



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

UNIVERSITY OF PIRAEUS

**ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ
«ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ
ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗ»**

**Εταιρική κοινωνική ευθύνη και βαθμοί
πιστοληπτικής αξιολογήσεως**

**Διπλωματική εργασία του φοιτητή:
Γουδέλα Βασίλη (ΜΧΡΗ1512)**

**Επιβλέπων καθηγητής
Άγγελος Α. Αντζουλάτος**

**Επιτροπή εξέτασης:
Δημήτρης Μαλλιάρopoulos
Νικόλαος Πιπής**

Πειραιάς, Ιανουάριος 2017

Ευχαριστίες

Θα ήθελα να ευχαριστήσω τον κ.Αντζουλάτο για τη συνεχή και εύστοχη καθοδήγηση που παρείχε σε όλη τη διάρκεια εκπόνησης της παρούσας διπλωματικής καθώς και για τα πολύτιμα σχόλια και παρατηρήσεις που μας έκανε. Η συνεχής επικοινωνία που είχα με βοήθησε να μην ξεφύγω από το στόχο που είχαμε θέσει. Επίσης θα ήθελα να εκφράσω τις ευχαριστίες μου στον κ. Μπούρα και στο προσωπικό του εργαστηρίου που μου έλυσαν τυχόν απορίες που είχα κατά καιρούς.

ΠΕΡΙΛΗΨΗ ΔΙΑΤΡΙΒΗΣ

Σκοπός της συγκεκριμένης διατριβής είναι η εξέταση των προσδιοριστικών παραγόντων που επηρεάζουν τους βαθμούς πιστοληπτικής ικανότητας. Έμφαση δίνεται εκτός από επιχειρηματικούς-χρηματοοικονομικούς παράγοντες και στην εταιρική κοινωνική ευθύνη(ΕΚΕ) μέσα από τις ESG επιδόσεις των εταιριών. Ένας δείκτης που αξιολογεί τις εταιρίες σύμφωνα με τις επιδόσεις ΕΚΕ των εταιριών είναι ο DJSI. Επομένως, εστιάζουμε στη σχέση που υπάρχει μεταξύ του δείκτη Dow Jones Sustainability και των βαθμών πιστοληπτικής ικανότητας. Τόσο ο δείκτης, όσο και οι βαθμοί πιστοληπτικής ικανότητας, αποτελούν ένα μέσο όπου ο επενδυτής μπορεί να συλλέξει περισσότερες πληροφορίες για τον δανειστή προτού προβεί σε κάποια επενδυτική απόφαση. Ως συνέπεια, υπάρχει μεγαλύτερη διαφάνεια η οποία βοηθάει στην μείωση της ασύμμετρης πληροφόρησης που δημιουργείται μεταξύ δανειστή και δανειολήπτη.

Τα ερωτήματα προς απάντηση στη συγκεκριμένη διατριβή αφορούν τη σχέση που υπάρχει μεταξύ του συγκεκριμένου δείκτη και των βαθμών πιστοληπτικής ικανότητας, αλλά και τη σχέση που υπάρχει μεταξύ των βαθμών πιστοληπτικής ικανότητας και άλλων προσδιοριστικών παραγόντων που λαμβάνονται υπόψη και συγχρόνως πώς επηρεάζουν τους βαθμούς αξιολόγησης που δίνουν οι οίκοι αξιολόγησης. Παράλληλα, αναλύονται οι πληροφορίες που λαμβάνουν οι επενδυτές από την συμπερίληψη των εταιριών στο δείκτη.

Η διατριβή χωρίζεται σε πέντε ενότητες όπου η πρώτη αποτελεί εισαγωγή στη διατριβή, οι τρεις επόμενες ενότητες αποτελούν έρευνα βιβλιογραφίας όπου περιγράφονται ποιοι ήταν οι στόχοι, οι οικονομετρικές τεχνικές και τα αποτελέσματα από τα άρθρα. Τέλος στην εμπειρική μελέτη πραγματοποιήθηκε συλλογή στοιχείων για τις μεταβλητές ελέγχου που χρησιμοποιήθηκαν στο μοντέλο μέσω της βάσης δεδομένων της DataStream, ενώ τα δεδομένα που αφορούσαν τους βαθμούς πιστοληπτικής ικανότητας συλλέχθηκαν από τη βάση δεδομένων της Bloomberg. Στη συνέχεια, μέσω ενός OLS μοντελοποιήθηκε η σχέση μεταξύ των βαθμών πιστοληπτικής ικανότητας και των μεταβλητών ελέγχου, που κάποιες είχαν τη μορφή ψευδομεταβλητών. Ως εξαρτημένη μεταβλητή τέθηκαν οι βαθμοί πιστοληπτικής ικανότητας.

Περιεχόμενα Διατριβής

Ευχαριστίες.....	i
ΠΕΡΙΛΗΨΗ ΔΙΑΤΡΙΒΗΣ	i
Κεφάλαιο 1 ^ο	1
Ο ρόλος της πληροφόρησης	1
Κεφάλαιο 2 ^ο	6
2.1 Βαθμοί πιστοληπτικής ικανότητας	6
2.2 Προσδιοριστικοί παράγοντες των βαθμών πιστοληπτικής ικανότητας.....	9
2.2.1 Η περίπτωση της Standard and Poor’s	9
2.2.2 Ενδεικτικές εφαρμογές των βαθμών πιστοληπτικής ικανότητας.....	14
Κεφάλαιο 3 ^ο	17
ESG και χρηματοοικονομικές επιδόσεις	17
3.1 Μέτρηση ESG.....	17
3.2 Χρηματοοικονομικές επιδόσεις και ESG.....	26
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 ^ο	39
Εταιρική κοινωνική ευθύνη και βαθμοί πιστοληπτικής ικανότητας	39
Κεφάλαιο 5 ^ο	46
Ανάλυση μεθόδου εμπειρικής μελέτης	46
5.1 Εισαγωγή.....	46
.....	48
5.2 Περιγραφή μεταβλητών ελέγχου	48
5.3 Ανάλυση αποτελεσμάτων.....	48
ΕΠΙΛΟΓΟΣ – ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ	52
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ.....	54
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	55

Κεφάλαιο 1°

Ο ρόλος της πληροφόρησης

Το χρηματοπιστωτικό σύστημα χαρακτηρίζεται από πολυπλοκότητα όσον αφορά τη δομή του και το τρόπο λειτουργίας του. Η δομή του μπορεί να ερμηνευτεί μέσω βασικών παραγόντων οι οποίοι μας βοηθούν να κατανοήσουμε καλύτερα το τρόπο λειτουργίας του. Το παρών κεφάλαιο (Chapter 8 in *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets* (Mishkin)) ξεκινά με τον εντοπισμό των οκτώ βασικών στοιχείων σχετικά με τη χρηματοοικονομική διάρθρωση, όπου μέσω της ανάλυσής τους θα γίνει πιο κατανοητή η λειτουργία του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

Αρχικά, οι μετοχές δεν αποτελούν την πιο σημαντική πηγή εξωτερικής χρηματοδότησης για τις επιχειρήσεις. Παράλληλα, η έκδοση διαπραγματεύσιμων χρεογράφων δεν αποτελεί την αρχική προτεραιότητα για να χρηματοδοτήσουν τις δραστηριότητές τους. Επιπλέον, η έμμεση χρηματοδότηση με παρουσία διαμεσολαβητών είναι πιο σημαντική από την άμεση χρηματοδότηση, στην οποία οι επιχειρήσεις αντλούν κεφάλαια απευθείας από τους δανειστές στις χρηματοπιστωτικές αγορές.

Οι χρηματοπιστωτικοί μεσολαβητές αποτελούν συγχρόνως και τη πιο σημαντική πηγή χρηματοδότησης για τις επιχειρήσεις. Παράλληλα, είναι σημαντικό να αναφέρουμε ότι το χρηματοπιστωτικό σύστημα είναι ο κλάδος της οικονομίας που παρακολουθείται περισσότερο από τις κυβερνήσεις, ενώ ένα ακόμα στοιχείο που χαρακτηρίζει το χρηματοπιστωτικό σύστημα είναι ότι στην αγορά των χρεογράφων έχουν ευκολότερη πρόσβαση οι μεγάλες εταιρίες. Επιπλέον, οι εγγυήσεις είναι ένα πολύ σημαντικό στοιχείο στα συμβόλαια χρέους για τα νοικοκυριά και επιχειρήσεις. Τέλος, το όγδοο στοιχείο στηρίζεται στο ότι τα συμβόλαια χρέους συνήθως είναι εξαιρετικά περίπλοκα νομικά έγγραφα και παρουσιάζουν σημαντικούς περιορισμούς όσον αφορά την συμπεριφορά του οφειλέτη.

Για την καλύτερη κατανόηση του χρηματοπιστωτικού συστήματος πρέπει να επισημανθεί ο ρόλος της πληροφόρησης και συγκεκριμένα της ασύμμετρης πληροφόρησης. Ασύμμετρη πληροφόρηση είναι μια κατάσταση κατά την οποία ο ένας συμβαλλόμενος σε μια συναλλαγή έχει περισσότερη ή ανώτερη πληροφόρηση σε σχέση με έναν άλλο. Αυτό συμβαίνει συχνά σε συναλλαγές στις οποίες ο πωλητής γνωρίζει περισσότερα από τον αγοραστή. Δυνητικά, αυτό θα μπορούσε να είναι μια επιβλαβής κατάσταση, διότι το ένα μέρος μπορεί να επωφεληθεί από την έλλειψη την γνώσης του αντιδίκου.

