιρεία, η οποία προσφέρει πληροφόρηση η οποία είναι απόρρητη στο ευρύ κοινό και θα μετατρέψει την αξιολόγηση ευκολότερη και περισσότερο ακριβή. Ωστόσο, αυτό δημιουργεί το ερώτημα αν η εταιρεία είναι όντως πρόθυμη να προσφέρει όλη την απαιτούμενη πληροφόρηση που χρειάζεται και δεν προβεί σε ενέργειες απόκρυψης στοιχείων τα οποία θα επηρεάσουν αρνητικά το πιστοληπτικό της προφίλ.

Το άλλο φαινόμενο που παρατηρείται αρκετά, είναι ότι ορισμένες εταιρείες διαθέτουν διαφορετική αξιολόγηση της πιστοληπτικής τους ικανότητα από τους διεθνείς οίκους αξιολόγησης (*split ratings*). Οι Bowe και Larik (2014) προσπάθησαν να ερευνήσουν αυτό το φαινόμενο και συγκεκριμένα να βρουν ποιοι είναι οι κύριοι προσδιοριστικοί παράγοντες που οδηγούν στις διαφορετικές αυτές αξιολογήσεις. Για δεδομένα χρησιμοποίησαν ένα δείγμα από 5.238 αμερικάνικες εταιρείες οι οποίες είχαν δεχθεί αξιολόγηση από τους δύο μεγάλους διεθνείς οίκους, την Moody's και την S&P. Ως επεξηγηματικές μεταβλητές χρησιμοποίησαν τρεις διαφορετικές κατηγορίες οι οποίες είναι: χρηματοοικονομικές μεταβλητές (εταιρική μόχλευση, κάλυψη τόκων, κερδοφορία και μέγεθος της εταιρείας), μεταβλητές εταιρικής διακυβέρνησης (βαθμός εταιρικής ιδιοκτησίας, ποσοστό εξωτερικών μελών του ΔΣ και ένα

δείκτη ως υποκατάστατο για τα δικαιώματα των μετόχων) και τέλος μακροοικονομικούς και άλλους παράγοντες.

Τα αποτελέσματα της έρευνας τους έδειξαν ότι τόσο οι χρηματοοικονομικές μεταβλητές, όσο και οι μεταβλητές εταιρικής διακυβέρνησης, είναι στατιστικά σημαντικές στην πρόβλεψη της πιθανότητας εμφάνισης μιας διαφορετικής αξιολόγησης σε μια εταιρεία. Αντίθετα οι μακροοικονομικοί και λοιποί παράγοντες δεν είχαν σημαντική επίρεια στην πρόβλεψη για διαφορετική αξιολόγηση.



#### 4. ΠΟΙΟΤΗΤΑ ΤΩΝ ΘΕΣΜΩΝ

Το σύνολο των θεσμών ή διαφορετικά το θεσμικό πλαίσιο αποτελεί ένα τρόπο κοινωνικής συμπεριφοράς ή σχέσης που καθιερώνεται σε μια κοινωνία με τον χρόνο, μπορεί να πάρει νομική υπόσταση και να καταλήξει εν τέλει στους θεμελιώδεις νόμους του κράτους. Η συνεισφορά του θεσμικού πλαισίου σε μια κοινωνία είναι ζωτικής σημασίας και φαντάζει λογικό να συμπεριληφθεί στους προσδιοριστικούς παράγοντες της πιστοληπτικής ικανότητας από τους διεθνείς οίκους αξιολόγησης, όχι μόνο σε επίπεδο χώρας αλλά και σε επίπεδο εταιρείας. Στη συνέχεια της ενότητας εξετάζεται η βιβλιογραφία που έχει ασχοληθεί με την ποιότητα των θεσμών και την οικονομική ανάπτυξη, όπως επίσης και τους κύριους δείκτες μέτρησης της ποιότητας του θεσμικού πλαισίου που έχουν χρησιμοποιηθεί σε αυτή.

##### 4.1. Ποιότητα των θεσμών και οικονομική ανάπτυξη

Οι Glaeser, La Porta, Lopez-de-Silanes και Shleifer (2004) σε έρευνα τους, αρχικά αναφέρονται ότι τρεις είναι οι τρόποι μέτρησης των θεσμών, οι οποίοι χρησιμοποιούνται ως επί το πλείστον από τη βιβλιογραφία της οικονομικής ανάπτυξης και είναι: ο κίνδυνος οικιοποίησης του από την κυβέρνηση, η αποτελεσματικότητα της διακυβέρνησης και οι περιορισμοί στο executive. Τα δύο πρώτα από αυτά τα μέτρα, εκ κατασκευής δεν περιγράφουν πολιτικούς θεσμούς, καθώς είναι αποτέλεσμα μέτρησης το οποίο αντανάκλα τους παλαιούς κυβερνητικούς περιορισμούς από την οικιοποίηση στην πρώτη περίπτωση και την ποιότητα της στη δεύτερη. Αυτά τα μέτρα δεν εξετάζουν τις περιπτώσεις που υπάρχει κάποιος δικτάτορας αφού εκείνος επιλέγει να σεβαστεί ή όχι τα δικαιώματα ιδιοκτησίας τελείως διαφορετικά από την περίπτωση των δημοκρατικά εκλεγμένων ηγετών που δεν έχουν δικαίωμα της επιλογής αυτής.

Επιπρόσθετα, είναι και τα δύο υποκειμενικά μέτρα τα οποία αυξάνονται ραγδαίως μαζί με το επίπεδο οικονομικής ανάπτυξης, αυξάνοντας σοβαρές αμφιβολίες ότι η αιτιότητα προέρχεται από την ανάπτυξη και όχι το αντίστροφο. Το τρίτο μέτρο μέτρησης το οποίο περιλαμβάνεται στην παρούσα εργασία, είναι κατά αρχή συνδεδεμένο με τους περιορισμούς της κυβέρνησης, που όμως στην πραγματικότητα είναι κατασκευασμένο να αντανάκλα τα αποτελέσματα των πλέον πρόσφατων εκλογών.

Στις αναπτυσσόμενες χώρες, ακόμα και αυτό το μέτρο είναι εξαιρετικά μη αξιόπιστο, και δεν μπορεί ερμηνευτεί ως αντανακλόμενος ανθεκτικούς κανόνες, διαδικασίες τις οποίες ο όρος θεσμός αναφέρεται. Τα τρία συμβατικά αυτά μέτρα των θεσμών είναι μη συσχετιζόμενα με τους θεσμικούς

περιορισμούς στην διακυβέρνηση όπου οι ακαδημαϊκοί έχουν αρχίσει να χρησιμοποιούν.

Στη συνέχεια αναφέρονται κάποια βασικά στοιχεία που προέρχονται από OLS παλινδρομήσεις και αναφέρονται στην σχέση που υπάρχει μεταξύ των θεσμών, ανθρωπίνου κεφαλαίου και οικονομικής ανάπτυξης. Επαληθεύονται οι προτάσεις που αναφέρουν πως το αρχικό επίπεδο του ανθρωπίνου κεφαλαίου μιας χώρας και το μέσο επίπεδο των θεσμών της για μια περίοδο, προβλέπουν το επίπεδο οικονομικής ανάπτυξης για αυτή την περίοδο.

Ωστόσο, όπως δείχνει και το παράδειγμα της Νότιας Κορέας, η ποιότητα των θεσμών αυξάνεται καθώς η χώρα γίνεται πλουσιότερη. Μάλιστα, σε μια ποικιλία από προδιαγραφές, τα αρχικά επίπεδα των περιορισμών στο executive δεν προβλέπουν την επακόλουθη οικονομική ανάπτυξη, ενώ τα αρχικά επίπεδα του ανθρωπίνου κεφαλαίου συνεχίζουν να είναι ισχυροί προβλεπτές. Άρα ακόμα και τα στοιχεία από την OLS δεν είναι υποστηρικτικά με την πρόταση ότι οι περιορισμοί στο executive προκαλούν ανάπτυξη, αλλά είναι υποστηρικτικό με την πρόταση ότι η βασικότερη αιτία είναι το ανθρώπινο κεφάλαιο.

Μετάπειτα, γίνεται μια προσπάθεια για μεγαλύτερη εμβάθυνση στο συγκεκριμένο θέμα, αναλύοντας φτωχές χώρες για την περίοδο του 1960. Βρέθηκε πως σχεδόν όλες αυτές οι χώρες είχαν ανεκπαιδευτους πληθυσμούς και ακόμη κυβερνόνταν από δικτάτορες. Αυτές οι δικτατορίες είχαν μεγάλη διασπορά από ποσοστά οικονομικής ανάπτυξης, μια παρατήρηση που από μόνη της είναι μη συμβατή με την άποψη ότι οι περιορισμοί στην διακυβέρνηση σχηματίζουν ρυθμούς ανάπτυξης φτωχών χωρών. Σχεδόν σε όλες τις περιπτώσεις που υπάρχει δικτατορία στις φτωχές χώρες, δηλώνει ότι η ασφάλεια της ιδιοκτησίας σε αυτές τις χώρες είναι αποτέλεσμα πολιτικών επιλογών και όχι περιορισμών.

Παράλληλα, δείχνουν ότι μεταξύ των ευρωπαϊκών αποικιών, η θνησιμότητα των αποίκων και η πυκνότητα του πληθυσμού το 1500 προβλέπει την θεσμική ποιότητα και το επίπεδο οικονομικής ανάπτυξης σήμερα. Ωστόσο αυτά τα αποτελέσματα δεν διαδραματίζουν κάποιο σημαντικό ρόλο για τους θεσμούς. Ιδιαίτερα, οι Ευρωπαίοι που εγκαταστάθηκαν στο νέο κόσμο ίσως πήραν μαζί τους όχι τόσο το θεσμικό πλαίσιο τους, αλλά τους εαυτούς τους δηλαδή το ανθρώπινο κεφάλαιο. Επίσης αυτή η θεωρητική ασάφεια είναι συνεπής με την εμπειρική έρευνα. Δείχνουν ακόμη, πως οι μεταβλητές που χρησιμοποιήθηκαν στη βιβλιογραφία για τους θεσμούς είναι ακόμη περισσότερο συσχετιζόμενοι με το ανθρώπινο κεφάλαιο, τόσο σήμερα όσο και το 1900 και αυτό στην βοηθητική μεταβλητή προβλέπει την οικονομική ανάπτυξη, ότι το ανθρώπινο κεφάλαιο λειτουργεί καλύτερα σε σχέση με τους θεσμούς. Σε καθαρά οικονομετρικό

επίπεδο, αυτή η πληροφορία δηλώνει ότι οι προβλεπτές του μοτίβου της οικισμού δεν είναι έγκυρες βοηθητικές μεταβλητές για τους θεσμούς.

Τέλος η εμπειρική ανάλυση εστιάζει στο χρόνο της συσσώρευσης ανθρωπίνου κεφαλαίου και την ποιότητα των θεσμών. Τα αποτελέσματα ήταν συνεπή με το παράδειγμα της Νότιας Κορέας, και συγκεκριμένα ότι η οικονομική ανάπτυξη και η συσσώρευση ανθρωπίνου κεφάλαιο οδηγεί σε θεσμική βελτίωση, παρά το αντίθετο.

Οι Acemoglu, Johnson and Robinson (2004) αναφέρουν ότι οι οικονομικοί θεσμοί έχουν σημασία για την οικονομική ανάπτυξη επειδή διαμορφώνουν τα κίνητρα των κύριων οικονομικών δρώντων στην κοινωνία, αφού μπορούν να επηρεάσουν τις επενδύσεις τόσο σε φυσικό όσο και ανθρωπίνo κεφάλαιο, όπως επίσης και στην οργάνωση της παραγωγής. Παρόλο που παράγοντες, όπως είναι η κουλτούρα και η γεωγραφία, μπορούν να επηρεάσουν με την σειρά τους την οικονομική απόδοση, διαφορές στους οικονομικούς θεσμούς είναι η κύρια πηγή στις διακρατικές (cross-countries) διαφορές στην οικονομική ανάπτυξη και την ευημερία. Οι οικονομικοί θεσμοί όχι μόνο προσδιορίζουν τα πιθανά όρια της συνολικής οικονομικής ανάπτυξης μιας οικονομίας, αλλά επίσης διαθέτουν ένα σύνολο από οικονομικά αποτελέσματα, συμπεριλαμβάνοντας και την κατανομή των πόρων στο μέλλον. Με άλλα λόγια, δεν επηρεάζουν μόνο το μέγεθος της συνολικής πίτας αλλά και το πως αυτή η πίτα θα διανεμηθεί μεταξύ των μελών της κοινωνίας.

Οι οικονομικοί θεσμοί είναι ενδογενείς. Προσδιορίζονται ως συλλογικές επιλογές της κοινωνίας, σε μεγάλο βαθμό για τις οικονομικές τους συνέπειες. Εντούτοις, δεν υπάρχει καμία εγγύηση ότι όλα τα άτομα ή οι ομάδες θα προτιμήσουν τα ίδια σύνολα από οικονομικούς θεσμούς, επειδή διαφορετικοί οικονομικοί θεσμοί οδηγούν σε διαφορετικές κατανομές πόρων. Συνεπώς θα υπάρχει μια σύγκρουση συμφερόντων μεταξύ των μελών, σχετικά με την επιλογή των οικονομικών θεσμών. Το ποια ομάδα θα επικρατήσει εξαρτάται από την πολιτική τους δύναμη. Παρόλο που η αποτελεσματικότητα του ενός συνόλου από οικονομικούς θεσμούς συγκρινόμενη με ένα άλλο, διαδραματίζει σημαντικό ρόλο στην επιλογή, η πολιτική δύναμη θα είναι ο τελικός κριτής. Οποιαδήποτε ομάδα θα έχει τη μεγαλύτερη πολιτική δύναμη είναι πιθανό να διασφαλίσει και την λειτουργία του συνόλου οικονομικών θεσμών που εκείνη επιθυμεί.

Ωστόσο, τα άτομα τα οποία έχουν την πολιτική δύναμη δεν μπορούν να δεσμευτούν ότι δεν θα τη χρησιμοποιήσουν για προσωπικό τους συμφέρον και αυτό το πρόβλημα δέσμευσης δημιουργεί μια αδιαχώριστη σχέση μεταξύ αποτελεσματικότητας.