Η ασυμμετρία των πληροφοριών οδηγεί σε δυο σημαντικά προβλήματα. Το **πρόβλημα ηθικού κινδύνου (moral hazard)** λαμβάνει χώρα μετά την απόφαση για χρηματοδότηση και αναφέρεται σε καταστάσεις όπου οι πράξεις ενός εκ των αντισυμβαλλομένων επηρεάζουν αρνητικά τους υπόλοιπους, χωρίς όμως αυτοί να είναι σε θέση να αντιστρέψουν τη κατάσταση. Το **πρόβλημα δυσμενούς επιλογής (adverse selection)**, λαμβάνει χώρα πριν την απόφαση για χρηματοδότηση. Ειδικότερα λόγω της ασύμμετρης πληροφόρησης οι τράπεζες δεν έχουν την ικανότητα να διαχωρίσουν τους δανειζόμενους ανάλογα με το κίνδυνο που ελλοχεύουν. Συνεπώς, χρεώνουν το ίδιο επιτόκιο σε όλους, δηλαδή υψηλό για αυτούς που έχουν χαμηλό πιστωτικό κίνδυνο και χαμηλό για αυτούς που έχουν υψηλό πιστωτικό κίνδυνο. Έτσι αποθαρρύνονται οι πρώτοι από τον δανεισμό. Αυτό οδηγεί σε δυσμενή επιλογή από τη πλευρά της τράπεζας, αφού τελικά δανείζουν σε αυτούς που θα ήθελαν εξ αρχής να αποφύγουν.

Για να μπορέσει καλύτερα να κατανοηθεί ο τρόπος κατά τον οποίο η δυσμενής επιλογή επηρεάζει την διάρθρωση του χρηματοπιστωτικού συστήματος, χρησιμοποιείται ως παράδειγμα το γνωστό "lemon problem". Συγκεκριμένα, στην αγορά για μεταχειρισμένα αυτοκίνητα, ο αγοραστής κατά κανόνα δεν μπορεί να εξακριβώσει την αξία ενός οχήματος με ακρίβεια και μπορεί επομένως να είναι μόνο πρόθυμος να πληρώσει μία κατά μέσο όρο τιμή για αυτό, κάπου ανάμεσα σε τιμή ευκαιρίας και μια τιμή ανώτερη. Το φαινόμενο αυτό θέτει επίσης τον πωλητή ενός καλού μεταχειρισμένου αυτοκινήτου σε μειονεκτική θέση, δεδομένου ότι η καλύτερη τιμή που μπορεί να αναμένει ένας πωλητής είναι μια μέση τιμή και όχι η ανώτερη τιμή που θα έπρεπε το αυτοκίνητο να πωληθεί. Παρόμοια προβλήματα μπορούν να προκύψουν και στην αγορά χρεογράφων.

Η λύση στο πρόβλημα της δυσμενούς επιλογής είναι ο περιορισμός της ασύμμετρης πληροφόρησης. Ένας τρόπος παροχής πληροφοριών στους αποταμιευτές-δανειστές είναι μέσω της δημιουργίας ιδιωτικών εταιρειών που ειδικεύονται στην συγκέντρωση και την παραγωγή πληροφοριών που διακρίνει τις "καλές" από τις "κακές" επιχειρήσεις και στη συνέχεια η πώληση αυτών των πληροφοριών σε εκείνες που ενδιαφέρονται για την απόκτησή τους. Ένα τέτοιος οίκος αξιολόγησης, για παράδειγμα, είναι η Standard & Poor's .

Το πρόβλημα όμως, δεν εξαλείφεται στην αγορά αξιογράφων λόγω του επονομαζόμενου "free-rider problem". Συγκεκριμένα, συμβαίνει όταν οι άνθρωποι που δεν πληρώνουν για πληροφορίες απολαμβάνουν τα πλεονεκτήματα από τις πληροφορίες τις οποίες άλλοι άνθρωποι έχουν πληρώσει. Παράλληλα, σημαντικό

εργαλείο στην επίλυση της δυσμενούς επιλογής είναι ο ρόλος που θα έχει η κυβέρνηση. Ειδικότερα, θα μπορούσε να παράγει δωρεάν πληροφορίες που θα βοηθούσε τους επενδυτές να διαχωρίσουν τις καλές από τις κακές επιχειρήσεις, ενώ μέσω της παρακολούθησης της αγοράς αξιογράφων να ενθάρρυνε τις επιχειρήσεις να αποκαλύπτουν έντιμες πληροφορίες ώστε οι επενδυτές να λαμβάνουν σωστές αποφάσεις.

Εξίσου σπουδαίο είναι να αναφέρουμε τη σημασία της χρηματοπιστωτικής διαμεσολάβησης. Οι ενδιάμεσοι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί βοηθούν στην επίλυση των προβλημάτων δυσμενούς επιλογής στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Οι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί, όπως οι τράπεζες, είναι ειδικοί στο να παράγουν πληροφορίες για τις επιχειρήσεις, έτσι ώστε να μπορούν να διαχωριστούν οι «καλοί» πιστωτές από τους «κακούς».

Ο ρόλος της τράπεζας ως μεσάζοντος που κατέχει, ως επί το πλείστον, μη διαπραγματεύσιμα δάνεια, είναι το κλειδί για την επιτυχία της στη μείωση της ασύμμετρης πληροφόρησης στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Από τη στιγμή που οι χρηματοπιστωτικοί διαμεσολαβητές παίζουν σημαντικότερο ρόλο στη διακίνηση κεφαλαίων σε σχέση με την αγορά αξιογράφων, αυτό σημαίνει ότι η έμμεση χρηματοδότηση είναι πολύ πιο σημαντική από την άμεση.

Δεδομένου ότι οι πληροφορίες σχετικά με τις ιδιωτικές επιχειρήσεις είναι πιο δύσκολο να συγκεντρωθούν στις αναπτυσσόμενες χώρες από ότι στις βιομηχανοποιημένες χώρες, ο ρόλος των τραπεζών είναι μεγαλύτερος και πιο σπουδαίος. Όσο μεγαλύτερες και πιο καθιερωμένες είναι οι επιχειρήσεις, τόσο πιο πιθανό θα είναι να εκδώσουν αξιόγραφα για να αντλήσουν κεφάλαια, επειδή οι επενδυτές έχουν λιγότερες ανησυχίες για δυσμενή επιλογή όσον αφορά γνωστές εταιρείες.

Τέλος, η χρήση εγγυήσεων μειώνει τις συνέπειες της δυσμενούς επιλογής, επειδή μειώνονται οι απώλειες των δανειστών σε περίπτωση αδυναμίας πληρωμής. Οι δανειστές είναι πιο πρόθυμοι να παρέχουν δάνεια μέσω της εξασφάλισης εγγυήσεων, ενώ οι οφειλέτες είναι πρόθυμοι να παρέχουν εχέγγυα προκειμένου να πάρουν δάνεια και σε καλύτερη τιμή. Εάν μια επιχείρηση έχει υψηλή καθαρή αξία, είναι λιγότερο πιθανό να αθετήσει τη συμφωνία.

Εξίσου σημαντικό είναι το πώς ο ηθικός κίνδυνος επηρεάζει την επιλογή μεταξύ των συμβολαίων χρέους και των ιδίων κεφαλαίων. Τα συμβόλαια ιδίων κεφαλαίων παρουσιάζουν το γνωστό πρόβλημα αντιπροσώπευσης (principal agent problem). Το πρόβλημα αυτό δημιουργείται πολλές φορές από την ασύμμετρη

πληροφόρηση και τα αντικρουόμενα συμφέροντα που υπάρχουν μεταξύ μετόχων και μάνατζερ μέσα σε μια επιχείρηση. Το πρόβλημα αντιπροσώπευσης, το οποίο είναι ένα παράδειγμα ηθικού κινδύνου, δεν θα υπήρχε αν οι ιδιοκτήτες της επιχείρησης είχαν πληροφορίες σχετικά με το τι κάνουν οι διευθυντές και μπορούσαν να αποτρέψουν σπατάλες. Το πρόβλημα αντιπροσώπευσης προκύπτει μόνο και μόνο επειδή οι μάνατζερ έχουν περισσότερες πληροφορίες σχετικά με τις δραστηριότητες, κάτι που δημιουργεί ασύμμετρη πληροφόρηση.

Υπάρχουν αρκετοί τρόποι ώστε να ξεπεραστεί το συγκεκριμένο πρόβλημα. Ένας τρόπος για τους μέτοχους για να μειωθεί αυτό το πρόβλημα είναι να παρακολουθούν τις δραστηριότητες της επιχείρησης μέσα από διαφορετικές διαδικασίες εποπτείας όπως τη παρακολούθηση για παράδειγμα των λογιστικών καταστάσεων της επιχείρησης. Το πρόβλημα είναι ότι η είναι ότι η διαδικασία παρακολούθησης μπορεί να είναι δαπανηρή και χρονοβόρα.

Καταλυτικό ρόλο στην εξάλειψη του προβλήματος είναι και ο ρόλος της κυβέρνησης. Επίσης, οι κυβερνήσεις θα πρέπει να θεσπίζουν νόμους για να αναγκάζουν τις επιχειρήσεις να τηρούν τα λογιστικά πρότυπα. Μπορούν επίσης να επιβάλλουν αυστηρές ποινικές κυρώσεις για τα άτομα που διαπράττουν απάτη μέσω απόκρυψης κερδών. Ωστόσο, αυτοί οι νόμοι και κανονισμοί δεν είναι πλήρως αποτελεσματικοί.

Επιπλέον, εξίσου σημαντικός είναι και εδώ ο ρόλος των χρηματοπιστωτικών διαμεσολαβητών κάνοντας την έμμεση χρηματοδότηση πολύ σημαντική. Ένας χρηματοπιστωτικός διαμεσολαβητής που βοηθά στη μείωση του ηθικού κινδύνου που προκύπτει από το πρόβλημα αντιπροσώπευσης είναι η εταιρεία επιχειρηματικού κεφαλαίου. Οι εταιρίες αυτές λαμβάνουν τους πόρους των εταίρων τους και χρησιμοποιούν τα κεφάλαια αυτά για να βοηθήσουν τους νέους επιχειρηματίες να δημιουργήσουν μια νέα εμπορική επιχείρηση, με την προϋπόθεση ότι λαμβάνουν ένα μερίδιο μετοχών στις νέες επιχειρήσεις, και συγχρόνως, βάζουν μερικούς από τους δικούς τους ανθρώπους στην ομάδα διαχείρισης της νέας εταιρείας, έτσι ώστε να μπορούν να παρακολουθούν στενά τις δραστηριότητες της νέας επιχείρησης.

Τέλος, ένα ακόμα εργαλείο στη μείωση του προβλήματος που αναφέρουμε είναι τα συμβόλαια χρέους. Αυτά αποτελούν συμφωνίες βάσει των οποίων ο δανειολήπτης πληρώνει στο δανειστή ένα σταθερό ποσό σε περιοδικά διαστήματα. Εφόσον ο δανειστής λαμβάνει το συμφωνηθέν ποσό, δεν τον ενδιαφέρει εάν η επιχείρηση πραγματοποιεί κέρδη ή απώλειες. Η λιγότερο συχνή ανάγκη για την παρακολούθηση της επιχείρησης, και έτσι το χαμηλότερο κόστος, εξηγεί γιατί τα

συμβόλαια του χρέους χρησιμοποιούνται πιο συχνά από ότι τα συμβόλαια ιδίων κεφαλαίων για την άντληση κεφαλαίων. Παρ' όλα τα πλεονεκτήματά τους, τα συμβόλαια χρέους υπόκεινται σε ηθικό κίνδυνο, κι αυτό διότι τα συμβόλαια αυτά απαιτούν από τον οφειλέτη να πληρώσει ένα σταθερό ποσό και του επιτρέπουν να κρατήσει τα κέρδη πάνω από αυτό το ποσό, με συνέπεια να έχει ένα επιπλέον κίνητρο να αναλαμβάνει επενδυτικά σχέδια τα οποία είναι πιο επικίνδυνα από αυτά που θα ήθελαν οι δανειστές. Λόγω του ενδεχόμενου ηθικού κινδύνου, οι δανειστές μπορεί να μην θέλουν να δανείσουν.

Φυσικά και αυτό το πρόβλημα μπορεί να ξεπεραστεί μέσω κάποιων εργαλείων. Αρχικά, σημαντικό είναι να αναφερθεί η σημασία της καθαρής θέσης και των εγγυήσεων. Ειδικότερα, όταν η καθαρή αξία είναι υψηλή ή η εγγύηση είναι πολύτιμη, ο κίνδυνος του ηθικού κινδύνου μειώνεται κατά πολύ, διότι ο ίδιος ο δανειολήπτης έχει πολλά να χάσει. Αυτά τα δύο καθιστούν τα συμβόλαια χρέους συμβατά με τα κίνητρα. Πιο συγκεκριμένα, κάνει τα κίνητρα του δανειστή και του δανειζόμενου να είναι ίδια.

Όσο μεγαλύτερη είναι η καθαρή θέση και οι εγγυήσεις του δανειολήπτη, τόσο μεγαλύτερο είναι το κίνητρο του δανειολήπτη να συμπεριφέρεται με τον τρόπο που ο δανειστής αναμένει και επιθυμεί, ή όσο μικρότερο είναι το πρόβλημα του ηθικού κινδύνου στα συμβόλαια του χρέους, τόσο πιο εύκολο είναι για τον οφειλέτη να πάρει το δάνειο. Παράλληλα, η άμβλυση του προβλήματος μπορεί να υπάρξει μέσω της παρακολούθησης και την ύπαρξη περιοριστικών συμβολαίων.

Οι δανειστές μπορούν να εξασφαλίσουν ότι ο οφειλέτης χρησιμοποιεί τα κεφάλαια για το σκοπό που έχουν συμφωνήσει υπογράφοντας διατάξεις γραπτώς (περιοριστικές ρήτρες), περιορίζοντας με αυτό το τρόπο τις δραστηριότητες του οφειλέτη ενώ μειώνεται ο ηθικός κίνδυνος. Υπάρχουν 4 είδη περιοριστικών συμβολαίων:

- ρήτρες για να αποθαρρύνουν την ανεπιθύμητη συμπεριφορά
- ρήτρες για να ενθαρρύνουν την επιθυμητή συμπεριφορά
- ρήτρες για εξασφάλιση εγγυήσεων
- ρήτρες για την παροχή πληροφοριών.

Αναφορικά τώρα με το χρηματοοικονομικό σύστημα στις αναπτυσσόμενες χώρες, οι δυσκολίες που υφίστανται ποικίλουν με αποτέλεσμα να μην είναι αποτελεσματικό. Επιπλέον, οι τράπεζες σε πολλές αναπτυσσόμενες και υπό μετάβαση χώρες ανήκουν στις κυβερνήσεις τους. Και πάλι λόγω της απουσίας του

κινήτρου του κέρδους, οι τράπεζες έχουν ελάχιστα κίνητρα για να διαθέσουν τα κεφάλαιά τους με στόχο την παραγωγική χρήση. Δεν αποτελεί έκπληξη το γεγονός ότι, ο κύριος πελάτης των δανείων αυτών των κρατικών τραπεζών είναι συχνά η κυβέρνηση.

Συμπερασματικά όπως αναφέρθηκε εκτενώς παραπάνω το χρηματοπιστωτικό σύστημα χαρακτηρίζεται από πολυπλοκότητα και ένα από τα μεγαλύτερα προβλήματα που μπορούν να δημιουργηθούν είναι αυτό της ασύμμετρης πληροφόρησης. Η ασυμμετρία των πληροφοριών μπορεί να με τη σειρά του να οδηγήσει σε δύο επιμέρους προβλήματα, αυτό της δυσμενούς επιλογής και του ηθικού κινδύνου. Όπως αναφέρθηκε εκτενώς υπάρχουν πολλοί τρόποι για να αμβλυνθούν αυτά τα προβλήματα και συγκεκριμένα καταλυτικός είναι ο ρόλος που θα διαδραματίσουν οι οίκοι αξιολόγησης.

Κεφάλαιο 2°

2.1 Βαθμοί πιστοληπτικής ικανότητας

Το πρόβλημα της ασύμμετρης πληροφόρησης που δημιουργείται μεταξύ του επενδυτή και του εκδότη χρεογράφων έρχονται να αμβλύνουν οι οίκοι αξιολόγησης. Συγκεκριμένα, οι οίκοι αξιολόγησης μέσα από τις αξιολογήσεις τους, παρέχουν στους επενδυτές τις κατάλληλες πληροφορίες για τη πιστοληπτική ικανότητα των εκδοτών με σκοπό να εξαλείψουν το πρόβλημα της ασύμμετρης πληροφόρησης και συγχρόνως να λάβουν τις κατάλληλες επενδυτικές αποφάσεις.

Η έναρξη ενός θεσμού όπως οι οργανισμοί αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας συμπίπτει χρονικά με την ανάγκη για πληροφόρηση για το αν μια εμπορική επιχείρηση είναι σε θέση να εκπληρώσει τις υποχρεώσεις της (Cantor and Packer (1994)). Οι σημαντικότεροι οργανισμοί πιστοληπτικής ικανότητας ήταν τρεις: η Moody's, η Standard and Poor's και η Fitch Publishing Company. Στη συνέχεια στη Αμερική προστέθηκαν και άλλες επιχειρήσεις όπως η Chicago-based Duff and Phelps. Η μεγάλη ζήτηση που υπήρχε για αυτές τις εταιρίες οδήγησε στην επέκτασή τους και σε άλλες χώρες εκτός Αμερικής. Κάθε οίκος χρησιμοποιεί τα δικά του σύμβολα που είτε είναι γράμματα είτε είναι αριθμοί, υποδηλώνοντας έτσι την πιθανότητα αθέτησης.

Στη σημερινή εποχή υπάρχουν πάνω από 150 εταιρίες αξιολόγησης παγκοσμίως, παρ' όλα αυτά μόνο τρεις που αναφέρθηκαν και παραπάνω είναι οι πιο

μεγάλες. Η Moody's συγκεκριμένα ετησίως έχει πάνω από 1.8 δις έσοδα και συγχρόνως το 95% των δραστηριοτήτων της προέρχονται από τις αξιολογήσεις. Από την άλλη, η Standard & Poor's και η Fitch αποτελούν μέρος μεγαλύτερων επιχειρήσεων. Η αγορά φυσικά δεν γίνεται ποτέ να αποτελείται από πολλούς μικρούς ανταγωνιστές, και αυτό γιατί, μεγάλη σημασία παίζει η φήμη και εμπειρία πάνω στο αντικείμενο. Αυτός είναι και ο λόγος που τα εμπόδια εισόδου για νέους οίκους είναι υψηλά.

Η διαδικασία για την εξαγωγή μιας αξιολόγησης μπορεί να είναι αρκετά χρονοβόρα. Παράλληλα, χρησιμοποιούνται τόσο ποιοτικές όσο και ποσοτικές μετρήσεις που αφορούν την εταιρία που δανείζεται. Ο εκδότης ενός χρεογράφου έχει το δικαίωμα αν θέλει να κάνει έφεση αν δεν είναι ικανοποιημένος από την βαθμολογία, παρ' όλα αυτά είναι σπάνιο να συμβεί αυτό. Οι αξιολογήσεις γίνονται είτε μέσα στα πλαίσια πελατειακής σχέσης, όπου τα ιδρύματα ζητούν από τους οίκους αναφορές, είτε χωρίς να έχει ζητηθεί αξιολόγηση. Το πλεονέκτημα στη πρώτη περίπτωση είναι ότι οι οίκοι έχουν πρόσβαση σε πληροφορίες που είναι μη δημοσιευμένες στο ευρύ κοινό. Ένας οίκος ο οποίος αξιολογεί όλα τα χρεόγραφα ακόμα και αν δεν ζητηθεί είναι η Standard and Poor's.

Η ολοένα αυξανόμενη χρήση των βαθμών πιστοληπτικής ικανότητας από τις ρυθμιστικές αρχές για εποπτικούς και ελεγκτικούς σκοπούς, έκανε απαραίτητο τον προσδιορισμό εκείνων των οίκων που θα πληρούν τις προϋποθέσεις ώστε οι αξιολογήσεις να μπορούν να χρησιμοποιηθούν από τις ρυθμιστικές αρχές. Αυτή η ανάγκη ήταν που οδήγησε τη SEC (επιτροπή κεφαλαιαγοράς) το 1975 να προχωρήσει στην αναγνώριση συγκεκριμένων οίκων αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας ως "National Recognized Statistical Rating Organizations" (NRSROs).