Η κατανομή της πολιτικής δύναμης στην κοινωνία είναι επίσης ενδογενής. Όμως, είναι χρήσιμο να μπορείς να ξεχωρίσεις μεταξύ δύο αντισυμβαλλομένων

πολιτικής δύναμης στους οποίους αναφέρονται ως *de jure* (θεσμικό) και *de facto* πολιτική δύναμη. Εδώ η *de jure* πολιτική δύναμη αναφέρει ότι προέρχεται από τους πολιτικούς θεσμούς στην κοινωνία. Οι πολιτικοί θεσμοί, ομοίως με τους οικονομικούς θεσμούς, προσδιορίζουν τους περιορισμούς και τα κίνητρα στους κύριους δρώντες, αλλά από την πλευρά της πολιτικής. Παραδείγματα πολιτικών θεσμών που περιλαμβάνουν τη μορφή της διακυβέρνησης, είναι για παράδειγμα η σύγκριση της δημοκρατίας και της δικτατορίας, και η έκταση των περιορισμών στους πολιτικούς και στην πολιτική ελίτ. Χρησιμοποιείται το παράδειγμα, που σε μια μοναρχία, οι πολιτικοί θεσμοί προσδίδουν όλη τη *de jure* πολιτική δύναμη στο μονάρχη και του προσδίδουν μόνο ελάχιστους περιορισμούς. Μια ομάδα από άτομα, ακόμα και αν δεν τους έχει αποδοθεί δύναμη από τους πολιτικούς θεσμούς, μπορούν μολαταύτα να κατέχουν πολιτική δύναμη.

Αναφέρονται σε αυτό τον τύπο της πολιτικής δύναμης ως *de facto* πολιτική δύναμη, η οποία έχει δύο πηγές. Αρχικά, εξαρτάται από την ικανότητα της εκάστοτε ομάδας όταν του ζητηθεί να επιλύσει το συλλογικό της πρόβλημα, ακόμα και εάν κάποιο άτομο έχει κίνητρο για *free ride*. Ακόμη η *de facto* δύναμη της ομάδας εξαρτάται από τις οικονομικούς της πόρους, οι οποίοι προσδιορίζουν τόσο την ικανότητα τους να χρησιμοποιούν τους υπάρχοντες πολιτικούς θεσμούς και ακόμη την επιλογή τους να προσλαμβάνουν και να ασκούν πίεση ενάντια στις άλλες ομάδες.

Από την στιγμή που ακόμη δεν υπάρχει κάποια θεωρία που να εξηγεί πλήρως πότε οι ομάδες μπορούν να επιλύσουν τα συλλογικά τους προβλήματα, η εστίαση γίνεται στη δεύτερη μορφή της *de facto* πολιτικής δύναμης. Αυτό οδηγεί στην εξέλιξη της μιας από τις δύο κύριες σταθερές μεταβλητές στο πλαίσιο της εργασίας, τους πολιτικούς θεσμούς. Οι πολιτικοί θεσμοί και η κατανομή των πόρων είναι οι σταθερές μεταβλητές σε αυτό το δυναμικό σύστημα επειδή αυτοί αλλάζουν ουσιαστικά σχετικά αργά και σημαντικότερα, καθορίζουν τους οικονομικούς θεσμούς και την οικονομική απόδοση τόσο άμεσα όσο έμμεσα.

Η άμεση επίδραση είναι εύκολα κατανοητή, καθώς εάν οι πολιτικοί θεσμοί αποδώσουν όλη την πολιτική δύναμη στα χέρια ενός ατόμου ή μιας μικρής ομάδας, οι οικονομικοί θεσμοί οι οποίοι προσφέρουν προστασία στα δικαιώματα ιδιοκτησίας και ίσες ευκαιρίες για τον υπόλοιπο πληθυσμό, είναι δύσκολο να διατηρηθεί. Η έμμεση επίδραση δουλεύει μέσω των καναλιών που αναλύθηκαν παραπάνω και συγκεκριμένα: οι πολιτικοί θεσμοί καθορίζουν την κατανομή της *de jure* πολιτικής δύναμης, που με τη σειρά της επηρεάζει την επιλογή των οικονομικών θεσμών. Αυτό το πλαίσιο εισάγει μια φυσική μορφή ιεραρχίας, με τους πολιτικούς θεσμούς να επηρεάζουν την ισορροπία των οικονομικών θεσμών, και μετέπειτα αυτοί καθορίζουν τα οικονομικά αποτελέσματα. Οι πολιτικοί θεσμοί, μέσω αργής αλλαγής, είναι επίσης ενδογενής. Οι μεταβάσεις των κοινωνιών από δικτατορία στη δημοκρατία

αλλάζουν τα συντάγματα τους έτσι ώστε να τροποποιήσουν τους περιορισμούς στους έχοντες δύναμη.

Οι πολιτικοί θεσμοί όπως συμβαίνει και με τους οικονομικούς θεσμούς είναι συλλογικές αποφάσεις και η κατανομή της πολιτικής δύναμης στην κοινωνία είναι ζήτημα μείζονος σημασίας για την εξέλιξη της. Αυτό δημιουργεί μια τάση για εμμονή: οι πολιτικοί θεσμοί διανέμουν την *de jure* πολιτική δύναμη και εκείνοι που την κατέχουν επηρεάζουν την εξέλιξη των πολιτικών θεσμών και επίσης γενικά επιλέγουν να διατηρήσουν τους πολιτικούς θεσμούς οι οποίοι τους αποδίδουν δύναμη. Ωστόσο, η *de facto* πολιτική δύναμη περιστασιακά δημιουργεί αλλαγές στους πολιτικούς θεσμούς. Καθώς αυτές οι αλλαγές δεν είναι απαραίτητα συνεχείς, μερικές φορές απλά επηρεάζουν την ήδη υπάρχουσα λειτουργία των πολιτικών θεσμών.

Στην παρούσα εργασία των Acemoglu, Johnson, Robinson and Yared (2008) επανεξετάζεται η σχέση μεταξύ κατά κεφαλήν εισοδήματος και δημοκρατίας. Αρχικά, με την υπάρχουσα έρευνα που έχει γίνει σε αυτό το θέμα, η οποία βασίζεται στις διακρατικές σχέσεις, δεν αποδεικνύεται η ύπαρξη αιτιώδους σχέσης. Μάλιστα ίσως υπάρχει αντίστροφη αιτιότητα, δηλαδή η δημοκρατία να επηρεάζει το εισόδημα και όχι το αντίστροφο. Ακόμη, υπάρχει πιθανότητα για σφάλμα από παραλειπόμενες μεταβλητές, καθώς ίσως υπάρχουν κάποιοι άλλοι παράγοντες που επηρεάζουν ταυτόχρονα τη φύση του πολιτικού καθεστώτος και την πιθανή οικονομική ανάπτυξη.

Χρησιμοποιούνται δύο στρατηγικές για να διερευνηθεί κατά πόσο υπάρχει αιτιώδης σχέση μεταξύ εισοδήματος και δημοκρατίας. Η πρώτη αναφέρεται στον έλεγχο για παράγοντες ειδικά για χώρες που επηρεάζουν ταυτόχρονα το εισόδημα και τη δημοκρατία συμπεριλαμβάνοντας τα σταθερά αποτελέσματα (*fixed effects*). Επιπρόσθετα, για να ενισχύσουν τα συμπεράσματα σχετικά με την αιτιώδη σχέση του εισοδήματος στη δημοκρατία, αυτή η προσέγγιση είναι περισσότερο κοντά στη θεωρία της *modernization* όπου δίνει έμφαση στο γεγονός ότι οι χώρες θα γίνουν περισσότερο δημοκρατικές αν γίνουν περισσότερο πλούσιες και όχι ότι οι πλούσιες χώρες θα είναι δημοκρατικές.

Τα πρώτα αποτελέσματα που προκύπτουν είναι πως όταν τα σταθερά αποτελέσματα (*fixed effects*) χρησιμοποιηθούν, τότε η θετική σχέση μεταξύ του κατά κεφαλήν εισοδήματος και της δημοκρατίας χάνεται. Αυτά τα ευρήματα επιβεβαιώνουν ότι δεν υπάρχει σχέση μεταξύ μεταβολών του κατά κεφαλήν εισοδήματος και της δημοκρατίας. Καθώς η εκτίμηση με τα σταθερά αποτελέσματα (*fixed effects*) είναι χρήσιμη έτσι ώστε να αποκοπεί η επήρεια των μακροχρόνιων προσδιοριστικών παραγόντων της δημοκρατίας και του εισοδήματος, δεν εκτιμάει απαραίτητα και την αιτιώδη σχέση μεταξύ των δύο.

Η δεύτερη στρατηγική είναι να χρησιμοποιηθούν παλινδρομήσεις με βοηθητικές μεταβλητές για να εξεταστεί η επίδραση του εισοδήματος στην

δημοκρατία. Συγκεκριμένα μπορούν να χρησιμοποιηθούν δύο πιθανές βοηθητικές μεταβλητές, οι οποίες είναι τα παρελθοντικά αποταμιευτικά ποσοστά και οι αλλαγές των εισοδημάτων των εμπορικά εταίρων. Η λογική που χρησιμοποιείται η πρώτη μεταβλητή είναι ότι οι μεταβολές στα ποσοστά αποταμίευσης επηρεάζουν τα εισοδήματα αλλά δεν έχουν κάποια άμεση επιρροή στην δημοκρατία. Όμοια λογική διακατέχει και τη δεύτερη βοηθητική μεταβλητή που χρησιμοποιούν. Τα αποτελέσματα που προκύπτουν είναι πως και οι δύο βοηθητικές μεταβλητές που αναλύθηκαν παραπάνω δείχνουν να μην υπάρχει αιτιώδης σχέση μεταξύ του κατά κεφαλήν εισοδήματος και της δημοκρατίας.

Παρόμοια συμπεράσματα εξάγουν για την σχέση αυτή για τα τελευταία 100 χρόνια χρησιμοποιώντας παλινδρομήσεις σταθερών αποτελεσμάτων (fixed effects), αφού και πάλι δεν φαίνεται να υπάρχει θετική σχέση μεταξύ εισοδήματος και δημοκρατίας.

Το κύριο μέτρο μέτρησης της δημοκρατίας είναι ο Freedom House Political Index. Μια χώρα λαμβάνει υψηλότερη βαθμολογία εάν τα πολιτικά δικαιώματα που υπάρχουν εκεί βρίσκονται κοντά στα ιδανικά τα οποία αναφέρονται μέσω μιας λίστας από ερωτήσεις (όπως είναι για παράδειγμα αν γίνονται δίκαιες και ελεύθερες εκλογές). Ωστόσο, ο συγκεκριμένος δείκτης έχει δεδομένα για την μεταπολεμική περίοδο, για το λόγο αυτό χρησιμοποιείται στην παρούσα εργασία συμπληρωματικά ο Polity IV dataset, ο οποίος έχει δεδομένα για όλες τις ανεξάρτητες χώρες από το 1800. Χρησιμοποιώντας τα δεδομένα από τους παραπάνω δείκτες, δημιουργήθηκαν τεσσάρων ειδών πάνελ, 5ετή, 10ετή, 20ετή και ετήσια και η οικονομετρική τεχνική που ακολουθείται είναι η OLS.

Η επόμενη εργασία των Acemoglu, Johnson, Robinson and Yared (2009) για να μετρήσει την ύπαρξη δημοκρατίας χρησιμοποιεί το Freedom House Political Rights Index. Ο δείκτης παίρνει τιμές μεταξύ του 1 και του 7, με 7 να έχουν οι χώρες με σχετικά λίγη πολιτική ελευθερία ενώ με 1 οι χώρες με αρκετά μεγάλη ελευθερία. Συμπληρωματικά, χρησιμοποιείται και ο Polity IV dataset, καθώς ο Freedom Index διαθέτει στοιχεία από την μεταπολεμική περίοδο και μετά, ενώ ο Polity IV dataset διαθέτει δεδομένα για όλες τις ανεξάρτητες χώρες από το 1800.

Χρησιμοποιείται ακόμη ένα double hazard model για να αντιμετωπίσει τη ταυτόχρονη μεταβάσεις προς και από τη δημοκρατία. Η ανάλυση πραγματοποιείται με ετήσια και 5ετή πάνελ. Παράλληλα, όσον αναφορά τις βοηθητικές μεταβλητές, δεδομένα για το κατά κεφαλήν εισόδημα πάρθηκαν από τη βάση δεδομένων των Summers-Herston για την μεταπολεμική περίοδο και από τον Maddison (2003) για τα μεγαλύτερα δείγματα, μια μέτρηση της αποδοχής εκπαίδευσης από το Barro και Lee dataset (2000) και δεδομένα για το συνολικό πληθυσμό από τη Παγκόσμια Τράπεζα (2002).

Για να προσδιοριστεί η σχέση μεταξύ εισοδήματος και δημοκρατίας χρησιμοποιείται το ακόλουθο απλό γραμμικό μοντέλο:

$dit = \alpha dit - 1 + \gamma yit - 1 + Xit - 1\beta + \mu t + \delta i + uit$ , όπου  $dit$  είναι το score δημοκρατίας που πετυχαίνει η χώρα  $i$  την περίοδο  $t$ ,  $yit$  είναι η lagged αξία του λογαρίθμου του κατά κεφαλήν εισοδήματος,  $\gamma$  είναι παράμετρος που μετράει την αιτιώδη σχέση μεταξύ εισοδήματος και δημοκρατίας,  $Xit - 1$  είναι το διάνυσμα που περιέχει όλους τους άλλους παράγοντες που μπορεί να επιδρούν στο score,  $\delta i$  περιλαμβάνει ένα σύνολο από ψευδομεταβλητές για την χώρα και τέλος  $\mu t$  περιλαμβάνει ένα σύνολο από time effects όπου συλλαμβάνουν τα σοκ στο score της δημοκρατίας

Η οικονομετρική τεχνική που χρησιμοποιείται είναι η pooled OLS. Τα αποτελέσματα από την παλινδρόμηση δηλώνουν πως υπάρχει μια στατιστικά σημαντική θετική σχέση μεταξύ εισοδήματος και δημοκρατίας, ωστόσο το ποσό αυτό είναι ιδιαίτερα μικρό.