Όταν χρησιμοποιήθηκε για πρώτη φορά η προδιαγραφή NRSROs η SEC αναφερόταν σε τρεις συγκεκριμένους οίκους, δηλαδή τη Moody's, την S&P και τη Fitch. Στη συνέχεια και άλλοι οίκοι ζήτησαν από τη SEC να πιστοποιηθούν ως NRSROs. Ένα επιπλέον εμπόδιο στην είσοδο ενός νέου παίχτη στην αγορά αποτελεί η SEC, η οποία δεν αναφέρει συγκεκριμένα κριτήρια για τον λόγο που κάποιες εταιρίες χρίζονται ως οίκοι αξιολόγησης, ενώ άλλες όχι.

Η ύπαρξη περισσότερων οίκων αξιολόγησης θα μείωνε το μονοπώλιο των μεγάλων οίκων, αφού δύο είναι οι κύριοι οίκοι αξιολόγησης που πραγματοποιούν την πλειοψηφία των αξιολογήσεων. Σε ένα τέτοιο ανταγωνιστικό περιβάλλον όμως θα διαμορφώνονταν συνθήκες για άνθιση του "rating shopping", δηλαδή οι εκδότες θα επέλεγαν τους οίκους που θα τους έδιναν τις υψηλότερες βαθμολογίες αφενός για να

βελτιώσουν το προφίλ τους και αφετέρου για να πετύχουν ευνοϊκότερους όρους χρηματοδότησης. Παράλληλα, θα πρέπει να επισημανθεί ότι η ύπαρξη πολλών οίκων αξιολόγησης αντί να αμβλύνει την ασύμμετρη πληροφόρηση που δημιουργείται, μπορεί να δημιουργήσει αντίθετα αποτελέσματα, αφού ο επενδυτής θα έχει πολλές αξιολογήσεις που διαφέρουν μεταξύ τους μιας και θα προέρχονται από διαφορετικούς οίκους.

Διαφορές μεταξύ των οίκων, όσον αφορά τις αξιολογήσεις που ανακοινώνουν, αποτελούν ένα σύνηθες φαινόμενο. Αυτό μπορεί να οφείλεται στο γεγονός ότι χρησιμοποιούν διαφορετικές μεθοδολογίες αξιολόγησης, με αποτέλεσμα και τα συμπεράσματα από τις διαφορετικές διαδικασίες να είναι διαφορετικά. Το 1992 σε μια έρευνα που διεξήχθη, συγκεντρώθηκε ένα δείγμα με μακροπρόθεσμες αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας από 12 μεγάλους οίκους αξιολόγησης. Σύμφωνα με την έρευνα το 44% συμφωνούσαν ακριβώς, το 35% διέφεραν σε ένα επίπεδο αξιολόγησης, το 14% σε δύο και το 6% σε τρία και πάνω (η έννοια επίπεδο αναφέρεται στη χάσμα μεταξύ π.χ. A και A+). Ο μέσος όρος των αξιολογήσεων μεταξύ των δυο μεγαλύτερων οίκων αξιολόγησης (Mood's και Standard and Poor's) διέφερε πολύ λιγότερο.

Ξεχωριστής σημασίας είναι η αναφορά στις αξιολογήσεις όσον αφορά τις διεθνείς τράπεζες (Cantor and Packer(1994)). Ένας από τους σημαντικότερους κινδύνους τους οποίους αντιμετωπίζουν οι τράπεζες είναι ο πιστωτικός κίνδυνος και συνεπώς οι αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας αποτελούν ένα πολύ σημαντικό εργαλείο για αυτές. Οι οίκοι αξιολόγησης φαίνεται να διαφωνούν περισσότερο στις μετρήσεις τους για το πιστωτικό κίνδυνο σε σχέση με άλλους κλάδους. Διαφορές σε εθνικό επίπεδο όσον αφορά τη μεθοδολογία που ακολουθούν, αποτελεί έναν σημαντικό λόγο για την απόκλιση που παρατηρείται. Οι διαφορές που παρατηρούνται στις διεθνείς αξιολογήσεις είναι ύψιστης σημασίας στη σημερινή εποχή και αυτό διότι η SEC εξετάζει πολλές εφαρμογές για τις προδιαγραφές NRSRO από οίκους ξένων χωρών.

Ένα πολύ σημαντικό γεγονός το οποίο στάθηκε αφορμή για ποικίλα σχόλια, ήταν η περίπτωση της Enron το 2001. Ειδικότερα, οι τρεις μεγάλοι οίκοι την είχαν αξιολογήσει ως εταιρία που μπορεί κάποιος να επενδύσει έχοντας υψηλή βαθμολογία και παρ' όλα αυτά μετά από μερικούς μήνες η συγκεκριμένη εταιρία πτώχευσε. Αυτό το γεγονός γέννησε πολλές απορίες και προβληματισμούς στη SEC, για το λόγο τον οποίο οι εταιρίες αξιολόγησης δεν μπόρεσαν να εντοπίσουν έγκαιρα τη χρηματοοικονομική αδυναμία της συγκεκριμένης εταιρίας. Αυτό φυσικά

αποτελέσει και ένα ισχυρό πλήγμα για τον ρόλο των οίκων αξιολόγησης στο χρηματοπιστωτικό σύστημα.

Παρόλα αυτά οι συγκεκριμένοι οίκοι δίνουν τη δική τους ερμηνεία για τη νωθρότητα που επέδειξαν. Συγκεκριμένα, οι οίκοι αξιολόγησης τονίζουν ότι παρέχουν μια μακροπρόθεσμη προοπτική όσον αφορά τη πιστοληπτική ικανότητα μιας επιχείρησης, αντί μιας διαρκούς πρόβλεψης. Αυτό κυρίως στηρίζεται στο γεγονός ότι, οι επενδυτές επιθυμούν σταθερότητα στις αξιολογήσεις ώστε να μειωθούν οι τροποποιήσεις τους στο χαρτοφυλάκιο τους, κάτι που τους επιφέρει μεγάλο κόστος. Από την άλλη, και οι εκδότες προτιμούν και αυτοί τη συγκεκριμένη στρατηγική αφού θέλουν να αποφεύγουν τη διαρκή υποτίμηση των χρεογράφων τους.

Ένα ακόμα ερώτημα που γεννάται, είναι κατά πόσο αυτές οι τρεις κύριες εταιρίες αξιολόγησης παρέχουν χρήσιμες πληροφορίες για την πιθανότητα αθέτησης. Η απάντηση στο ερώτημα αυτό απαντάται από τους οίκους μέσα από τη στενή σχέση που υπάρχει μεταξύ των αξιολογήσεων και της πιθανότητας αθέτησης.

2.2 Προσδιοριστικοί παράγοντες των βαθμών πιστοληπτικής ικανότητας

2.2.1 Η περίπτωση της Standard and Poor's

Ένας από τους σπουδαιότερους και μεγαλύτερους οίκους αξιολόγησης με μεγάλη ιστορία είναι η Standard and Poor's. Ιδρύθηκε το 1860 και σήμερα αποτελεί τον ηγέτη στο κλάδο της αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας. Αρχές που διέπουν τον οργανισμό αυτό, είναι: η ανεξαρτησία, η αντικειμενικότητα, η αξιοπιστία, η αποκάλυψη. Σκοπός της Standard and Poor's είναι η δημοσίευση της γνώμη της όσον αφορά την αξιοπιστία ενός οφειλέτη στηριζόμενη σε σχετικούς παράγοντες κινδύνου.

Εστίαση στη συγκεκριμένη υπό-ενότητα δίνεται στη διαδικασία που ακολουθεί αλλά και στους προσδιοριστικούς παράγοντες που λαμβάνονται υπόψη από την S&P για την κατάρτιση των βαθμών πιστοληπτικής ικανότητας.

Η εταιρία διατηρεί ξεχωριστές και καλά εδραιωμένες κλίμακες αξιολόγησης για τους μακροπρόθεσμους και βραχυπρόθεσμους τίτλους. Για τους μακροπρόθεσμους τίτλους, οι αξιολογήσεις χωρίζονται σε πολλές κατηγορίες που κυμαίνονται από AAA

(μεγαλύτερη βαθμολογία έως D που είναι η χαμηλότερη), ενώ για τους βραχυπρόθεσμους τίτλους οι αξιολογήσεις κυμαίνονται από A-1 έως D. Το 1994 προστέθηκε το σύμβολο "r", το οποίο αντιπροσώπευε την αξιολόγηση τίτλων χωρίς πιστωτικό κίνδυνο.

Η Standard and Poor's, συνεπώς, παρέχει αξιολογήσεις της πιστοληπτικής ικανότητας για τους εκδότες χρεογράφων, δηλαδή μια γνώμη για τη κεφαλαιακή επάρκεια και προθυμία του οφειλέτη να εκπληρώσει τις υποχρεώσεις του χωρίς όμως να λαμβάνει υπόψη νομοθετικές ή κανονιστικές προτιμήσεις, αλλά ούτε και την αξιοπιστία των εγγυητών ή των ασφαλιστών. Αν η αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας δεν έχει ανατεθεί σε συνδυασμό με ονομαστική δημόσια χρηματοδότηση, τότε η επιχείρηση μπορεί να επιλέξει να δημοσιεύσει ή να αποκρύψει την αξιολόγηση. Συνήθως οι επιχειρήσεις δομούν τις χρηματοοικονομικές τους συναλλαγές, ώστε να αντικατοπτρίζουν τα κριτήρια αξιολόγησης, με σκοπό να εξασφαλίζουν υψηλότερες βαθμολογίες.