Στη συνέχεια χρησιμοποιούνται τρεις διαφορετικές στρατηγικές. Η πρώτη χρησιμοποιεί τη μέθοδο εκτίμησης GMM του Arellano και Bond, και αναφέρεται στη χρήση δεύτερης και μεγαλύτερης τάξης υστερήσεις σαν βοηθητικές μεταβλητές, με την υπόθεση ότι δεν υπάρχει συσχέτιση με τα κατάλοιπα της παραπάνω παλινδρόμησης. Το αποτέλεσμα είναι ότι ο συντελεστής του κατά κεφαλήν εισοδήματος πλέον να είναι αρνητικός. Η επόμενη στρατηγική που ακολουθείται είναι η χρήση του Griliches and Hausman (1986) long difference estimator. Όπως και με την προηγούμενη μέθοδο, οι συντελεστές του εισοδήματος είναι αρνητικοί. Τέλος, χρησιμοποιείται και η OLS με σταθερά αποτελέσματα (fixed effects) και ετήσιες παρατηρήσεις. Τα αποτελέσματα και εδώ δείχνουν πως δεν υπάρχει στατιστικά σημαντική επίδραση του εισοδήματος στη δημοκρατία.

Με την προσθήκη δύο ακόμα βοηθητικών μεταβλητών, του μέσου όρου των χρόνων που οι άνθρωποι διαθέτουν από σχολική εκπαίδευση και του πληθυσμού, ξανά πραγματοποιούν την παλινδρόμηση, με τα αποτελέσματα να μην αλλάζουν.

Εν κατακλείδι, το συμπέρασμα που καταλήγει η παρούσα εργασία είναι ότι η υπόθεση του modernization θα πρέπει να επανεκτιμηθεί δίνοντας περισσότερο έμφαση στους παράγοντες που επηρεάζουν και τις δυο μεταβλητές και στα πολιτικά και οικονομικά αναπτυξιακά μονοπάτια της κοινωνίας.

Τέλος, οι Stefanidis, Tsoumas και Antzoulatos (2015) σε εργασία τους, εξετάζουν την υπόθεση κατά πόσο το κεφαλήν εισόδημα είναι μια θεμελιώδη αιτία του rent-seeking και συγκεκριμένα εάν ένα υψηλότερο ποσοστό κατά κεφαλήν εισοδήματος μπορεί να οδηγήσει σε ένα ισχυρότερο εμπόδιο

απέναντι στο rent-seeking. Για το λόγο αυτό, επεκτείνεται η modernization υπόθεση για πολιτικούς θεσμούς με σκοπό να συμπεριλάβει το rent-seeking (και να αντικαταστήσει τη δημοκρατία).

Η modernization υπόθεση αναφέρει πως ένα υψηλότερο ποσοστό εισοδήματος, ή γενικά ένα υψηλότερο ποσοστό οικονομικής ανάπτυξης, μπορεί να οδηγήσει σε μια περισσότερο δημοκρατικά μορφή διακυβέρνησης. Ωστόσο, υπάρχει άλλη μια εναλλακτική και ιδιαίτερα δημοφιλής θεωρία, η προσέγγιση της συγκυρίας, η οποία δηλώνει ότι τα ιστορικά ατυχήματα μέσω της συγκεκριμένης προσέγγισης είναι ένας κύριος προσδιοριστικός παράγοντας των πολιτικών θεσμών.

Για τη λήψη δεδομένων, χρησιμοποιήθηκε ο δείκτης του ινστιτούτου Fraser, ο οποίος είναι ο πλέον κατάλληλος για αναλύσεις διακρατικές και χρονοσειρών. Στη συνέχεια για να εξεταστεί το κατά πόσο οι μεταβλητές lagged time-varying, όπως είναι για παράδειγμα το κατά κεφαλήν ΑΕΠ, μπορούν να προβλέψουν την προστασία από το rent-seeking, πραγματοποιούνται παλινδρομήσεις πάνελ. Συγκεκριμένα χρησιμοποιούνται τρεις διαφορετικές τεχνικές, οι οποίες είναι: η Pooled ordinary least squares (OLS), η Fixed-effects OLS και η Arellano and Bover generalized method of moments (GMM).

Παρατηρείται πως και με τις τρεις παραπάνω οικονομετρικές τεχνικές, το lagged κατά κεφαλήν ΑΕΠ είναι ένας σημαντικός θετικός προβλεπτικός παράγοντας για την προστασία από το rent-seeking, ακόμα και αν εξεταστεί για πιθανά ιστορικά ατυχήματα ή για μεταβλητές που επηρεάζουν ταυτόχρονα το εισόδημα και το rent-seeking. Παρόμοια συμπεράσματα μπορούν να εξαχθούν και για τον άλλο παράγοντα που εξετάζεται, την πρόσφατη οικονομική ανάπτυξη που παρατηρείται στη χώρα, καθώς σε περίπτωση πτώσης του ΑΕΠ προβλέπεται ασθενή προστασία έναντι στο rent-seeking.

Ακόμη, παρατηρήθηκε η ύπαρξη μιας αιτιώδους σχέσης μεταξύ του κατά κεφαλήν εισοδήματος και του rent-seeking, όπως επίσης και της οικονομικής ανάπτυξης και του rent-seeking. Αξίζει να σημειωθεί, πως συγκρίνοντας με την απλή μορφή της modernization υπόθεσης, το κατά κεφαλήν εισόδημα και η οικονομική ανάπτυξη μπορούν να έχουν ισχυρότερη προβλεπτική ικανότητα στην προστασία από το rent-seeking σε σχέση με την ποιότητα της δημοκρατίας.

Το rent-seeking έχει ιδιαίτερα περίπλοκα χαρακτηριστικά και για να κατανοηθεί περαιτέρω θα πρέπει να μελετηθεί από την σκοπιά περισσότερων και ταυτόχρονα συσχετιζόμενων μεταξύ τους θεωριών, όπως είναι η προσέγγιση της συγκυρίας που αναφέρθηκε παραπάνω, καθώς μπορεί να εξηγεί την δύναμη της κοινωνίας να προστατευθεί από το rent-seeking.



#### 4.2. Δείκτες ποιότητας των θεσμών

Η ποσοτικοποίηση και εν συνεχεία μέτρηση και αξιολόγηση της επίδρασης των πολιτικών και μη θεσμών στην οικονομία οδήγησε στη δημιουργία διαφόρων δεικτών, σε αναλογία με τους αντίστοιχους οικονομικούς δείκτες. Οι πολιτικοί θεσμοί εξετάζονται μέσω της συμβολής τους στη διακυβέρνηση μιας χώρας και λόγω της πολύπλοκης φύσης της, για την μέτρησή της χρησιμοποιούνται σύνθετοι δείκτες. Οι δείκτες διακυβέρνησης χρησιμοποιούνται για να προσεγγίσουν τη θεσμική ποιότητα των χωρών και την εξελικτική της αποτύπωση, να αξιολογήσουν τη λειτουργική εφαρμογή κυβερνητικών προγραμμάτων και δράσεων, τις υφιστάμενες πολιτειακές δομές και στρατηγικές για την κατανομή των δημοσίων πόρων και τη χρηματοδότηση της ανάπτυξης, καθώς και για να καθιερώσουν αντικειμενικούς σκοπούς και μέτρα σύγκρισης των αναπτυξιακών δυνατοτήτων.

Οι δείκτες αυτοί είναι είτε σε μορφή αξιολόγησης είτε σε περιγραφική μορφή και με αυτούς μετράμε την απόδοση και την ποιότητα διακυβέρνησης. Οι κυριότεροι δείκτες που συναντάμε στην βιβλιογραφία είναι οι ακόλουθοι:

Ο Economic Freedom of the World (Fraser Institute), μετράει το βαθμό στον οποίο οι πολιτικές και οι θεσμοί σε μια χώρα είναι υποστηρικτικές στην οικονομική ελευθερία. Οι ακρογωνιαίοι λίθοι της οικονομικής ελευθερίας είναι η προσωπική επιλογή, η ελευθερία να εισέρχονται νέες εταιρείες και να μπορούν να ανταγωνιστούν τις ήδη υπάρχουσες και η ασφάλεια των ατόμων και της ιδιωτικής τους ιδιοκτησίας. Χρησιμοποιούνται 42 διαφορετικά είδους δεδομένα για να κατασκευαστεί αυτός ο δείκτης και να καταφέρει να μετρήσει την οικονομική ελευθερία σε πέντε ευρύ πεδία, τα οποία είναι: το μέγεθος της κυβέρνησης: έξοδα, φόροι και εταιρείες, η νομική δομή και ασφάλεια των πνευματικών δικαιωμάτων, η πρόσβαση σε ένα σταθερό νόμισμα, το οποίο δεν θα υπόκειται συχνές υποτιμήσεις ή ανατιμήσεις, η ελευθερία να εμπορεύεται κάποιος διεθνώς και η ύπαρξη κανονισμών για πίστωση, εργασία και για τις επιχειρήσεις

Από την πρώτη δημοσίευση των στοιχείων το 1996, αμέτρητες έρευνες έχουν χρησιμοποιήσει τα δεδομένα του δείκτη Economic Freedom of the World για να εξετάσουν την επίδραση της οικονομικής ελευθερίας στις επενδύσεις, την οικονομική ανάπτυξη, τα επίπεδα εισοδήματος και τα επίπεδα φτώχειας. Με ελάχιστες εξαιρέσεις, οι παραπάνω έρευνες βρήκαν ότι οι χώρες που διέθεταν θεσμούς και πολιτικές περισσότερο συμβατά με την οικονομική ελευθερία, είχαν υψηλότερα επίπεδα επενδύσεων, οικονομικής ανάπτυξης και εισοδημάτων, ενώ παρατηρήθηκε ακόμη μια περισσότερο ραγδαία πτώση των επιπέδων φτώχειας.

Ο δείκτης περιλαμβάνει σήμερα 157 χώρες και επικράτειες, με τις τελευταίες που προστέθηκαν να είναι το Μπουτάν, η Γουινέα, η Λιβύη και οι Σευχέλλες. Μάλιστα, για κάποιες από τις χώρες, υπάρχουν δεδομένα από το 1980, ενώ και για κάποιες άλλες υπάρχουν από το 1970. Αυτά τα δεδομένα επιτρέπουν στους ερευνητές να εξετάσουν την επίδραση τόσο τις διαφορές στην οικονομική ελευθερία σε διακρατικό (cross-country) επίπεδο όσο και στις αλλαγές της ελευθερίας για μια περίοδο τεσσάρων δεκαετιών.

Ένας ακόμα δείκτης που μετράει το βαθμό ύπαρξης δημοκρατίας και καλύπτει σχεδόν ολόκληρο τον πληθυσμό της γης (167 χώρες) είναι ο Economist Intelligence Unit. Το πλεονέκτημα του EIU, σε σχέση με άλλους δείκτες, είναι ότι όχι μόνο βαθμολογεί τις χώρες (σε μια κλίμακα από το 0 μέχρι το 10) αλλά επίσης τις ταξινομεί αναλόγως, κατατάσσοντάς τις σε τέσσερις κατηγορίες: τις πλήρως δημοκρατικές, τις ατελείς δημοκρατίες, τα υβριδικά καθεστώτα και τα απολυταρχικά καθεστώτα.

Τα κριτήρια αξιολόγησης της δημοκρατίας στηρίζονται σε πέντε επιμέρους δείκτες οι οποίοι είναι οι ακόλουθοι: η εκλογική διαδικασία και η ύπαρξη πλουραλισμού σε αυτή, το καθεστώς πολιτικών ελευθεριών που απολαμβάνουν οι πολίτες, ο τρόπος λειτουργίας της κυβέρνησης, ο βαθμός συμμετοχής στα πολιτικά ζητήματα και τέλος ο πολιτικός πολιτισμό που υπάρχει σε κάθε χώρα. Με στοιχεία του 2008 με τον EIU μόνο το μισό του παγκόσμιου πληθυσμού εκτιμάται ότι ζει σε κάποιας μορφής δημοκρατίας, ενώ πάνω από το 1/3 ζει σε απολυταρχικά καθεστώτα.

Ακόμα ένας δείκτης, ο Polity IV Project, το εγχείρημα του οποίου συνεχίζει την παράδοση της ερευνητικής ομάδας Polity στην κωδικοποίηση των χαρακτηριστικών της κρατικής εξουσίας στο παγκόσμιο σύστημα για συγκριτική και ποσοτική ανάλυση, χρησιμοποιείται αρκετά στην βιβλιογραφία. Το αρχικό εννοιολογικό σχέδιο διατυπώθηκε και τα πρώτα δεδομένα συγκεντρώθηκαν (Polity I) υπό τις οδηγίες του Ted Robert Gurr, σε συνεργασία με τον Harry Eckstein και δημοσιεύτηκε με τον τίτλο: *Patterns of Authority. A Structural Basis for Political Inquiry* (1975).

Η Polity αποδείχθηκε πολύτιμη πηγή για τους ερευνητές και χρησιμοποιείται ευρέως σε θέματα πολιτικών αλλαγών και αποτελεσματικής διακυβέρνησης. Το Polity Project IV δημοσιεύει αναλύσεις από το 2010 και υποστηρίζεται από οργανισμούς όπως οι: Political Instability Task Force, Societal-Systems Research και Center for Systemic Peace.

Η βαθμολόγηση γίνεται σε μια κλίμακα 21 σημείων που κυμαίνεται από -10 (κληρονομική μοναρχία) σε +10 (παγιωμένη δημοκρατία). Οι βαθμολογίες μπορούν επίσης να μετατραπούν στις κατηγορίες καθεστώτος. Για παράδειγμα μπορεί να γίνει μια τριχοτόμηση ως εξής: μονοκρατίες (-10 έως -6), βασιλείες (-5 έως +5) και δημοκρατίες (+6 έως +10). Το Polity III

αναθεώρησε δεδομένα της Polity αρχικά το 1992 και στην συνέχεια το 1998 τα οποία δημοσίευσε με τον τίτλο Polity98. Μετά την αναθεώρηση τα δεδομένα της Polity διαμορφώθηκαν στην σημερινή τους μορφή, η οποία είναι πιο κατάλληλη για αναλύσεις χρονοσειρών.