Στη περίπτωση της Standard and Poor's (Standard & Poor's. Corporate ratings criteria) συγκεντρώνεται μια ομάδα αναλυτών με τη κατάλληλη τεχνογνωσία για να εξετάσουν τις πληροφορίες που σχετίζονται με την αξιολόγηση. Υπάρχει ένα άτομο το οποίο ηγείται της όλης διαδικασίας. Μερικά από τα μέλη συναντιούνται με τη διοίκηση της επιχείρησης ώστε να καθοριστούν οι σημαντικοί παράγοντες που έχουν επίδραση στις αξιολογήσεις. Μετά από αυτό, προγραμματίζεται συμβούλιο για να καθοριστούν οι αξιολογήσεις. Στη συνάντηση η επιτροπή συζητά με τον αρχηγό της ομάδας αναλυτών τις προτάσεις που έχει να παραθέσει, αλλά και παράγοντες πάνω στους οποίους στηρίζει τις αξιολογήσεις. Τέλος, η επιτροπή αποφασίζει για τις προτάσεις που παρατέθηκαν. Σε μια αξιολόγηση μπορεί να ασκηθεί έφεση πριν από τη δημοσίευσή της, αν υπάρξουν νέες ή πρόσθετες πληροφορίες από τον εκδότη. Προφανώς, δεν υπάρχει καμία εγγύηση ότι κάθε νέα πληροφορία θα αλλάξει την απόφαση της επιτροπής αξιολόγησής του.

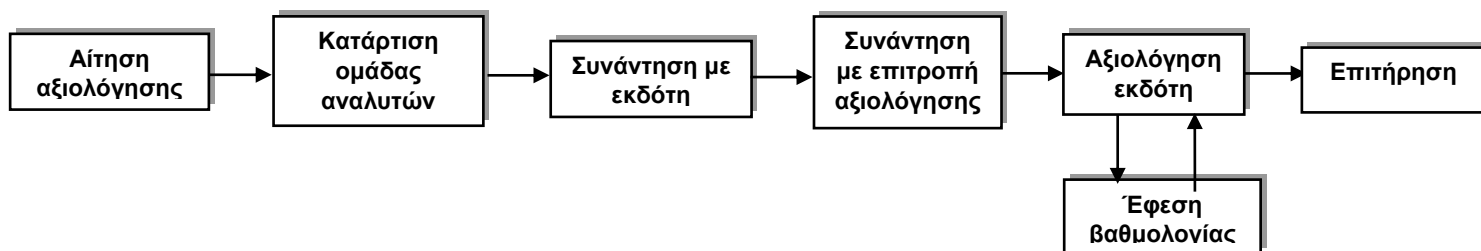
Όλες οι δημόσιες αξιολογήσεις παρακολουθούνται σε συνεχή βάση. Είναι χαρακτηριστικό των οίκων αξιολόγησης ο προγραμματισμός ετήσιων συνεδριάσεων επανεξέτασης. Ειδικότερα, μέσω της εποπτείας επιτρέπεται στους αναλυτές να μένουν ενήμεροι για τις τρέχουσες εξελίξεις, να συζητούν πιθανά προβλήματα και να ενημερώνονται για τυχόν αλλαγές στα σχέδια του εκδότη. Συνεπώς, η εποπτεία είναι πολλές φορές καταλυτική, αφού μέσω αυτής μπορεί να αλλάξει η αξιολόγηση.

Ύψιστης σημασία για τη Standard and Poor's είναι η διαδικασία που χρησιμοποιεί για να αξιολογήσει τους εκδότες. Οι περισσότερες επιχειρήσεις είναι

αυτές που προσεγγίζουν τον οίκο ώστε να του ζητήσουν να τις βαθμολογήσει. Η ομάδα αναλυτών του οίκου επικοινωνεί με την εκάστοτε εταιρία ώστε να αποσπάσει τη συνεργασία μαζί της. Οι αναλυτές έχοντας τη κατάλληλη εμπειρία πάνω στο αντικείμενο εκτιμούν τη πιστοληπτική ικανότητα της επιχείρησης και συγχρόνως ξεκινούν τις εποπτικές διαδικασίες για την επιχείρηση.

Στη διαδικασία αξιολόγησης περιλαμβάνεται και μια συνάντηση με τη διοίκηση της επιχείρησης. Σκοπός αυτής της συνάντησης είναι η λεπτομερής ανάλυση των λειτουργικών και χρηματοοικονομικών πλάνων της επιχείρησης, αλλά και άλλων παραγόντων που μπορεί να επηρεάσουν τις αξιολογήσεις. Οι συναντήσεις αυτές καθορίζονται πολλές βδομάδες πριν ώστε να μπορούν να παρευρίσκονται όλα τα μέλη και συγχρόνως να υπάρχει ο απαραίτητος χρόνος ώστε οι αναλυτές του οίκου να είναι προετοιμασμένοι. Επιπλέον, μια ξενάγηση στις εγκαταστάσεις της επιχείρησης μπορεί να αποτελέσει σημαντική πληροφορία για τις δραστηριότητες της επιχείρησης. Παράλληλα, η διοίκηση της επιχείρησης μπορεί να επικοινωνήσει με τους αναλυτές του οίκου ώστε να λάβει κατευθυντήριες οδηγίες για το πως θα είναι η συνάντηση ώστε να μπορέσουν να προετοιμαστούν καταλλήλως.

Η διαδικασία αξιολόγησης γίνεται σύμφωνα με το παρακάτω σχήμα:



Συνοπτικά η Standard and Poor's μέσω της συνάντησης αναμένει να λάβει

- το περιβάλλον της επιχείρησης
- τις προοπτικές του κλάδου
- τους σημαντικότερους τομείς της επιχείρησης
- τις χρηματοοικονομικές πολιτικές
- τους χρηματοοικονομικούς στόχους
- τις λογιστικές καταστάσεις
- τις προβλέψεις της εταιρίας συμπεριλαμβανομένου τις καταστάσεις των ταμειακών ροών και τα σχέδια για κεφαλαιουχικά έξοδα

- εναλλακτικές πηγές χρηματοδότησης.

Θα πρέπει να γίνει κατανοητό ότι οι αξιολογήσεις της S&P δεν βασίζονται στις οικονομικές προβλέψεις του εκδότη αντιθέτως, οι βαθμολογίες βασίζονται στις αξιολογήσεις που παρέχει ο συγκεκριμένος οίκος για τις προοπτικές τις εκάστοτε εταιρίας. Παρ' όλα αυτά οι οικονομικές προβλέψεις των διοικήσεων των εταιριών αποτελούν ένα πολύτιμο εργαλείο στη διαδικασία αξιολόγησης ενώ επίσης απεικονίζουν τις χρηματοοικονομικές στρατηγικές που ακολουθούν οι εταιρίες διατυπώνοντας με αυτό τον τρόπο τους χρηματοοικονομικούς στόχους και τις πολιτικές των εταιριών.

Σημαντική αρμοδιότητα για την Standard and Poor's είναι και οι προσδιοριστικοί παράγοντες που επηρεάζουν τους βαθμούς πιστοληπτικής ικανότητας. Η μεθοδολογία που χρησιμοποιεί η S&P χωρίζει τους παράγοντες που επηρεάζουν την αξιολόγηση σε δυο μεγάλες κατηγορίες.

Η πρώτη κατηγορία αναφέρεται στον **επιχειρηματικό κίνδυνο** όπου εδώ περιλαμβάνονται τα χαρακτηριστικά του κλάδου, η διαχείριση της επιχείρησης, όπως επίσης και η ανταγωνιστική της θέση π.χ. Marketing, τεχνολογία, αποτελεσματικότητα και οι κανόνες που την διέπουν. Ο άλλος σημαντικός προσδιοριστικός παράγοντας που λαμβάνεται υπόψη είναι ο **χρηματοοικονομικός κίνδυνος** (χρηματοοικονομικά χαρακτηριστικά, πολιτικές, κερδοφορία, κεφαλαιακή διάρθρωση κτλ.). Για την αξιολόγηση μέσω αυτών των παραγόντων χρησιμοποιείται βαθμολογία από το 1 έως το 10, με την βαθμολογία που λαμβάνει τον αριθμό 1 να είναι η πιο ισχυρή. Ο προσδιορισμός της αξιολόγησης ξεκινά μέσω της ανάλυσης του περιβάλλοντος της επιχείρησης. Αναφορά εδώ γίνεται στους παράγοντες, όπως οι προοπτικές του κλάδου για ανάπτυξη και η σταθερότητά του.

Η γνώση της Standard and Poor's όσον αφορά τα επενδυτικά πλάνα των ανταγωνιστών, αποτελεί ένα σημαντικό εργαλείο για να αξιολογήσει τις προοπτικές του κλάδου. Όταν μια επιχείρηση δραστηριοποιείται σε παραπάνω από μία επιχειρηματική δραστηριότητα, τότε κάθε κομμάτι της αξιολογείται ξεχωριστά. Σε αυτή τη περίπτωση οι οίκοι αναλύουν κατά πόσο οι επιχειρήσεις μπορούν να ανταπεξέλθουν στις διαφορετικές επιχειρηματικές δραστηριότητες.

Ένας εξίσου σημαντικός παράγοντας που λαμβάνει υπόψη η Standard and Poor's, είναι η διοίκηση της επιχείρησης. Ειδικότερα, οι απόψεις που διατυπώνονται

στις συναντήσεις με τη διοίκηση αποτελούν σημαντικό κριτήριο για την εικόνα που θα διαμορφώσει ο οίκος για τη διοίκηση. Τα σχέδια και οι πολιτικές που ακολουθεί η εκάστοτε επιχείρηση, πρέπει να αξιολογηθούν, επίσης, για το κατά πόσο είναι ρεαλιστικές.

Έχοντας αξιολογήσει την ανταγωνιστικότητα του εκδότη και το λειτουργικό του περιβάλλον, το επόμενο βήμα στην ανάλυση είναι οι χρηματοοικονομικές κατηγορίες. Το κομμάτι αυτό ξεκινά με ανασκόπηση της λογιστικής ποιότητας της επιχείρησης. Ο σκοπός είναι να καθοριστεί εάν οι αναλογίες και τα στατιστικά στοιχεία που προκύπτουν από τις οικονομικές καταστάσεις μπορούν να χρησιμοποιηθούν με ακρίβεια για τη μέτρηση μιας εταιρείας συγκριτικά με άλλες του κλάδου. Εδώ περιλαμβάνεται η αναγνώριση εσόδων, η μέθοδος απόσβεσης, η μέθοδος τιμολόγησης αποθεμάτων και οι υποχρεώσεις εκτός ισολογισμού.

Η Standard and Poor's αποδίδει μεγάλη σημασία στις πολιτικές της διοίκησης που ενέχουν χρηματοοικονομικό κίνδυνο. Συγχρόνως, ο συγκεκριμένος οίκος λαμβάνει σοβαρά υπόψη και τη κερδοφορία της επιχείρησης. Μια εταιρεία που παράγει υψηλότερες αποδόσεις κεφαλαίου έχει μεγαλύτερη ικανότητα να παράγει τα ίδια κεφάλαια εσωτερικά, να προσελκύσει κεφάλαια εξωτερικά, και να ανταπεξέλθει στις επιχειρηματικές αντιξοότητες. Τα πιο σημαντικά μέτρα που χρησιμοποιούν οι οίκοι για ελέγξουν τη κερδοφορία μια επιχείρησης είναι η προ φόρων απόδοση επί του κεφαλαίου, τα κέρδη προ φόρων και τόκων, τα λειτουργικά έσοδα ως ποσοστό των πωλήσεων άλλα και τα κέρδη των κάθε επιμέρους τομέων δραστηριότητας. Παρ' όλο που η μέτρηση αυτών των μέτρων είναι πολύ σημαντική, οι οίκοι θα πρέπει να συγκρίνουν αυτά τα μετρά με αυτά των ανταγωνιστικών εταιριών.

Ένα ακόμα στοιχείο που αναλύει η Standard and Poor's και διαδραματίζει σημαντικό ρόλο στις αξιολογήσεις της, είναι ο βαθμός **μόχλευσης** της επιχείρησης. Για τη μέτρηση αυτής, ο οίκος χρησιμοποιεί κάποιους δείκτες. Συγκεκριμένα, ενδεικτικοί δείκτες είναι το **συνολικό χρέος / (συνολικό χρέος + ίδια κεφάλαια)**, το **συνολικό χρέος και υποχρεώσεις εκτός ισολογισμού / (συνολικό χρέος + υποχρεώσεις εκτός ισολογισμού + ίδια κεφάλαια)** και το **συνολικό χρέος / (συνολικό χρέος + αγοραία αξία ιδίων κεφαλαίων)**. Παραδοσιακά μέτρα που επικεντρώνονται στο μακροπρόθεσμο χρέος έχουν χάσει μεγάλο μέρος της σημασίας τους, δεδομένου ότι οι εταιρείες βασίζονται όλο και περισσότερο σε βραχυπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις.

Η σύνθεση του ενεργητικού μιας εταιρείας είναι ένας κρίσιμος και καθοριστικός παράγοντας του κατάλληλου επιπέδου μόχλευσης για ένα δεδομένο

επίπεδο κινδύνου. Στην ανάλυση της μόχλευσης συνυπολογίζονται και τα εκτός ισολογισμού χρεόγραφα. Συνεπώς, οι οίκοι λαμβάνουν υπόψη και τις λειτουργικές μισθώσεις, τις εγγυήσεις, το χρέος τυχόν κοινοπραξιών και μη ενοποιούμενων θυγατρικών. Απαιτήσεις που έχουν υπολογιστεί, τιτλοποιούνται.

Δείκτες που δείχνουν τη σχέση που υπάρχει μεταξύ των ταμειακών ροών και του χρέους αποτελούν προτεραιότητα για τις εταιρίες. Η ερμηνεία αυτών των δεικτών δεν είναι πάντα απλή, αφού υψηλότερες τιμές μπορεί μερικές φορές να απεικονίζουν προβλήματα. Μια εταιρία που δραστηριοποιείται σε χαμηλής ανάπτυξης ή πτωτικής πορείας αγορά, μπορεί να εμφανίζει σχετικά ισχυρές, για παράδειγμα, ταμειακές ροές, λόγω σταθερών και μειωμένων αναγκών κεφαλαίου κίνησης. Από την άλλη, εταιρίες ανάπτυξης, σε σύγκριση, συχνά παρουσιάζουν αρνητικές ταμειακές ροές διότι απαιτούνται επενδύσεις για την ανάπτυξη. Η ανάλυση των ταμειακών ροών σε σχέση με τις απαιτήσεις σε κεφάλαιο αρχίζει με την εξέταση των κεφαλαιακών αναγκών της εταιρείας.

Η προηγούμενη εκτίμηση των οικονομικών παραγόντων (κερδοφορία, κεφαλαιακή διάρθρωση, ταμειακές ροές) συνδυάζονται για να καταλήξουμε σε μια συνολική χρηματοοικονομική εικόνα. Ένας οίκος εκτιμά τις επιλογές μιας επιχείρησης σε δυσμενείς συνθήκες. Η πρόσβαση στις διάφορες αγορές κεφαλαίων, οι συνεργασίες με άλλους φορείς, καθώς και η ικανότητα να πουλήσει περιουσιακά στοιχεία είναι σημαντικοί παράγοντες. Η ευελιξία που έχει μια εταιρία μπορεί να τεθεί σε κίνδυνο όταν μια εταιρία είναι πλήρως εξαρτημένη από τραπεζικά δάνεια.

Συνεπώς, η πρόσβαση σε διάφορες αγορές κεφαλαίου δίνει στη διοίκηση εναλλακτικές επιλογές, εάν οι συνθήκες σε μια συγκεκριμένη χρηματοοικονομική αγορά χειροτερέψουν. Το μέγεθος της επιχείρησης και οι χρηματοοικονομικές της ανάγκες μπορούν να παίξουν σημαντικό ρόλο στο κατά πόσο μπορούν να αντλήσουν κεφάλαιο από τις δημόσιες αγορές χρέους, όπως επίσης και ο ρόλος της επιχείρησης στην οικονομία της χώρας μπορεί να βελτιώσει τη πρόσβαση σε τράπεζες και σε δημόσια κεφάλαια.

2.2.2 Ενδεικτικές εφαρμογές των βαθμών πιστοληπτικής ικανότητας

Τα προηγούμενα χρόνια στην Αμερική παρατηρήθηκε ότι ο αριθμός των υποβαθμίσεων στις αξιολογήσεις των εταιρικών ομολόγων ξεπέρασε κατά πολύ τις αντίστοιχες αναβαθμίσεις που είχαν γίνει. Αυτό το φαινόμενο αποτέλεσε αντικείμενο

μελέτης όπου διάφοροι ερευνητές (Blume, Lim, MacKinlay (1998)) προσπάθησαν να συνδέσουν τη μείωση της πιστωτικής ποιότητας των αμερικανικών εταιρικών χρεών με το γεγονός ότι οι οργανισμοί αξιολόγησης, με τη χρήση πιο αυστηρών προδιαγραφών για την βαθμολογία των ομολόγων στην αγορά, προκάλεσαν πολλές υποβαθμίσεις σε εταιρικά ομόλογα που είχε ως αποτέλεσμα τη μείωση της πιστωτικής ποιότητας του χρέους των ΗΠΑ.

Στην ανάλυσή τους οι ερευνητές κατασκευάσαν ένα Probit μοντέλο, το οποίο σχετίζει τις κατηγορίες αξιολόγησης με παρατηρούμενες επεξηγηματικές μεταβλητές μέσω μιας απαραίτητης συνεχούς συνδετικής μεταβλητής και το οποίο θα χρησιμοποιήσουν για να εκτιμήσουν κατά πόσον τα πρότυπα αξιολόγησης έγιναν πιο αυστηρά και αν αυτό εξηγεί τις υποβαθμίσεις.

Στο γραμμικό μοντέλο κάνουν δύο υποθέσεις που θα τους βοηθήσουν αρχικά με τη μελέτη. Από τη μία πλευρά, υπάρχει μέση ανεξαρτησία και αυτό σημαίνει ότι η προσδοκία του όρου σφάλματος υπό όρους για τις παρατηρούμενες μεταβλητές είναι μηδέν αλλά από την άλλη πλευρά, η διακύμανση του σφάλματος υπό όρους για τις παρατηρούμενες μεταβλητές δεν είναι σταθερή, γεγονός το οποίο επιτρέπει να υπάρχει ετεροσκεδαστικότητα στο μοντέλο. Αυτό είναι πολύ χρήσιμο διότι μας δίνει διαφορετικές τιμές για τον σταθερό όρο του γραμμικού μοντέλου κατά την πάροδο του χρόνου. Αν ο σταθερός όρος έχει μια χαμηλότερη τιμή φέτος σε σχέση με πέρυσι, ένα ομόλογο με τις ίδιες παρατηρούμενες μεταβλητές θα ταξινομείται με χαμηλότερη βαθμολογία.

Τα αποτελέσματα της εμπειρικής ανάλυσης και η οικονομική ερμηνεία τους συνδυάζονται μαζί με την υπόθεση που έκαναν κατά τη δοκιμή του μοντέλου ότι όλα αυτά τα χρόνια οι οργανισμοί αξιολόγησης εφαρμόζουν πιο αυστηρούς κανόνες κατά την βαθμολόγηση κατηγοριών.

Πρώτα, εμφανίζουν την εκτίμηση των παραμέτρων του μοντέλου probit χρησιμοποιώντας την τεχνική μέγιστης πιθανοφάνειας. Αναλύουν τον αντίκτυπο της μεταβλητής κάλυψης τόκων δημιουργώντας την λειτουργική μορφή της σε δύο στάδια. Στη συνέχεια, έβαλαν αυτή τη μεταβλητή στο μοντέλο probit με τη στάθμιση, σταθμίζοντάς την ανάλογα με την αξία της κάθε χρόνο. Αλλά αυτό δημιουργεί το πρόβλημα της αυτοσυσχέτισης στα κατάλοιπα που παραβιάζουν την υπόθεση της μέσης ανεξαρτησίας που έκαναν στην αρχή. Στη συνέχεια προσπάθησαν να διορθώσουν τα μη συνεπή τυπικά σφάλματα παρουσιάζοντας τα αποτελέσματα των νέων προσαρμοσμένων τυπικών σφαλμάτων.