Το Polity IV εισήγαγε μια αλλαγή στην βαθμολόγηση με την χρήση ενός αναθεωρημένου συνδυαστικού βαθμού ο οποίος βοηθάει στην ανάλυση με χρονοσειρές. Σύμφωνα με τον βαθμό αυτό οι μεταβολές σε ένα πολίτευμα που κανονικά δηλώνονταν με τους αριθμούς -66, -77, -88, μετασχηματίζονται σε πιο "κανονικούς" βαθμούς από το -10 έως το +10 ως εξής: -66 (εξωτερική εισβολή στην χώρα): έλλειψη δεδομένων, -77 (αναρχία): βαθμολογία 0, -88 (ομαλή μεταβολή σε άλλο πολίτευμα): ανάλογα με τα χρόνια που διαρκεί η μετάβαση γίνεται ομοιόμορφη κατανομή ανά χρόνο του αντίστοιχου βαθμού.

Ο επόμενος δείκτης που εξετάζουμε είναι ο World Governance Indicators και ανήκει στο Ινστιτούτο της Παγκόσμιας Τράπεζας και συγκεκριμένα στο πρόγραμμα Παγκόσμιοι Δείκτες Διακυβέρνησης, όπου καταρτίζονται έξι δείκτες διακυβέρνησης και διαμορφώνονται με βάση τα παρακάτω στοιχεία: Φωνή και λογοδοσία -όπου περιλαμβάνεται ο βαθμός συμμετοχής των πολιτών, η ελευθερία έκφρασης, η ελευθερία συνεταιρισμού και η ελευθερία των μέσων μαζικής ενημέρωσης-, η πολιτική σταθερότητα και απουσία βίας/τρομοκρατίας -όπου αναφέρεται η πιθανότητα αποσταθεροποίησης της κυβέρνησης λόγω συνταγματικής εκτροπής, βίας ή τρομοκρατίας-, κυβερνητική αποτελεσματικότητα - όπου περιλαμβάνεται η ποιότητα δημόσιας διοίκησης, ανεξαρτησία από πολιτικές πιέσεις, ποιότητα διαμόρφωσης πολιτικής, ποιότητα των ρυθμιστικών παρεμβάσεων - όπου αναφέρεται η ικανότητα του κράτους να δημιουργεί ένα πλαίσιο υγιών πολιτικών και ρυθμιστικών παρεμβάσεων που προωθούν την ιδιωτική πρωτοβουλία, κράτος δικαίου - όπου αναφέρεται ο βαθμός στον οποίο οι φορείς της οικονομίας έχουν εμπιστοσύνη στους νόμους, συμπεριλαμβανομένης της ποιότητας στην ισχύ των συμβάσεων, των δικαιωμάτων ιδιοκτησίας, της αστυνομίας και των δικαστηρίων, καθώς και η πιθανότητα βίας και εγκλήματος και τέλος ο έλεγχος της διαφθοράς - όπου περιλαμβάνεται ο βαθμός στον οποίο ασκείται η κρατική εξουσία για να περιοριστεί η απόκτηση από ιδιώτες και κρατικούς λειτουργούς κερδών/οφελών με παράτυπο τρόπο.

Για τη σύνταξη της σχετικής έκθεσης "Governance Matters 2009, (Worldwide Governance Indicators 1996-2008)", χρησιμοποιήθηκαν 35 πηγές και στοιχεία για την περίοδο 1996-2008 από 33 διαφορετικούς οργανισμούς, όπως ερευνητικούς φορείς, ιδιωτικές επιχειρήσεις κ.ά. Η αρχική έκθεση του 1997 γνωστή και ως WDR97 έγινε μετά από έρευνα σε 67 χώρες συμπεριλαμβάνοντας τοπικούς και ξένους επιχειρηματίες, μικρές και μεγάλες εταιρείες. Το μειονέκτημα της έκθεσης ήταν ότι δεν περιλάμβανε τους εν δυνάμει επιχειρηματίες, αλλά μόνο τους υφισταμένους. Με αυτό τον τρόπο

δεν προσμετράτε η έλλειψη νέου επιχειρηματικού ενδιαφέροντος λόγω κακής διακυβέρνησης, με συνέπεια να μην λαμβάνεται υπόψη ένας σημαντικός παράγοντας κακής ποιότητας πολιτικών θεσμών.

Ένας ακόμα δείκτης, ο Business Environmental Risk Intelligence υπάρχει από τις αρχές του 1970. αλλά καλύπτει πολύ λιγότερες χώρες (περίπου 50) σε σχέση με τον ICRG. Ο BERI χρησιμοποιείται κυρίως από επενδυτικές εταιρείες με την διαφορά ότι δεν καλύπτει μικρές και φτωχές χώρες. Σύμφωνα με την μελέτη των Knack and Anderson μεγάλες τιμές του δείκτη σχετίζονται με αύξηση του εισοδήματος για τους φτωχούς, παρά για τον πληθυσμό μιας χώρας συνολικά.

Η Transparency International είναι ο τελευταίος δείκτης που εξετάζεται και δημοσιεύει σε ετήσια βάση τον δείκτη Corruption Perceptions λαμβάνοντας υπόψη εκθέσεις για τη διαφθορά παγκόσμια και στοιχεία από άλλους δείκτες. Ο δείκτης δημιουργήθηκε το 1995 με δεδομένα για 41 χώρες, με βάση 7 εκθέσεις. Το 1999 κάλυπτε 99 χώρες, με βάση 14 διαφορετικές πηγές. Επιχειρεί να καταγράψει την διαφθορά δημοσίων στον δημόσιο και ιδιωτικό τομέα, με έμφαση στην διαφθορά δημοσίων λειτουργιών και πολιτικών. Οι επί μέρους δείκτες που χρησιμοποιεί αφορούν στοιχεία όπως: δωροδοκία δημοσίων υπαλλήλων, κατάχρηση δημοσίων πόρων και τις προσπάθειες καταπολέμησης της διαφθοράς στο δημόσιο και καλύπτουν τόσο τις πολιτικές όσο και τις εκτελεστικές προεκτάσεις της διαφθοράς. Η μέθοδος που χρησιμοποιείται για την βαθμολόγηση είναι αυτή του ερωτηματολογίου. Για το 2011 ο CPI χρησιμοποιεί 17 διαφορετικές πηγές για 13 θεσμούς και περιλαμβάνει 180 περίπου χώρες.

## 5. ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ

Στην παρούσα ενότητα, λαμβάνει χώρα το εμπειρικό μέρος της εργασίας και όπου θα εξεταστούν μέσω παλινδρομήσεων η επίδραση του κάθε προσδιοριστικού παράγοντα στην αξιολόγηση της εταιρικής πιστοληπτικής ικανότητας. Για αρχή θα γίνει η περιγραφή του δείγματος που εξετάστηκε, στη συνέχεια θα γίνει μια αναλυτικότερη περιγραφή των μεταβλητών και η ενότητα θα κλείσει εξάγοντας τα οικονομετρικά αποτελέσματα.

### 5.1 Περιγραφή δείγματος

Το αντικείμενο της παρούσας εργασίας είναι να βρεθούν ποιοι είναι οι κύριοι προσδιοριστικοί παράγοντες της αξιολόγησης της πιστοληπτικής αξιολόγησης μιας εταιρείας και αν το θεσμικό πλαίσιο της χώρας που βρίσκεται η εταιρεία είναι μέσα σε αυτούς. Η επιλογή του δείγματος έγινε με βάση τις χώρες του ΟΟΣΑ (βλέπε Πίνακα 2 στο παράρτημα) και αναλυτικότερα επιλέχθηκαν για κάθε χώρα οι δέκα μεγαλύτερες με βάση την κεφαλοποίηση εταιρείες.

Λόγω έλλειψη δεδομένων για τις εταιρείες που βρίσκονται στην Ισλανδία και την Εσθονία, εταιρείες από τις χώρες αυτές δεν συμπεριλήφθηκαν στο δείγμα. Παράλληλα, όσο αναφορά τις υπόλοιπες χώρες, κάποιες εταιρείες δεν διέθεταν πιστοληπτική αξιολόγηση από τον οίκο αξιολόγησης Moody's, με αποτέλεσμα να μην συμπεριληφθούν και αυτές στο δείγμα. Ο χρονικός ορίζοντας για τη λήψη των δεδομένων ορίστηκε από το έτος 2000 μέχρι το 2014, έτσι ώστε να συμπεριληφθούν τα στοιχεία των εταιρειών πριν και μετά την χρηματοπιστωτική κρίση που ξέσπασε το 2007.

Από τις τρεις διαθέσιμες ηλεκτρονικές βάσεις δεδομένων (Thomson Reuters Eikon, Datastream Reuters, Bloomberg L.P.) επελέγη εκείνη με τις περισσότερες διαθέσιμες πληροφορίες που αφορούν τα στοιχεία των εταιρειών. Για τα λογιστικά στοιχεία των εταιρειών και την άντληση στοιχείων χρησιμοποιήθηκε η Datastream, ενώ για την άντληση στοιχείων που αφορά την πιστοληπτική ικανότητα τόσο σε επίπεδο εταιρείας όσο και σε επίπεδο χώρας χρησιμοποιήθηκε η Bloomberg. Τα στοιχεία που επιλέχθηκαν να συλλεχθούν, με βάση τις παλιότερες έρευνες της βιβλιογραφίας που παρουσιάστηκαν και παραπάνω, από την Datastream αφορούν: τις καθαρές πωλήσεις ή κέρδη, τη λογιστική αξία των περιουσιακών στοιχείων, το μακροπρόθεσμο χρέος, την καθαρή θέση, την κεφαλοποίηση, το καθαρό εισόδημα, την ηλικία της εταιρείας και τα έξοδα σε έρευνα και ανάπτυξη. Ακόμη όσο αναφορά τα μακροοικονομικά στοιχεία των χωρών που συλλέχθηκαν από την Datastream είναι τα ακόλουθα: το επίπεδο οικονομικής ανάπτυξης της χώρας, τον πληθωρισμό, το μακροπρόθεσμο χρέος της

χώρας, το κατά κεφαλήν εισόδημα και το ονομαστικό επιτόκιο που επικρατεί στην χώρα.

Τα στοιχεία που συλλέχθηκαν από την Bloomberg αφορούν τους ετήσιους βαθμούς πιστοληπτικής αξιολόγησης για μακροπρόθεσμο ορίζοντα του διεθνή οίκου αξιολόγησης Moody's, τόσο σε επίπεδο εταιρείας όσο και χώρας. Τέλος, τα δεδομένα για τον δείκτη ελευθερίας της οικονομίας του ινστιτούτου Fraser, αντλήθηκαν από τον ίδιο τον ιστότοπο του ινστιτούτου Fraser, αφού τα δεδομένα εκεί διατείνονται ελεύθερα.

Λόγω ελλιπών στοιχείων για τα έξοδα σε έρευνα και ανάπτυξη στις περισσότερες εταιρείες του δείγματος, ο δείκτης έρευνας και ανάπτυξης που σχεδιαζόταν να εξεταστεί δεν θα περιληφθεί στους προσδιοριστικούς παράγοντες. Ακόμη λόγω του περιορισμένου χρόνου και της δυσκολίας άντλησης των δεδομένων, αποφασίστηκε να μην συμπεριληφθούν στο δείγμα παράγοντες εταιρικής διακυβέρνησης.

Εν κατακλείδι, το τελικό δείγμα περιλαμβάνει 2638 παρατηρήσεις, για 201 εταιρείες από 32 χώρες του ΟΟΣΑ (βλέπε Πίνακα 3 στο παράρτημα). Το οικονομετρικό μοντέλο που θα εξεταστεί στην παρούσα εργασία θα έχει την μορφή μη ισορροπημένου (unbalanced) πάνελ, αφού δεν εξετάζονται δέκα εταιρείες σε όλες τις χώρες, και θα έχει την ακόλουθη μορφή:

$$\begin{aligned} credit_{ratings_{ijt}} = & a + b_1age_{ijt} + b_2country\_debt_{ijt} + b_3country\_growth_{ijt} + \\ & b_4country\_rating_{ijt} + b_5equity_{ijt} + b_6efw_{ijt} + b_7inflation_{ijt} + \\ & b_8interest\_rate_{ijt} + b_9leverage_{ijt} + b_{10}capitalization_{ijt} + \\ & b_{11}per\_capita\_income_{ijt} + b_{12}roa_{ijt} + b_{13}size_{ijt} + \varepsilon_{ijt} + \delta_j + u_{ijt} \end{aligned}$$

Όπου  $a$  είναι ο σταθερός όρος,  $b_1, b_2, \dots, b_{13}$  είναι οι συντελεστές των επεξηγηματικών μεταβλητών,  $i$  αναφέρεται στην εταιρεία,  $j$  αναφέρεται στην χώρα και  $t$  αναφέρεται στον χρόνο. Οι επεξηγηματικές μεταβλητές της παλινδρόμησης είναι:  $age$  που αναφέρεται στην ηλικία της εταιρείας,  $country\_debt$  που αναφέρεται στο χρέος που διαθέτει η χώρα στην οποία βρίσκεται η εταιρεία,  $country\_growth$  που αναφέρεται στο επίπεδο οικονομικής ανάπτυξης που επιτυγχάνει η χώρα στην οποία βρίσκεται η εταιρεία,  $country\_rating$  που αναφέρεται στην πιστοληπτική αξιολόγηση που δέχεται η χώρα από τον οίκο Moody's,  $equity$  ένας δείκτης για την καθαρή θέση της εταιρείας,  $efw$  που αναφέρεται στον δείκτη οικονομικής ελευθερίας του ινστιτούτου Fraser,  $inflation$  που αναφέρεται στον πληθωρισμό της χώρας στην οποία βρίσκεται η εταιρεία,  $interest\_rate$  που αναφέρεται στο επίπεδο επιτοκίου που επικρατεί στην χώρα στην οποία βρίσκεται η εταιρεία,  $leverage$

ένας δείκτης για την εταιρική μόχλευση, *capitalization* που αναφέρεται στην κεφαλοποίηση της εταιρείας, *per\_capita\_income* που αναφέρεται στο κατά κεφαλήν εισόδημα της χώρας στην οποία βρίσκεται η εταιρεία, *roa* ένας δείκτης αποτελεσματικότητας των περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας και *size* που αναφέρεται στο μέγεθος της εταιρείας. Οι μεταβλητές  $\varepsilon_{ijt}$  και  $\delta_j$  είναι ψευδομεταβλητές και αναφέρονται στα *country fixed effects* και στα *time fixed effects* αντίστοιχα.