Δεύτερον, αναφέρουν την οικονομική σημασία των στατιστικών αποτελεσμάτων τους, συγκρίνοντας την βαθμολογία του συγκεκριμένου έτους με τις αξιολογήσεις των προηγούμενων ή των επόμενων χρόνων μεταξύ των επιχειρήσεων με τα ίδια χαρακτηριστικά. Αυτός είναι ο τρόπος για να δικαιολογήσουν την πτώση που παρατηρήθηκε στις τιμές των σταθερών όρων του μοντέλου, ενώ οι οργανισμοί αξιολόγησης εφαρμόζουν αυστηρότερα πρότυπα κατά την βαθμολόγηση.

Καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι μόνο ένα μέρος της μείωσης του αμερικανικού εταιρικού χρέους μπορεί να εξηγηθεί από τα αυστηρά πρότυπα αξιολόγησης των οργανισμών αξιολόγησης παραθέτοντας μερικές αιτίες που τους οδήγησε σε αυτό το αποτέλεσμα.

Η μεγάλη αποδοχή που υπάρχει προς του οίκους αξιολόγησης και στον τρόπο που καταρτίζουν τους βαθμούς πιστοληπτικής ικανότητας κέντρισε το ενδιαφέρον πολλών ερευνητών. Μεγάλο ενδιαφέρον αποτέλεσαν οι προσδιοριστικοί παράγοντες που επηρεάζουν τον καθορισμό των βαθμών πιστοληπτικής ικανότητας.

Σε μια άλλη έρευνα (Amato, Furfine (2004)) μελετήθηκε η επιρροή του επιχειρηματικού κύκλου στις αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας. Πιο συγκεκριμένα, εκτιμήθηκε κατά πόσον οι οίκοι αξιολόγησης είναι υπερβολικά προκυκλικοί στην εκχώρησή τους στις αξιολογήσεις. Έμφαση δίνεται στο πως οι τρεις προσδιοριστικοί παράγοντες, του επιχειρηματικού κινδύνου, των χρηματοοικονομικών κινδύνων, και αυτός των μακροοικονομικών συνθηκών μπορούν να επηρεάσουν την ανάθεση των αξιολογήσεων πιστοληπτικής ικανότητας.

Για τη διεξαγωγή ανάλυσης χρειάστηκαν τρεις τύποι δεδομένων προκειμένου να αναλυθεί ο τρόπος κατά τον οποίο η οικονομική συγκυρία επηρεάζει τις αποφάσεις των οίκων αξιολόγησης. Ο πρώτος τύπος είναι δεδομένα σχετικά με τις βαθμολογίες αυτές καθαυτές, ο δεύτερος είναι δεδομένα για τις βασικές αρχές των επιχειρήσεων, δηλαδή το πώς μετράνε τον επιχειρηματικό και οικονομικό κίνδυνο και ο τρίτος το πώς μετράνε τον επιχειρηματικό κύκλο.

Όσον αφορά τις βαθμολογίες, χρησιμοποιείται όλο το εύρος τιμών που μπορούν να πάρουν, δηλαδή από AAA μέχρι D συμπεριλαμβανομένων και των ενδιάμεσων τιμών. Για παράδειγμα, η κατηγορία των επιχειρήσεων που έχουν βαθμολογία AA περιλαμβάνει και τις επιχειρήσεις με AA+, AA-, AA. Υπάρχουν, δηλαδή, 10 κατηγορίες βαθμολογιών συνολικά. Για την αξιολόγηση της

πιστοληπτικής ικανότητας οι οίκοι λαμβάνουν υπόψη τον επιχειρηματικό και τον οικονομικό κίνδυνο.

Τα αποτελέσματα της έρευνας έδειξαν ότι οι οργανισμοί αξιολόγησης κάνουν αυτό ακριβώς που λένε, βαθμολογώντας τις επιχειρήσεις βάσει του μακροπρόθεσμου ορίζοντα χωρίς να αλλάζουν απόφαση σε βραχυπρόθεσμες διακυμάνσεις στο στάτους των επιχειρήσεων. Από την άλλη όμως, υπάρχουν λόγοι να είμαστε προσεκτικοί διότι το μεγαλύτερο δείγμα των αξιολογήσεων περιέχει λίγες αλλαγές και δείχνει έλλειψη ευαισθησίας στις συνθήκες του επιχειρηματικού κύκλου, κάτι που μπορεί να αντανakλά την έλλειψη συνεχούς παρακολούθησης από τους οργανισμούς αξιολόγησης.

Κεφάλαιο 3^ο

ESG και χρηματοοικονομικές επιδόσεις

3.1 Μέτρηση ESG

Μια σχετικά πρόσφατη κατηγορία εταιρικής επένδυσης αποτελούν οι επενδύσεις αειφορίας ή βιωσιμότητας, οι οποίες έχουν κεντρίσει το ενδιαφέρον επιχειρήσεων, θεσμικών επενδυτών, και άλλων κοινωνικών ομάδων. Βιωσιμότητα (ή *αειφορία*) είναι ένα πρότυπο παραγωγής το οποίο στοχεύει στο καλύτερο οικονομικό αποτέλεσμα τόσο για τον άνθρωπο όσο και για το φυσικό περιβάλλον. Ύψιστης σημασίας είναι το κατά πόσο αυτές οι επενδύσεις ενισχύουν την αξία για τους μετόχους.

Σύμφωνα με μελέτες τα αποτελέσματα είναι αμφιλεγόμενα. Ένας μεγάλος αριθμός εταιρειών εντοπίζει τα θέματα βιωσιμότητας ως στρατηγικά σημαντικά και για αυτό ανακοινώνουν πλούτο πληροφοριών με τη μορφή περιβαλλοντικών, κοινωνικών δεδομένων και δεδομένων διακυβέρνησης. Παράλληλα ένας μεγάλος αριθμός επενδυτών στρέφεται στις ESG επιδόσεις (παράγοντες περιβαλλοντικοί, κοινωνικοί και διακυβέρνησης) των εταιριών πριν λάβουν αποφάσεις.

Στο παρών κεφάλαιο εστίαση δίνεται σε διάφορα θέματα που αφορούν την εταιρική κοινωνική ευθύνη. Αρχικά εξετάζεται κατά πόσο η σημασία των διαφόρων θεμάτων βιωσιμότητας διαφέρουν μεταξύ των βιομηχανιών. Παράλληλα ελέγχεται η υπόθεση που αναφέρει ότι η ενασχόληση των εταιριών με δραστηριότητες εταιρικής

κοινωνικής ευθύνης μπορεί να οδηγήσει σε καλύτερη πρόσβαση σε θέματα χρηματοδότησης.

Αναφορά επίσης γίνεται και στο τραπεζικό τομέα. Ειδικότερα εξετάζεται η σχέση που υπάρχει μεταξύ Ε.Κ.Ε και χρηματοοικονομικών επιδόσεων ενώ προσπαθούμε να κατανοήσουμε μέσα από τα κίνητρα που έχουν οι τράπεζες το λόγο που αναλαμβάνουν στρατηγικές Ε.Κ.Ε. Τέλος παρατηρείται ότι οι πολιτικές προτιμήσεις των CEOs των εταιριών (υποστηρίζουν δημοκρατικά ή ρεπουμπλικανικά κόμματα) μπορούν να επηρεάσουν στρατηγικές που θα ακολουθήσουν όσον αφορά την Ε.Κ.Ε.

Σύμφωνα με την κλασική θεωρία των επενδυτικών αποφάσεων κατά την επιλογή μίας επενδυτικής απόφασης λαμβάνονται υπόψη τρεις τουλάχιστον βασικές παράμετροι, ήτοι η απόδοση κεφαλαίων, ο κίνδυνος και η δυνατότητα ρευστοποίησης. Εδώ και αρκετά χρόνια έχει αναπτυχθεί στο εξωτερικό (κυρίως σε Ευρώπη και Η.Π.Α.), μία τάση η οποία θέλει τους επενδυτές να ενσωματώνουν στις επενδυτικές τους αποφάσεις και παραμέτρους οι οποίες αφορούν στις επιδόσεις των επιλογών τους αναφορικά με το περιβάλλον, την κοινωνία και την εταιρική διακυβέρνηση. Είναι οι λεγόμενες ESG ή SRI επενδύσεις.

Σύμφωνα με τις τελευταίες εκτιμήσεις του European Sustainable Investment Forum, τα επενδυτικά κεφάλαια υπό διαχείριση σε υπεύθυνες επενδύσεις στην Ευρώπη ξεπερνούν τα 7,2 τρισ. δολάρια Η.Π.Α. Στην Αμερική, σύμφωνα με μετρήσεις του Social Investment Forum (SIF) τα αντίστοιχα κεφάλαια ξεπερνούν τα 3 τρις δολάρια. Αν σε αυτά προσθέσουμε περί τα 558 δισ. δολάρια στον Καναδά, περί τα 100 δισ. σε Αυστραλία και Ωκεανία, και άλλα 10 δισ. δολάρια σε Ασία και Ιαπωνία, τότε τα παγκόσμια κεφάλαια υπό διαχείριση σε υπεύθυνες επενδύσεις αγγίζουν τα 11 τρις δολάρια Η.Π.Α

Η σημασία των διαφόρων ζητημάτων βιωσιμότητας πιθανώς διαφέρει συστηματικά από επιχείρηση σε επιχείρηση και από βιομηχανία σε βιομηχανία. Ως εκ τούτου, οι προσπάθειες πολλών οργανώσεων που παρέχουν καθοδήγηση σχετικά με την υποβολή εκθέσεων σε θέματα ESG συγκεντρώνονται στον εντοπισμό των σημαντικών ζητημάτων για κάθε βιομηχανία προκειμένου να καθοδηγηθούν τόσο οι επιχειρήσεις όσο και οι επενδυτές. Αυτό αποτέλεσε αντικείμενο μελέτης (Khan, Mozaffar, Serafeim and Yoon (2015)), δηλαδή η διερεύνηση της μελλοντικής επίδοσης των “σημαντικών” επενδύσεων βιωσιμότητας σε σχέση με τις “ασήμαντες επενδύσεις βιωσιμότητας

Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι οι επιχειρήσεις με υψηλές βαθμολογίες σε σημαντικά θέματα βιωσιμότητας έχουν καλύτερες μελλοντικές επιδόσεις συγκριτικά με εταιρίες με κατώτερες βαθμολογίες στα ίδια θέματα βιωσιμότητας. Εν αντιθέσει, εταιρίες με υψηλές βαθμολογίες σε ασήμαντα θέματα βιωσιμότητας δεν σημειώνουν καλύτερες επιδόσεις από τις εταιρίες με χαμηλές βαθμολογίες στα ίδια θέματα βιωσιμότητας. Συγχρόνως οι εταιρίες με υψηλές βαθμολογίες σε σημαντικά θέματα και ταυτόχρονα χαμηλές βαθμολογίες σε ασήμαντα θέματα έχουν την καλύτερη μελλοντική επίδοση.