## 5.2. Περιγραφή προσδιοριστικών παραγόντων

Στην παρούσα ενότητα θα αναλυθούν περαιτέρω οι προς εκτίμηση προσδιοριστικοί παράγοντες στο δείγμα μας, για να υπάρχει μια καλύτερη εικόνα των παραγόντων που εξετάζονται. Θα τονιστεί ακόμη και ποια θα είναι η αναμενόμενη σχέση ανάμεσα σε αυτούς με την πιστοληπτική αξιολόγηση, δηλαδή αν υπάρχει θετική ή αρνητική σχέση μεταξύ τους.

Αρχικά, ο βαθμός εταιρικής πιστοληπτικής ικανότητας (*credit\_rating*) στην παρούσα εργασία θα ληφθεί ως εξαρτημένη μεταβλητή. Για την ποσοτικοποίηση των βαθμών αξιολογήσεων της εκάστοτε εταιρείας, χρησιμοποιήθηκαν δεδομένα από τον διεθνή οίκο αξιολόγησης Moody's και δόθηκε η τιμή 21 στην ανώτατη αξιολόγηση (Aaa), 20 στην αμέσως επόμενη (Aa1), συνεχίζοντας με τον ίδιο τρόπο μέχρι την τιμή 1 που δόθηκε στην τελευταία αξιολόγηση (C)(βλέπε Πίνακα 4 στο παράρτημα). Αξίζει να τονιστεί πως για χρονικές περιόδους που κάποια εταιρεία δεν είχε αξιολόγηση από τον οίκο Moody's, είτε για λόγο που η ίδια η εταιρεία δεν επιθυμεί πλέον αξιολόγηση είτε για άλλο λόγο, η τιμή που θα δίνεται θα είναι 0.

Η ηλικία της εταιρείας (*age*) είναι ο πρώτος παράγοντας που εξετάζουμε, υπολογίζεται από τον λογάριθμο της ηλικίας της εταιρείας και έχει αναλυθεί αρκετά στην βιβλιογραφία. Συγκεκριμένα ο Poon (2003), Czarnitzki και Kraft (2004) και Poon και Chan (2010) έχουν χρησιμοποιήσει την μεταβλητή αυτή στις έρευνες τους. Το πρόσημο που έχει παρατηρηθεί στις παραπάνω έρευνες είναι θετικό, καθώς όσο μεγαλώνει ηλικιακά μια εταιρεία, τόσο περισσότερο εδραιώνεται στην κοινωνία και ταυτόχρονα αποκτάει μεγαλύτερο κύρος σε αυτή. Για το λόγο αυτό, οι οίκοι αξιολόγησης αποδίδουν καλύτερες αξιολογήσεις σε εταιρείες με μεγαλύτερη ηλικία συγκριτικά με άλλες με λιγότερα χρόνια ζωής.

Το χρέος της χώρας (*country\_debt*), μια μεταβλητή ιδιαίτερα σημαντική για την αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας μιας χώρας, αναφέρεται στο μακροπρόθεσμο χρέος της χώρας στην οποία εδρεύει η εταιρεία και υπολογίζεται ως προς το ΑΕΠ της χώρας. Ο Feder και Uy (1985) και οι Cantor και Pecker (1996) χρησιμοποίησαν τον συγκεκριμένο παράγοντα σε

έρευνα τους, με το παραγόμενο πρόσημο να είναι αρνητικό. Μια αύξηση στο χρέος της χώρας ως προς το ΑΕΠ, θα επηρεάσει την κατάσταση αποπληρωμής του από τη χώρα και ίσως οδηγήσει μέχρι και τη χρεοκοπία της. Αυτή η δυσμενής κατάσταση θα επηρεάσει άμεσα και την εταιρεία, μιας και το όλο δυσμενές κλίμα θα επηρεάσει αρνητικά την εταιρεία.

Το επίπεδο οικονομικής ανάπτυξης μιας χώρας (*country\_growth*), είτε είναι θετική είτε είναι αρνητική, φαίνεται να επηρεάζει την πιστοληπτική αξιολόγηση της εταιρείας. Σύμφωνα με τους Feder και Uy (1985) και Cantor και Pecker (1996) σε έρευνες τους, έδειξαν πως η οικονομική ανάπτυξη μιας χώρας επηρεάζει θετικά την πιστοληπτική ικανότητα της εταιρείας. Οι εταιρείες επηρεάζονται άμεσα από τις αλλαγές της οικονομικής δραστηριότητας, αφού σε περίπτωση μείωσης του ρυθμού του ΑΕΠ, θα υπάρχει μείωση στη παραγόμενα από την εταιρεία στα αγαθά και στις υπηρεσίες. Οι εταιρείες θα αντιμετωπίσουν μείωση του περιθωρίου κέρδους τους, οδηγώντας τις σε μείωση του κόστους παραγωγής, έτσι ώστε να ανακάμψουν οι πωλήσεις τους. Σε περίπτωση μη ανάκαμψης των πωλήσεων, οι εταιρείες θα οδηγηθούν σε αδυναμία αποπληρωμής των χρεών τους ή ακόμα και σε χρεοκοπία.

Η πιστοληπτική αξιολόγηση της χώρας (*country\_rating*) θα επηρεάζει και αυτή την αντίστοιχη εταιρική αξιολόγηση. Η συγκεκριμένη μεταβλητή αναφέρεται στην πιστοληπτική αξιολόγηση του οίκου Moody's για μια χώρα και συγκεκριμένα, όπως και παραπάνω, με τιμή 21 αξιολογείται μια χώρα με την καλύτερη δυνατή αξιολόγηση (Aaa), με τιμή 20 η αμέσως επόμενη, συνεχίζοντας με τον ίδιο τρόπο μέχρι την τιμή 1 που δόθηκε στην τελευταία αξιολόγηση (C), ενώ 0 δόθηκε στις χώρες που δεν έχουν, για οποιαδήποτε λόγο, για κάποιο έτος αξιολόγηση. Το αναμενόμενο πρόσημο που θα δείξει την σχέση που υπάρχει ανάμεσα στην εταιρική και κρατική αξιολόγηση θα είναι θετικό. Αυτό το αποτέλεσμα οφείλεται στο γεγονός ότι η πιστοληπτική αξιολόγηση της χώρας επηρεάζει άμεσα την ίδια εταιρεία, καθώς εάν μια χώρα δεχθεί μια δυσμενέστερη αξιολόγηση, το κόστος διακρατικού δανεισμού της θα αυξηθεί με αποτέλεσμα να αυξηθεί το χρέος της. Αυτό θα επηρεάσει άμεσα και την εταιρεία αρνητικά.

Ο δείκτης καθαρής θέσης (*equity*) που χρησιμοποιείται στην παρούσα εργασία, υπολογίζεται διαιρώντας τα ίδια κεφάλαια της εταιρείας με το σύνολο του ενεργητικού της και χρησιμοποιήθηκε από έρευνα του Poon (2003). Το πρόσημο αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι όσο αυξάνεται η καθαρή θέση της εταιρείας τόσο περισσότερο ασφάλεια νιώθουν οι δανειστές της όσον αναφορά την αποπληρωμή των χρεών της και απομακρύνοντας έτσι την περίπτωση χρεοκοπίας.

Για τη μέτρηση της ποιότητας του θεσμικού πλαισίου χρησιμοποιείται ο δείκτης οικονομικής ελευθερίας (*efw*), έχει δημιουργηθεί από το Ινστιτούτο



Fraser και αποτελεί μια προσπάθεια μέτρησης του βαθμού οικονομικής ελευθερίας στα κράτη. Στην παρούσα εργασία θα χρησιμοποιηθεί ως ένας ποσοτικός δείκτης του θεσμικού πλαισίου που υπάρχει σε μια χώρα και παίρνει τιμές από το 0, απουσία οικονομικής ελευθερίας, μέχρι το 10, απόλυτη οικονομική ελευθερία (για τις τιμές του δείκτη για τις εξεταζόμενες χώρες βλέπε Πίνακα 5 στο παράρτημα).

Όσο αναφορά την σχέση του δείκτη με την πιστοληπτική αξιολόγηση της εταιρείας, τόσο η θετική σχέση όσο και η αρνητική φαίνονται λογικές. Αρχικά, ο υψηλότερος δείκτης οικονομικής ελευθερίας σηματοδοτεί καλύτερο θεσμικό πλαίσιο σε μια χώρα, πράγμα που οδηγεί σε υψηλότερα επίπεδα οικονομικής ανάπτυξης δικαιολογώντας έτσι την θετική σχέση του δείκτη με την πιστοληπτική ικανότητα. Στον αντίποδα όμως, ο υψηλότερος δείκτης φανερώνει και μεγαλύτερη προστασία των πιστωτών, πράγμα που εξηγεί την αρνητική σχέση. Τα οικονομετρικά αποτελέσματα θα είναι αυτά που θα φανερώσουν ποια από τις δύο δυνάμεις θα κυριαρχήσει.

Ο πληθωρισμός (inflation), άλλη μια μακροοικονομική μεταβλητή που χρησιμοποιείται στην παρούσα εργασία, μετράει το επίπεδο του ετήσια προσαρμοσμένου πληθωρισμού που επικρατεί σε μια χώρα. Σύμφωνα με τους Feder και Uy (1985) και Cantor και Pecker (1996) σε έρευνες τους, έδειξαν ότι υπάρχει αρνητική σχέση μεταξύ του πληθωρισμού και της αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας. Εντούτοις, υπάρχει και η αντίθετη άποψη που υποστηρίζει θετική σχέση. Ο πληθωρισμός εμμέσως "φουσκώνει" το ονομαστικό ΑΕΠ μιας χώρας, με αποτέλεσμα να αυξηθούν τα έσοδα (σε περίπτωση που δεν υπάρχει μείωση της κατανάλωσης). Οι υπάρχοντες φόροι, όπως για παράδειγμα ο ΦΠΑ, εφαρμόζονται στις ονομαστικές τιμές, άρα τα έσοδα της χώρας αυξάνονται. Ακόμη λόγω της αύξησης των τιμών, μπορεί να ενισχυθεί ο τζίρος της οικονομίας και ακόλουθα το ΑΕΠ της χώρας. Οπότε, από λογιστική άποψη, μπορεί να βελτιωθεί η εικόνα του λόγου χρέους προς ΑΕΠ και έτσι η χώρα να επιτύχει καλύτερη πιστοληπτική αξιολόγηση. Παράλληλα θα επηρεαστεί και άμεσα η εταιρεία, μιας και θα υπάρχει ευνοϊκότερο κλίμα στην οικονομία με τελικό αποτέλεσμα να δεχθεί καλύτερη αξιολόγηση από τους διεθνούς οίκους αξιολόγησης. Όπως και στην περίπτωση του δείκτη οικονομικής ελευθερίας, τα οικονομετρικά αποτελέσματα θα είναι ο τελικός κριτής για το πρόσημο.

Ένας ακόμα σημαντικός μακροοικονομικός παράγοντας είναι το επίπεδο επιτοκίου (interest\_rate) και αναφέρεται στο επίπεδο επιτοκίου που επικρατεί στην χώρα στην οποία βρίσκεται η χώρα. Οι Feder και Uy (1985) και αργότερα Cantor και Pecker (1996) σε έρευνα τους, έδειξαν πως η πιστοληπτική αξιολόγηση μιας εταιρείας επηρεάζεται αρνητικά από το επίπεδο του επιτοκίου στην οικονομία. Αυτό συμβαίνει διότι, καθώς αυξάνεται το επίπεδο επιτοκίου που δανείζουν οι τράπεζες, παράλληλα αυξάνεται και το κόστος

δανεισμού των εταιρειών, μιας και δέχονται κατά κύριο λόγο δανεισμό από το τραπεζικό σύστημα.

Ακολουθεί, ο δείκτης μόχλευσης (leverage) ο οποίος αναφέρεται στην εταιρική μόχλευση και υπολογίζεται διαιρώντας το μακροπρόθεσμο χρέος της εταιρείας με το σύνολο του ενεργητικού. Ο συγκεκριμένος δείκτης χρησιμοποιήθηκε από τους Bowe και Larik (2014) και σε μια γενικότερη μορφή από τους Cantor και Pecker (1996), εξετάζοντας σε επίπεδο χώρας. Η μόχλευση αναμένεται να επηρεάζει αρνητικά την πιστοληπτική αξιολόγηση, καθώς όσο αυξάνεται το μακροπρόθεσμο χρέος της εταιρείας, τόσο δυσκολότερη αποτελεί η αποπληρώμη του και παράλληλα μειώνεται η πιστοληπτική ικανότητα της εταιρείας.

Η κεφαλοποίηση (capitalization) αναφέρεται στην κεφαλοποίηση μιας εταιρείας και υπολογίζεται από τον λογάριθμο της αγοραίας κεφαλοποίησης της εταιρείας. Σύμφωνα με τον Poon (2003) και αργότερα τους Poon και Chan (2010) , ο δείκτης αυτός αναμένεται να επηρεάζει θετικά την πιστοληπτική αξιολόγηση και αυτό συμβαίνει επειδή, όσο μεγαλύτερη είναι η κεφαλοποίηση της εταιρείας τόσο ισχυρότερη θεωρείται η εταιρεία. Ουσιαστικά αποτελεί μια διαφορετική είδους μέτρηση του μεγέθους μιας εταιρείας.

Το κατά κεφαλήν εισόδημα (per\_capita\_income) αναφέρεται στο κατά κεφαλήν εισόδημα του πληθυσμού της χώρας στην οποία βρίσκεται η εταιρεία και υπολογίζεται με τη χρήση του λογάριθμου του εισοδήματος. Οι Feder και Uy (1985) και αργότερα οι Cantor και Pecker (1996) χρησιμοποίησαν την συγκεκριμένη μεταβλητή, καταλήγοντας πως μια αύξηση του κατά κεφαλήν εισοδήματος, θα οδηγήσει σε αύξηση της κατανάλωσης, πράγμα που θα αυξήσει τις πωλήσεις των εταιρειών και παράλληλα θα ενισχύσει την οικονομική κατάσταση των εταιρειών. Σαν τελικός παραλήπτης θα είναι η πιστοληπτική αξιολόγηση, η οποία όπως είναι λογικό θα είναι ευνοϊκότερη για τις εταιρείες.

Η απόδοση περιουσιακών στοιχείων (ROA) υπολογίζεται διαιρώντας τα καθαρά κέρδη της εταιρείας με το σύνολο του ενεργητικού της και έχει χρησιμοποιηθεί σε έρευνα του Poon (2003). Σύμφωνα με τον Poon, φαίνεται να υπάρχει μια θετική σχέση μεταξύ του δείκτη και της πιστοληπτικής ικανότητας, καθώς όσο μεγαλύτερος είναι ο δείκτης, τόσο πιο αποτελεσματικά χρησιμοποιεί η εταιρεία τα περιουσιακά της στοιχεία, παράγοντας ταυτόχρονα περισσότερα έσοδα. Επομένως, είναι ένα θετικό σημάδι για μια εταιρεία και οι ίδιοι αξιολόγησης την ανταμείβουν με καλύτερη αξιολόγηση.

Τέλος, ένας αρκετά σημαντικός παράγοντας είναι και το μέγεθος της εταιρείας (size). Ο συγκεκριμένος δείκτης υπολογίζεται από τον λογάριθμο των περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας. Σε έρευνα των Bowe και Larik (2014), έδειξαν πως όσο μεγαλύτερο είναι το μέγεθος μιας εταιρείας, τόσο

καλύτερη αξιολόγηση πετυχαίνει μια εταιρεία. Αυτό οφείλεται στο γεγονός, πως όσο μεγαλύτερη είναι μια εταιρεία, τόσο δυσκολότερο είναι να προβεί σε χρεοκοπία, αφού λόγω αξιοπιστίας και κύρους τα τυχόν προβλήματα που αντιμετωπίζει θα επιλυθούν σχετικά εύκολα.

Ακολουθεί πίνακας όπου περιγράφονται συνοπτικά όλα τα παραπάνω.

<b>Μεταβλητή</b>	<b>Σύντομη περιγραφή</b>	<b>Πηγή</b>	<b>Αναμενόμενο πρόσημο</b>
credit_ratings	Πιστοληπτική αξιολόγηση της εταιρείας	Bloomberg	
age	Ηλικία της εταιρείας	Datastream	Θετικό (+)
country_debt	Χρέος της χώρας	Datastream	Αρνητικό (-)
country_growth	Οικονομική ανάπτυξη της χώρας	Datastream	Θετικό (+)
country_rating	Πιστοληπτική αξιολόγηση της χώρας	Bloomberg	Θετικό (+)
equity	Δείκτης οικονομικής θέσης της εταιρείας	Datastream	Θετικό (+)
efw	Δείκτης οικονομικής ελευθερίας	Fraser Institute	Θετικό (+) Αρνητικό (-)
inflation	Πληθωρισμός της χώρας	Datastream	Θετικό (+) Αρνητικό (-)
interest_rate	Επιτόκιο που επικρατεί στην χώρα	Datastream	Αρνητικό (-)
leverage	Δείκτης εταιρικής μόχλευσης	Datastream	Αρνητικό (-)
capitalization	Κεφαλοποίηση της εταιρείας	Datastream	Θετικό (+)
per_capita_income	Κατά κεφαλήν εισόδημα χώρας	Datastream	Θετικό (+)
ROA	Δείκτης αποτελεσματικότητας των περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας	Datastream	Θετικό (+)
size	Μέγεθος της εταιρείας	Datastream	Θετικό (+)

### 5.3. Αποτελέσματα

Στην ενότητα αυτή παρουσιάζονται τα αποτελέσματα των παλινδρομήσεων που έγιναν με τη χρήση της μεθόδου των ελαχίστων

τετραγώνων για μη ισορροπημένο (unbalanced) πάνελ με τη βοήθεια του οικονομετρικού προγράμματος *enviews*. Οι παλινδρομήσεις έγιναν, στο πρώτο στάδιο, με το υπόδειγμα που έχει οριστεί παραπάνω, ενώ μετέπειτα οι παλινδρομήσεις επαναλήφθηκαν με την σταδιακή απαλοιφή των περισσότερων μη στατιστικά σημαντικών επεξηγηματικών μεταβλημάτων και συγκεκριμένα για επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας πάνω από 10%. Αναλυτικότερα τα αποτελέσματα παρουσιάζονται αμέσως μετά.

	(1)	(2)
<b>Variable</b>	<b>Coefficient</b>	<b>Coefficient</b>
C	-14,793** (-2,01)	-27,871*** (-4,74)
age	4,9*** (9,41)	4,814*** (9,21)
country_debt	-3,381*** (-2,95)	-2,846** (-2,55)
country_growth	13,046** (2,26)	11,329** (1,99)
country_rating	0,544*** (7,49)	0,551*** (7,44)
equity	1,695** (2,03)	1,745** (2,06)
efw	-1,651*** (-3,22)	
inflation	20,693* (1,81)	23,603** (1,98)
leverage	-1,116* (-1,9)	-1,021* (-1,75)
ROA	-5,404* (-1,83)	-5,358* (-1,81)
size	2,732*** (4,01)	2,739*** (4,06)
Periods included	15	
Cross-sections included	208	
Total panel (unbalanced) observations	2804	
Cross-section SUR (PCSE) standard errors & covariance (d.f. corrected)		
Effects Specification		
Cross-section fixed (dummy variables)		
Period fixed (dummy variables)		
R-squared	0,673	0,672

Adjusted R-squared	0,644	0,643
--------------------	-------	-------

Τα παραπάνω αποτελέσματα δεν περιλαμβάνουν τους προσδιοριστικούς παράγοντες που αναφέρονται στο επίπεδο επιτοκίων που επικρατεί στην χώρα, την κεφαλοποίηση της εταιρείας όπως και το κατά κεφαλήν εισόδημα της χώρας που βρίσκεται η εταιρεία, καθώς δεν είναι στατιστικά σημαντικά στο υπόδειγμα μας. Όσο αναφορά τους υπόλοιπους παράγοντες, σύμφωνα με τον παραπάνω πίνακα, με \* αναφέρεται η στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 10%, με \*\* η στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 5% και τέλος με \*\*\* η στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 1%. Εκτός απ' αυτά, έχουμε συμπεριλάβει σταθερά τα διακρατικά και χρονικά αποτελέσματα (cross-section and period fixed).

Το υπόδειγμα (1) περιλαμβάνει όλους τους στατιστικά σημαντικούς παράγοντες, ενώ αντίθετα το υπόδειγμα (2) δεν περιλαμβάνει το δείκτη οικονομικής ελευθερίας *efw*. Αυτή η διαφοροποίηση πραγματοποιήθηκε για να μπορέσουμε να εντοπίσουμε αν τα αποτελέσματα αλλάζουν με την ύπαρξη ή όχι ενός δείκτη θεσμικού πλαισίου. Ο συντελεστής προσδιορισμού είναι σχεδόν ίδιος και στις δύο περιπτώσεις και μάλιστα είναι αρκετά ικανοποιητικός, αφού είναι περίπου 67%. Στη συνέχεια θα αναλυθεί η οικονομική σημασία των προσδιοριστικών μεταβλητών και κατά πόσο τα αποτελέσματα συμφωνούν με αυτά που αναμέναμε.

Η μεταβλητή *age* που μετράει την ηλικία της εταιρείας και στις δύο περιπτώσεις που εξετάσαμε είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας 1%. Η σχέση της μεταβλητής με την πιστοληπτική αξιολόγηση είναι θετική, όπως αναμέναμε, και μάλιστα η επίδραση της είναι αισθητή. Στατιστικά σημαντική είναι και η ακόλουθη μεταβλητή που αναφέρεται στο χρέος της χώρας (*country\_debt*) σε επίπεδο σημαντικότητας 5% και το πρόσημο που προέκυψε είναι αρνητικό. Η διαφορά στο συντελεστή της μεταβλητής είναι μικρή στα δύο μοντέλα, ενώ η επίδρασή της είναι αισθητή. Αναμενόμενα αποτελέσματα προκύπτουν και από την μεταβλητή *country\_growth* που μετράει τον ρυθμό ανάπτυξης της οικονομίας, μιας και είναι στατιστικά σημαντική και στις δύο περιπτώσεις σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 5%. Η τυχόν ανάπτυξη φαίνεται να επηρεάζει θετικά την πιστοληπτική αξιολόγηση της εταιρείας και μάλιστα σε μεγάλο βαθμό.

Η πιστοληπτική αξιολόγηση της χώρας, που υπολογίζεται από την μεταβλητή *country\_rating* επηρεάζει την αντίστοιχη εταιρική αξιολόγηση θετικά, ωστόσο πολύ αναιμικά. Η σχέση αυτή είναι αυτή που περιμέναμε και η στατιστική σημαντικότητα και στις δύο περιπτώσεις είναι 1%. Ο επακόλουθος δείκτης της καθαρής αξίας (*equity*) επηρεάζει και αυτός θετικά την πιστοληπτική αξιολόγηση μιας εταιρείας, κάτι που είναι λογικό και το αναμέναμε. Ο συντελεστής είναι στατιστικά σημαντικός σε επίπεδο

στατιστικής σημαντικότητας 5% και στις δύο περιπτώσεις, ενώ δεν είναι ιδιαίτερα αισθητή η συμβολή του.

Ιδιαίτερα ενδιαφέροντα αποτελέσματα προέκυψαν από το δείκτη οικονομικής ελευθερίας (efw) που χρησιμοποιήσαμε για την μέτρηση της ποιότητας του θεσμικού πλαισίου. Είναι στατιστικά σημαντικός σε επίπεδο σημαντικότητας 1% και επηρεάζει αρνητικά την πιστοληπτική αξιολόγηση. Η επίδραση του δείκτη είναι μικρή αλλά αισθητή, καθώς μια αύξηση του δείκτη κατά 1% θα μειώσει κατά 1,65% την αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας μιας εταιρείας.

Ο πληθωρισμός (inflation) τελικά επηρεάζει θετικά την πιστοληπτική αξιολόγηση μιας εταιρείας και μάλιστα σε ιδιαίτερα μεγάλο βαθμό, καθώς μια αύξηση του πληθωρισμού κατά 1%, θα οδηγήσει σε αύξηση της πιστοληπτικής αξιολόγησης κατά 20% και 23% αντίστοιχα. Αξίζει να αναφερθεί ακόμη, πως η στατιστική σημαντικότητα στα δύο υποδείγματα διαφέρει, αφού στην πρώτη περίπτωση είναι 10%, ενώ στη δεύτερη 5%.

Για το δείκτη εταιρικής μόχλευσης (leverage), η σχέση του με την πιστοληπτική αξιολόγηση είναι όπως αναμενόταν αρνητική. Όσο αφορά την στατιστική σημαντικότητα των συντελεστών και στις δύο περιπτώσεις παρατηρούνται σε επίπεδο σημαντικότητας 10%. Ο δείκτης αποτελεσματικότητας των περιουσιακών στοιχείων φαίνεται να επηρεάζει αρνητικά την πιστοληπτική αξιολόγηση της εταιρείας, ένα αποτέλεσμα που δεν το αναμέναμε. Το γεγονός αυτό ίσως οφείλεται στην παράλειψη κάποια σημαντικής μεταβλητής από το δείγμα. Σε κάθε περίπτωση το αποτέλεσμα είναι στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 10%. Τέλος ο δείκτης μεγέθους της εταιρείας (size) επηρεάζει θετικά την πιστοληπτική αξιολόγηση της εταιρείας σε επίπεδο σημαντικότητας 1% και στις δύο περιπτώσεις. Το αποτέλεσμα αυτό είναι αναμενόμενο.

## 6. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Η εμπειρική ανάλυση που πραγματοποιήθηκε στην παρούσα εργασία έγινε με αρχικό σκοπό να εντοπιστεί ποιοι είναι οι κύριοι παράγοντες που είναι υπεύθυνοι για την πιστοληπτική αξιολόγηση των εταιρειών από τους διεθνείς οίκους αξιολόγησης. Το δείγμα που εξετάστηκε, αναφέρεται σε εταιρείες των χωρών του ΟΟΣΑ για τα έτη 2000 μέχρι 2014. Πέρα από τη χρησιμοποίηση παραγόντων που έχουν αναλυθεί από την προηγούμενη βιβλιογραφία, εξετάστηκε επιπλέον η συνεισφορά του θεσμικού πλαισίου. Για τη μέτρηση του θεσμικού πλαισίου χρησιμοποιήθηκε ο δείκτης οικονομικής ελευθερίας του ινστιτούτου Fraser, ο οποίος περιέχει δεδομένα για μεγάλο αριθμό χωρών και πλήθος ετών. Τα κυριότερα συμπεράσματα της ανάλυσης μας που πραγματοποιήθηκε είναι τα ακόλουθα:

Αρχικά, το θεσμικό πλαίσιο που υπάρχει σε μια χώρα, φαίνεται να έχει σημαντική συνεισφορά στην πιστοληπτική αξιολόγηση μιας χώρας. Το πρόσημο της σχέσης του συγκεκριμένου παράγοντα με την πιστοληπτική ικανότητα είναι άκρως ενδιαφέρον, αφού είναι αρνητικό. Χωρίς να αποτελεί μη αναμενόμενο αποτέλεσμα, κάποιος θα σκεφτόταν πως το υψηλότερο επίπεδο θεσμικού πλαισίου θα οδηγεί σε υψηλότερο επίπεδο αναπτύξεως και ταυτόχρονα θα επηρέαζε θετικά την εταιρική αξιολόγηση. Αντίθετα, υπερίσχυσε η αντίρροπη δύναμη, κάτι που σηματοδοτεί ότι ο υψηλότερος δείκτης ενισχύει την προστασία των πιστωτών.

Οι υπόλοιποι σημαντικοί παράγοντες που επηρεάζουν την πιστοληπτική ικανότητα και έχουν εξεταστεί παλιότερα από τη βιβλιογραφία είναι οι ακόλουθοι: η ηλικία της εταιρείας, το χρέος της χώρας, η οικονομική ανάπτυξη της χώρας, η πιστοληπτική αξιολόγηση της χώρας, ο δείκτης καθαρής θέσης, ο ετήσιος πληθωρισμός, ο δείκτης μόχλευσης, ο δείκτης αποτελεσματικότητας των περιουσιακών στοιχείων και το μέγεθος της εταιρείας

Αξίζει να σημειωθεί πως η μεγαλύτερη συνεισφορά φαίνεται να έχει ο πληθωρισμός και το επίπεδο οικονομικής ανάπτυξης. Παράδοξο αποτελεί το αρνητικό πρόσημο που προέκυψε στο συντελεστή του δείκτη αποτελεσματικότητας των περιουσιακών στοιχείων, το οποίο ίσως οφείλεται στην παράληψη κάποιας σημαντικής μεταβλητής, η οποία συσχετίζεται με το συγκεκριμένο δείκτη.

Οι παράγοντες που δεν έχουν σημαντική συνεισφορά στο υπόδειγμα μας είναι το επίπεδο επιτοκίου που επικρατεί στην χώρα, η κεφαλοποίηση της εταιρείας και το κατά κεφαλήν εισόδημα.

## ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1. Πληροφοριακό υλικό από τους οίκους αξιολογήσεις, [www.moodys.com](http://www.moodys.com), [www.standardandpoors.com/el/web/guest](http://www.standardandpoors.com/el/web/guest), [www.fitchratings.com](http://www.fitchratings.com)
2. A.A Antzoulatos, Σημειώσεις διδάσκοντα
3. Acemoglu, Daron, Simon Johnson, and James A. Robinson, (2005) “Institutions As a Fundamental Cause of Long-Run Growth,” in Philippe Aghion and Steven N. Durlauf (eds), Handbook of Economic Growth, Volume 1A, Amsterdam: Elsevier, 2005, p. 385-472.
4. Acemoglu, Daron, Simon Johnson, James A. Robinson, and Pierre Yared, (2008) “Income and Democracy,” American Economic Review, 98, June 2008, p. 808-842.
5. Acemoglu, Daron, Simon Johnson, James A. Robinson, and Pierre Yared, (2009) “Reevaluating the Modernization Hypothesis,” Journal of Monetary Economics, 56, November 2009, p. 1043-1058.
6. Behr Patrick and Guttler Andre (2007), “The informational content of unsolicited ratings”.
7. Bhojraj Sanjeev and Sengupta Partha (2003), “Effect of Corporate Governance on Bond Ratings and Yields: The Role of Institutional Investors and Outside Directors”, 2003, vol. 76, issue 3, pages 455-476.
8. Bowe and Larik (2014), “Split Ratings and Differences in Corporate Credit Rating Policy between Moody’s and Standard and Poor’s”.
9. Business Environmental Risk Intelligence, [www.beri.com](http://www.beri.com)
10. Byoun and Yoon (2011), “Information Content of Unsolicited Credit Ratings: Evidence from Japanese Firms”.
11. Cantor Richard and Packer Frank (1994), “The Credit Rating Industry”, Quarterly Review, Federal Reserve Bank of New York, Vol. 19, Summer-Fall 1994, pp. 1 – 26
12. Cantor Richard and Packer Frank (1996), “Determinants and Impact of Sovereign Credit Ratings”.
13. Cantor Richard, Packer Frank and Cole Kevin (1997), “Split Ratings and the Pricing of Credit Risk”.
14. Credit ratings agencies: informational material from Wikipedia, [www.en.wikipedia.org/wiki/Credit\\_rating\\_agency](http://www.en.wikipedia.org/wiki/Credit_rating_agency)
15. Czarnitzki and Kraft (2004), “Innovation Indicators and Corporate Credit Ratings: Evidence from German Firms”.
16. Eccles Robert G. and Youmans Timothy (2015). “Implied Materiality and Material Disclosures of Credit Ratings”.
17. Economist Intelligence Unit, [www.eiu.com/home.aspx](http://www.eiu.com/home.aspx)



18. Feder and Uy (1985), "The determinants of international creditworthiness and their implications", JOURNAL OF INTERNATIONAL SECURITIES MARKETS 9-18.
19. Freedom of the world (2015), [www.freetheworld.com/2015/economic-freedom-of-the-world-2015.pdf](http://www.freetheworld.com/2015/economic-freedom-of-the-world-2015.pdf)
20. Freedom House. Freedom in the World 2012, [www.freedomhouse.org/report/freedom-world/freedom-world-2012](http://www.freedomhouse.org/report/freedom-world/freedom-world-2012)
21. Glaeser, Edward L., Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, and Andrei Shleifer. "Do Institutions Cause Growth?" Journal of Economic Growth, 9, September 2004, p. 271-303.
22. Heritage Foundation. 2012 Index of Economic Freedom, 2012, [www.heritage.org/index](http://www.heritage.org/index)
23. Kaufmann, Daniel, Aart Kraay and Massimo Mastruzzi. The Worldwide Governance Indicators: Methodology and Analytical Issues, World Bank, September 2010.
24. La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, and Andrei Shleifer. "The Economic Consequences of Legal Origins," Journal of Economic Literature, 46, June 2008, p. 285-332.
25. Marshall, Monty G., Keith Jagers, and Ted Robert Gurr. Polity IV Project: Political Regime Characteristics and Transitions, 1800-2010, 2012, [www.systemicpeace.org/polity/polity4.htm](http://www.systemicpeace.org/polity/polity4.htm)
26. Mishkin (2007), Chapter 8 in The Economics of Money, Banking, and Financial Markets
27. Moodys, (2014), Mapping Moody's National Scale Ratings to Global Scale Ratings.
28. Murphy, Kevin M., Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny. "Why Is Rent-Seeking So Costly to Growth?" American Economic Review, 83, May 1993, p. 409-414.
29. Polity IV Project: Political Regime Characteristics and Transitions, 1800-2013, [www.systemicpeace.org/polity/polity4.htm](http://www.systemicpeace.org/polity/polity4.htm)
30. Poon Winnie P.H. (2003), "Are unsolicited credit ratings biased downward?"
31. Poon Winnie P.H. and Chan Kam V. (2010), "Solicited and unsolicited Credit Ratings: A global perspective".
32. Staikouras K. Panagiotis (2012), "A Theoretical and Empirical Review of the EU Regulation on Credit Rating Agencies: In Search of Truth, Not Scapegoats", Financial Markets, Institutions & Instruments, Vol. 21, No. 2, pp. 71 – 155, May 2012.
33. Stefanadis, Tsoumas and Antzoulatos (2015) Income, Modernization and rent-seeking.
34. Transparency International, [www.transparency.org](http://www.transparency.org)
35. White J. Lawrence "The Credit Rating Agencies", Journal of Economic Perspectives, Vol. 24, No. 2, Spring, pp. 211 – 236.

36. World Bank. Worldwide Governance Indicators, 2014,  
[www.worldbank.org/governance/wgi/index.aspx#home](http://www.worldbank.org/governance/wgi/index.aspx#home)

## ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

### Πίνακας 1

Σύστημα αξιολόγησης Moody's, Standard & Poor's και Fitch

<b>Moody's</b>	<b>S&amp;P</b>	<b>Fitch</b>
<b>Aaa</b>	<b>AAA</b>	<b>AAA</b>
<b>Aa1</b>	<b>AA+</b>	<b>AA+</b>
<b>Aa2</b>	<b>AA</b>	<b>AA</b>
<b>Aa3</b>	<b>AA-</b>	<b>AA-</b>
<b>A1</b>	<b>A+</b>	<b>A+</b>
<b>A2</b>	<b>A</b>	<b>A</b>
<b>A3</b>	<b>A-</b>	<b>A-</b>
<b>Baa1</b>	<b>BBB+</b>	<b>BBB+</b>
<b>Baa2</b>	<b>BBB</b>	<b>BBB</b>
<b>Baa3</b>	<b>BBB-</b>	<b>BBB-</b>
<b>Ba1</b>	<b>BB+</b>	<b>BB+</b>
<b>Ba2</b>	<b>BB</b>	<b>BB</b>
<b>Ba3</b>	<b>BB-</b>	<b>BB-</b>
<b>B1</b>	<b>B+</b>	<b>B+</b>
<b>B2</b>	<b>B</b>	<b>B</b>
<b>B3</b>	<b>B-</b>	<b>B-</b>
<b>Caa1</b>	<b>CCC+</b>	<b>CCC+</b>
<b>Caa2</b>	<b>CCC</b>	<b>CCC</b>
<b>Caa3</b>	<b>CCC-</b>	<b>CCC-</b>
<b>Ca</b>	<b>CC</b>	<b>CC</b>
<b>Ca</b>	<b>C</b>	<b>C</b>
<b>C</b>	<b>RD</b>	<b>DDD</b>
<b>/</b>	<b>SD</b>	<b>DD</b>
<b>/</b>	<b>D</b>	<b>D</b>

Πηγή: [www.wikipedia.com](http://www.wikipedia.com)

Πίνακας 2  
Χώρες του ΟΟΣΑ

1	AUSTRALIA
2	AUSTRIA
3	BELGIUM
4	CANADA
5	CHILE
6	CZECH REPUBLIC
7	DENMARK
8	ESTONIA
9	FINLAND
10	FRANCE
11	GERMANY
12	GREECE
13	HUNGARY
14	ICELAND
15	IRELAND
16	ISRAEL
17	ITALY
18	JAPAN
19	SOUTH KOREA
20	LUXEMBOURG
21	MEXICO
22	NETHERLANDS
23	NEW ZEALAND
24	NORWAY
25	POLAND
26	PORTUGAL
27	SLOVAKIA
28	SLOVENIA
29	SPAIN
30	SWEDEN
31	SWITZERLAND
32	TURKEY
33	UK
34	USA

### Πίνακας 3

Εταιρείες που επιλέχθηκαν στο δείγμα

	Country name	Firm name
1	AUSTRALIA	COMMONWEALTH BANK OF AUSTRALIA
2	AUSTRALIA	WESTPAC BANKING
3	AUSTRALIA	AUSTRALIA AND NEW ZEALAND BANKING GROUP
4	AUSTRALIA	NATIONAL AUSTRALIA BANK
5	AUSTRALIA	BHP BILLITON
6	AUSTRALIA	TELSTRA
7	AUSTRALIA	WESFARMERS
8	AUSTRALIA	WOOLWORTHS SUPERMARKETS
9	AUSTRALIA	RIO TINTO GROUP
10	AUSTRIA	VERBUND AG
11	AUSTRIA	RAIFFEISEN ZENTRALBANK
12	AUSTRIA	TELEKOM AUSTRIA AG
13	AUSTRIA	OMV AG
14	AUSTRIA	ERSTE GROUP BANK AG
15	AUSTRIA	OSTERREICHISCHE POST
16	BELGIUM	ANHEUSER-BUSCH
17	BELGIUM	ENGIE SA
18	BELGIUM	KBC GROUP NV
19	BELGIUM	PROXIMUS NV
20	BELGIUM	SOLVAY SA
21	BELGIUM	AGEAS SA
22	BELGIUM	DELHAIZE GROUP
23	BELGIUM	ENBRIDGE
24	CANADA	CANADIAN IMPERIAL BANK OF COMMERCE
25	CANADA	BELL CANADA ENTERPRISES
26	CANADA	BANK OF MONTREAL
27	CANADA	SUNCOR ENERGY
28	CANADA	CANADIAN NATIONAL
29	CANADA	BANK OF NOVA SCOTIA
30	CANADA	TORONTO-DOMINION BANK
31	CANADA	ROYAL BANK OF CANADA
32	CHILE	AES GENER

33	CHILE	CENCOSUD
34	CHILE	BANCO DE CHILE
35	CHILE	EMPRESA NACIONAL DEL PETOLEO
36	CHILE	BANCO SANTANDER
37	CHILE	ENERSIS
38	CHILE	EMPRESAS COPEC
39	CHILE	LATAM AIRLINES
40	CHILE	QUIMICA MINERA CHILE
41	CZECH REP	CEZ GROUP
42	CZECH REP	KOMERCNI BANKA
43	CZECH REP	O2 CZECH REPUBLIC
44	CZECH REP	ERSTE GROUP BANK
45	DENMARK	CARLSBERG
46	DENMARK	NOVO NORDISK
47	DENMARK	DANSKE BANK
48	DENMARK	AP MOLLER MAERSK
49	DENMARK	NORDEA BANK
50	DENMARK	TDC
51	FINLAND	NOKIA
52	FINLAND	SAMPO
53	FINLAND	FORTUM
54	FINLAND	UPM-KYMMENE
55	FINLAND	STORA ENSO
56	FINLAND	TELIASONERA AB
57	FINLAND	METSO
58	FRANCE	TOTAL
59	FRANCE	SANOF
60	FRANCE	BNP PARIBAS
61	FRANCE	AXA
62	FRANCE	ORANGE
63	FRANCE	ENGIE
64	FRANCE	AIRBUS GROUP
65	GERMANY	BAYER
66	GERMANY	VOLKSWAGEN
67	GERMANY	HENKEL AG AND
68	GERMANY	DAIMLER AG
69	GERMANY	SAP

70	GERMANY	SIEMENS
71	GERMANY	DEUTSCHE TELEKOM
72	GERMANY	ALLIANZ
73	GERMANY	BASF
74	GERMANY	DEUTSCHE BANK
75	GREECE	ALPHA BANK
76	GREECE	EUROBANK ERGASIAS
77	GREECE	HELLENIC TELECOM
78	GREECE	NATIONAL BANK OF GREECE
79	GREECE	PIRAEUS BANK
80	HUNGARY	OTP BANK
81	HUNGARY	MAGYAR TELEKOM
82	HUNGARY	FHB NYRT
83	IRELAND	ALLIED IRISH BANKS
84	IRELAND	KERRY GROUP
85	IRELAND	BANK OF IRELAND
86	IRELAND	GLANBIA
87	IRELAND	SMURFIT KAPPA GROUP
88	IRELAND	PERMANENT TSB GROUP
89	ISRAEL	TEVA PHARMACEUTICAL
90	ISRAEL	BANK HAPOALIM
91	ISRAEL	BEZEQ ISRAEL TELECOM
92	ISRAEL	BANK LEUMI LE-ISRAEL
93	ISRAEL	DELEK GROUP
94	ISRAEL	PERRIGO COMPANY
95	ITALY	ENI
96	ITALY	ENEL
97	ITALY	UNICREDIT
98	ITALY	INTESA SAOPAOLO
99	ITALY	ATLANTIA
100	ITALY	FIAT CHRYSLER
101	ITALY	UNIPOLSAI
102	ITALY	EDISON
103	ITALY	BANCA POPOLARE DELL
104	JAPAN	MIZUHO FINANCIAL GROUP
105	JAPAN	SUMI MITSUI FINANCIAL
106	JAPAN	HONDA MOTOR

107	JAPAN	SOFTBANK GROUP
108	JAPAN	JAPAN TOBACCO
109	JAPAN	NIPPON TELEG/TELEPH
110	JAPAN	NTT DOCOMO
111	JAPAN	mitsubishi
112	JAPAN	TOYOTA MOTOR
113	SOUTH KOREA	SAMSUNG ELECTRONICS
114	SOUTH KOREA	HYUNDAI MOTOR
115	SOUTH KOREA	KOREA ELECTRIC POWER
116	SOUTH KOREA	HYUNDAI MOBIS
117	SOUTH KOREA	SK HYNIX INC
118	SOUTH KOREA	KIA
119	SOUTH KOREA	POSCO
120	LUXEMBOURG	RTL GROUP
121	LUXEMBOURG	SES
122	LUXEMBOURG	APERAM
123	LUXEMBOURG	ARCELORMITTAL
124	LUXEMBOURG	ESPIRITO SANTO FINANCIAL
125	LUXEMBOURG	GRUPO TELEVISA
126	MEXICO	AMERICA MOVIL
127	MEXICO	GRUPO BIMBO
128	MEXICO	ALFA SAB
129	NETHERLANDS	ASML HOLDING
130	NETHERLANDS	HEINEKEN
131	NETHERLANDS	ING GROUP
132	NETHERLANDS	UNILEVER
133	NETHERLANDS	ROYAL DUTCH SHELL
134	NETHERLANDS	PHILIPS
135	NETHERLANDS	UNIBAIL-RODAMCO
136	NETHERLANDS	KONINKLIJKE AHOLD
137	NETHERLANDS	AKZO NOBEL
138	NETHERLANDS	KONINKLIJKE KPN
	NEW	
139	ZEALAND	SPARK NEW ZEALAND
	NEW	
140	ZEALAND	AIR NEW ZEALAND
	NEW	
141	ZEALAND	RYMAN HEALTHCARE



	<b>NEW</b>	
<b>142</b>	<b>ZEALAND</b>	<b>VECTOR</b>
<b>143</b>	<b>NORWAY</b>	<b>STATOIL</b>
<b>144</b>	<b>NORWAY</b>	<b>TELENOR GROUP</b>
<b>145</b>	<b>NORWAY</b>	<b>DNB</b>
<b>146</b>	<b>NORWAY</b>	<b>YARA INTERNATIO</b>
<b>147</b>	<b>NORWAY</b>	<b>NORSK HYDRO</b>
<b>148</b>	<b>POLAND</b>	<b>POWSZECHNA KASA</b>
<b>149</b>	<b>POLAND</b>	<b>BANK ZACHODNI</b>
<b>150</b>	<b>POLAND</b>	<b>PGE</b>
<b>151</b>	<b>POLAND</b>	<b>POLSKIE GORNICTWO</b>
<b>152</b>	<b>POLAND</b>	<b>ING BANK SLASKI</b>
<b>153</b>	<b>POLAND</b>	<b>MBANK</b>
<b>154</b>	<b>PORTUGAL</b>	<b>EDP</b>
<b>155</b>	<b>PORTUGAL</b>	<b>BANCO COMERCIAL</b>
<b>156</b>	<b>PORTUGAL</b>	<b>PORTUCEL</b>
<b>157</b>	<b>PORTUGAL</b>	<b>BANCO BPI</b>
<b>158</b>	<b>PORTUGAL</b>	<b>REN</b>
<b>159</b>	<b>SLOVAKIA</b>	<b>TATRA BANKA</b>
<b>160</b>	<b>SLOVAKIA</b>	<b>OTP BANKA SLOVENSKO</b>
<b>161</b>	<b>SLOVAKIA</b>	<b>KOMERCNI BANKA</b>
<b>162</b>	<b>SLOVAKIA</b>	<b>VSEOB UVER BANKA</b>
<b>163</b>	<b>SLOVENIA</b>	<b>TELEKOM SLOVENIJE DD</b>
<b>164</b>	<b>SPAIN</b>	<b>BANCO SANTANDER</b>
<b>165</b>	<b>SPAIN</b>	<b>TELEFONICA</b>
<b>166</b>	<b>SPAIN</b>	<b>BANCO BILBAO VIZCAYA</b>
<b>167</b>	<b>SPAIN</b>	<b>IBERDROLA</b>
<b>168</b>	<b>SPAIN</b>	<b>CAIXABANK</b>
<b>169</b>	<b>SPAIN</b>	<b>GAS NATURAL SDG</b>
<b>170</b>	<b>SPAIN</b>	<b>REPSOL</b>
<b>171</b>	<b>SWEDEN</b>	<b>NORDEA BANK</b>
<b>172</b>	<b>SWEDEN</b>	<b>ERICSSON</b>
<b>173</b>	<b>SWEDEN</b>	<b>SV. HANDELSBANKEN</b>
<b>174</b>	<b>SWEDEN</b>	<b>ATLAS COPCO</b>
<b>175</b>	<b>SWEDEN</b>	<b>SWEDBANK</b>
<b>176</b>	<b>SWEDEN</b>	<b>SKANDINAVISKA</b>
<b>177</b>	<b>SWEDEN</b>	<b>TELIASONERA</b>

178	SWEDEN	VOLVO
179	SWEDEN	INVESTOR
180	SWITZERLAND	NESTLE
181	SWITZERLAND	NOVARTIS
182	SWITZERLAND	ROCHE HOLDING
183	SWITZERLAND	CREDIT SUISSE GROUP
184	SWITZERLAND	ABB
185	SWITZERLAND	ZURICH INSURANCE
186	SWITZERLAND	SWISS RE
187	SWITZERLAND	SYNGENTA
188	TURKEY	TURKIYE GARANTI BANK
189	TURKEY	AKBANK TAS
190	TURKEY	KOC HOLDING
191	TURKEY	TURKCELL ILETISIM
192	TURKEY	TURKIYE IS BANKASI
193	TURKEY	YAPI VE KREDI
194	TURKEY	TURKIYE HALK BANKASI
195	UK	HSBC HOLDINGS
196	UK	BRITISH AMERICAN TOB
197	UK	BP
198	UK	VODAFONE
199	UK	GLAXOSMITHKLINE
200	UK	ASTRAZENECA
201	UK	ROYAL DUTCH SHELL
202	UK	LLOYDS BANKING GROUP
203	UK	ROYAL BANK OF SCOTLAND
204	UK	BHP BILLITON
205	USA	APPLE
206	USA	MICROSOFT
207	USA	EXXON MOBIL
208	USA	GENERAL ELECTRIC
209	USA	JOHNSON & JOHNSON
210	USA	WELLS FARGO
211	USA	JPMORGAN CHASE
212	USA	ALPHABET
213	USA	PROCTER & GAMBLE
214	USA	WAL-MART STORES

#### Πίνακας 4

Ποσοτικοποίηση της αξιολόγησης Moody's

<b>Aaa</b>	<b>21</b>
<b>Aa1</b>	<b>20</b>
<b>Aa2</b>	<b>19</b>
<b>Aa3</b>	<b>18</b>
<b>A1</b>	<b>17</b>
<b>A2</b>	<b>16</b>
<b>A3</b>	<b>15</b>
<b>Baa1</b>	<b>14</b>
<b>Baa2</b>	<b>13</b>
<b>Baa3</b>	<b>12</b>
<b>Ba1</b>	<b>11</b>
<b>Ba2</b>	<b>10</b>
<b>Ba3</b>	<b>9</b>
<b>B1</b>	<b>8</b>
<b>B2</b>	<b>7</b>
<b>B3</b>	<b>6</b>
<b>Caa1</b>	<b>5</b>
<b>Caa2</b>	<b>4</b>
<b>Caa3</b>	<b>3</b>
<b>Ca</b>	<b>2</b>
<b>C</b>	<b>1</b>
<b>No Rating</b>	<b>0</b>

Πίνακας 5

Ο δείκτης οικονομικής ελευθερίας του ινστιτούτου Fraser

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
AUSTRALIA	8,1	7,9	8,1	8	8	8,1	8,1	8,1	8,1	7,9	7,9	7,9	7,9	7,8	7,8
AUSTRIA	7,6	7,4	7,8	7,9	7,9	7,8	7,8	7,8	7,7	7,6	7,5	7,5	7,5	7,5	7,5
BELGIUM	7,9	7,4	7,6	7,5	7,5	7,4	7,4	7,4	7,3	7,3	7,3	7,3	7,3	7,3	7,3
CANADA	8,4	8,3	8	8,2	8,2	8,1	8,1	8,1	8	8	7,9	7,9	7,9	7,9	7,9
CHILE	7,4	7,6	7,7	7,9	7,9	7,9	7,9	8	7,9	7,9	7,9	7,9	7,8	7,9	7,9
CZECH REPUBLIC	6,5	6,6	6,9	7	7	7	7	7,2	7,3	7,2	7,2	7,2	7,4	7,3	7,3
DENMARK	8,1	7,9	8,1	8	8	8,1	8,1	8,1	8,1	7,9	7,9	7,9	7,9	7,8	7,8
FINLAND	7,7	7,6	7,9	7,9	7,9	7,9	7,9	7,9	7,8	7,7	7,7	7,8	7,7	7,6	7,6
FRANCE	7,3	7	7,3	7,3	7,4	7,3	7,3	7,5	7,4	7,4	7,4	7,3	7,2	7,1	7,1
GERMANY	7,7	7,4	7,7	7,8	7,7	7,8	7,7	7	7,5	7,6	7,5	7,6	7,5	7,5	7,5
GREECE	6,9	6,8	7	7,3	7,3	7,4	7,3	7,3	6,9	6,8	6,8	6,7	6,7	6,9	6,9
HUNGARY	6,6	6,9	7,1	7,2	7,2	7,2	7,1	7,1	7,2	7,3	7,3	7,4	7,3	7,3	7,3
IRELAND	8,2	8	7,9	7,9	8,1	8,2	8,1	8	7,8	7,6	7,6	7,7	7,9	7,9	7,9
ISRAEL	6,8	6,7	7,3	7	7,3	7,3	7,2	7,2	7,2	7,1	7,3	7,3	7,3	7,4	7,4
ITALY	7,4	7,2	7,4	7,2	7,3	7,4	7,3	7,2	7,1	7	7,2	7,2	7,2	7,1	7,1
JAPAN	7,9	7,5	7,5	7,8	7,8	7,8	7,8	7,8	7,7	7,5	7,5	7,4	7,6	7,5	7,5
SOUTH KOREA	6,8	7,1	7,2	7,3	7,5	7,5	7,6	7,7	7,5	7,4	7,5	7,5	7,5	7,4	7,4
LUXEMBOURG	8	8	7,9	8	8	7,6	7,6	7,6	7,7	7,5	7,5	7,4	7,4	7,5	7,5
MEXICO	6,4	6,3	6,7	6,7	6,8	6,8	6,9	6,8	6,7	6,6	6,7	6,7	6,8	6,8	6,8
NETHERLANDS	8,2	7,9	7,7	7,8	7,8	7,7	7,7	7,7	7,6	7,4	7,4	7,5	7,4	7,5	7,5
NEW ZEALAND	8,5	8,4	8,4	8,6	8,5	8,4	8,2	8,4	8,4	8,1	8,1	8,1	8,2	8,2	8,2
NORWAY	7,3	7,1	7,1	7,6	7,6	7,7	7,6	7,7	7,6	7,5	7,5	7,5	7,5	7,5	7,5
POLAND	6,3	6,1	6,6	6,5	6,8	6,9	7	6,9	7	7,1	7,1	7,2	7,3	7,3	7,3
PORTUGAL	7,6	7,4	7,4	7,5	7,4	7,3	7,4	7,4	7,2	7	7	7,2	7,3	7,4	7,4
SLOVAKIA	6,2	6,5	6,7	6,9	7,6	7,6	7,5	7,6	7,6	7,3	7,4	7,4	7,3	7,3	7,3
SLOVENIA	6,7	6,9	6,8	6,9	6,9	6,9	7	7	7,1	7,1	6,6	6,6	6,6	6,4	6,4
SPAIN	7,5	7,3	7,5	7,7	7,7	7,6	7,6	7,6	7,4	7,2	7,3	7,4	7,3	7,3	7,3

SWEDEN	7,6	7,3	7,5	7,6	7,5	7,5	7,4	7,4	7,4	7,4	7,5	7,5	7,4	7,3	7,3
SWITZERLAND	8,6	8,4	8,6	8,5	8,5	8,4	8,4	8,4	8,2	8,2	8,2	8,2	8,2	8,2	8,2
TURKEY	5,8	5,3	5,6	6,1	6,3	6,4	6,4	6,6	7	6,9	6,9	7,1	7	6,9	6,9
UK	8,5	8,4	8,4	8,4	8,3	8,3	8,1	8	7,8	7,8	7,8	7,8	7,8	7,9	7,9
USA	8,6	8,4	8,4	8,4	8,4	8,2	8,1	8,2	8,1	7,8	7,8	7,7	7,8	7,7	7,7