Συμπερασματικά, παρατηρήθηκε ότι οι επιχειρήσεις με ανώτερες επιδόσεις σε θέματα αειφορίας υπέρ-αποδίδουν σε σύγκριση με επιχειρήσεις με κατώτερες αποδόσεις. Τα αποτελέσματα είναι επίσης πιθανό να είναι ενδιαφέροντα για επιχειρήσεις που πραγματοποιούν επενδυτικές αποφάσεις βιωσιμότητας, και στους επενδυτές που η κατανομή στη λήψη αποφάσεων του χαρτοφυλακίου βασίζεται στα κριτήρια αειφορίας. Τέλος αποδεικνύεται ότι, οι επενδύσεις σε σημαντικά θέματα αειφορίας μπορεί να ενισχύουν την αξία για τους μετόχους, ενώ οι επενδύσεις σε ασήμαντα θέματα βιωσιμότητας έχουν μικρή θετική ή αρνητική, ενδεχομένως, συνέπεια στην αξία.

Όπως αναφέρθηκε παραπάνω η σημαντικότητα θεμάτων ΕΚΕ διαφέρει ανάλογα με τον κλάδο που δραστηριοποιείται μια εταιρία. Το ίδιο συμβαίνει και με την επίδραση που έχουν οι κοινωνικοί κανόνες αφού διαφέρει από βιομηχανία σε βιομηχανία.

Οι Hong, Harrison and Marcin Kacperczyk (2009) εστίασαν την προσοχή τους στις “αμαρτωλές” μετοχές που προέρχονται από εισηγμένες εταιρίες στο χρηματιστήριο και δραστηριοποιούνται στη παραγωγή αλκοολούχων ποτών, τσιγάρων ή κύρια δραστηριότητά τους είναι τα τυχερά παιχνίδια.

Τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα (π.χ. τράπεζες) που είναι εισηγμένα στο χρηματιστήριο, έχουν μικρό ποσοστό σε «αμαρτωλές» μετοχές λόγω των πιέσεων που τους ασκείται από τους κοινωνικούς κανόνες. Αντιθέτως, οι μεμονωμένοι επενδυτές μπορούν να κρατήσουν τις μετοχές τους μακριά από τους κοινωνικούς κανόνες και συνεπώς είναι πιο πρόθυμοι να αγοράσουν τέτοιου είδους μετοχές. Το ίδιο συμβαίνει και με τα mutual και τα hedge funds τα οποία είναι εξισορροπητικοί κερδοσκόποι (arbitrageurs). Σύμφωνα με μετρήσεις, συγκρίσιμες μετοχές με τις “αμαρτωλές” μετοχές κατά μέσο όρο γύρω στο 28% διακρατούνται από χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, ενώ γύρω στο 23% αφορά τις «αμαρτωλές» μετοχές .

Αυτό που αποδεικνύεται είναι ότι υπάρχει μια σημαντική επίδραση στη τιμή, της τάξης του 15-20% από τους μεγάλους θεσμικούς επενδυτές, αποφεύγοντας τις αμαρτωλές μετοχές. Παράλληλα, ένα σημαντικό ζήτημα είναι κατά πόσο κοινωνικά υπεύθυνες επενδύσεις κάνουν τη διαφορά, από την άποψη να ωθούν τις εταιρίες να αλλάξουν τη συμπεριφορά τους. Στην έρευνα αποδεικνύεται ότι τουλάχιστον για τις αμαρτωλές μετοχές, η παράλειψη αυτών των μετοχών από μεγάλα θεσμικά ιδρύματα επηρεάζει το κόστος κεφαλαίου τους σε σημαντικό βαθμό, ενώ δεν πρέπει να παραληφθεί ότι τέτοιου είδους μετοχές λαμβάνουν μικρότερη κάλυψη από αναλυτές.

Ένα εξίσου σημαντικό ερώτημα που γεννάται, είναι κατά πόσο η ΕΚΕ δημιουργεί αξία για την επιχείρηση, και αν ναι, με ποιον τρόπο. Μια σημαντική έννοια που χρησιμοποιείται ευρέως είναι οι κεφαλαιακοί περιορισμοί, δηλαδή εκείνες οι τριβές στην αγορά που μπορούν να αποτρέψουν τη χρηματοδότηση επιθυμητών επενδύσεων. Οι κεφαλαιακοί περιορισμοί μπορούν να διαδραματίσουν σημαντικό ρόλο στην λήψη στρατηγικών αποφάσεων αφού επηρεάζουν άμεσα την επιχείρηση στο να προβεί σε επενδυτικές αποφάσεις, αλλά και στις επιλογές της που αφορούν τη κεφαλαιακή διάρθρωση

Σημαντικό ερευνητικό αντικείμενο (Cheng, Beiting, Ioannou and Serafeim (2013)) αποτελεί και η διερεύνηση του κατά πόσο η υψηλότερη απόδοση όσον αφορά την εταιρική κοινωνική ευθύνη (ΕΚΕ) μπορεί να οδηγήσει σε καλύτερη πρόσβαση στο θέμα της χρηματοδότησης. Υποθέτουμε ότι η καλύτερη πρόσβαση στη χρηματοδότηση μπορεί να αποδοθεί είτε στη μείωση στα έξοδα αντιπροσώπευσης λόγω της ενισχυμένης συμμετοχής των ενδιαφερομένων είτε μειωμένη ασύμμετρη πληροφόρηση που οφείλεται στην αύξηση της διαφάνειας.

Το αντικείμενο αυτό είναι αμφιλεγόμενο, αφού σε πολλές μελέτες υποστηρίζεται ότι η ΕΚΕ αυξάνει τα κόστη των εταιριών και συνεπώς δημιουργείται ένα ανταγωνιστικό μειονέκτημα σε σχέση με τους ανταγωνιστές, ενώ από την άλλη σε άλλες μελέτες υποστηρίζεται ότι η ΕΚΕ μπορεί να έχει μια θετική επίδραση παρέχοντας πρόσβαση σε πολύτιμους πόρους, σε υψηλής ποιότητας εργαζομένους, δημιουργώντας με αυτό τον τρόπο ευκαιρίες για την εταιρία και συγχρόνως συνεισφέροντας στο να κερδίσει κοινωνική αξιοπιστία.

Παράλληλα, όταν η πιθανότητα του κόστους των οίκων αξιολόγησης είναι υψηλή και η ποσότητα του κεφαλαίου που η επιχείρηση απαιτεί για επενδύσεις υπερβαίνει την καθαρή της αξία, οι πάροχοι κεφαλαίων αποζημιώνονται για το κόστος πληροφοριών μέσα από τη τιμολόγηση του κεφαλαίου με υψηλότερο επιτόκιο. Συνεπώς, όσο μεγαλύτερες είναι οι τριβές της αγοράς, τόσο πιο απότομη

είναι η καμπύλη προσφοράς και τόσο υψηλότερο είναι και το κόστος από την εξωτερική χρηματοδότηση.

Επομένως, η υιοθέτηση και η εφαρμογή στρατηγικών από την εταιρία που μειώνουν την ασύμμετρη πληροφόρηση κάνουν τη καμπύλη της προσφοράς για κεφάλαια να είναι λιγότερο απότομη. Ως εκ τούτου, η καλύτερη πρόσβαση σε κεφάλαια χαμηλώνει τους ιδιοσυγκρασιακούς περιορισμούς κεφαλαίων που αντιμετωπίζει η εταιρία, κάτι που ευνοεί τους στρατηγικούς τις στόχους επιτρέποντας της να προβεί σε σημαντικές επενδύσεις που διαφορετικά δεν θα ήταν επικερδείς

Τα αποτελέσματα από την έρευνα απέδειξαν ότι οι εταιρίες με καλύτερη ΕΚΕ επίδοση αντιμετωπίζουν λιγότερους κεφαλαιακούς περιορισμούς. Επίσης, υποστηρίζεται ότι η αρνητική συσχέτιση που υπάρχει μεταξύ ΕΚΕ επίδοσης και των κεφαλαιακών περιορισμών πραγματώνεται μέσω δύο διαφορετικών μηχανισμών.

Αρχικά, η καλύτερη επίδοση ΕΚΕ σχετίζεται την ενεργή δραστηριοποίηση των ενδιαφερόμενων μερών, γεγονός το οποίο με τη σειρά του μειώνει τη πιθανότητα καιροσκοπικής συμπεριφοράς και εισάγει μια πιο αποτελεσματική μορφή επικοινωνίας με τα βασικά συστατικά της. Με άλλα λόγια, η εμπλοκή των ενδιαφερόμενων μερών που βασίζεται στη αμοιβαία εμπιστοσύνη και συνεργασία, μειώνει τα πιθανά κόστη, πιέζοντας τους μάνατζερς να υιοθετήσουν έναν μακροπρόθεσμο παρά βραχυπρόθεσμο προσανατολισμό.

Δεύτερον, οι εταιρίες με καλύτερες επιδόσεις ΕΚΕ είναι πιθανότερο να δημοσιοποιήσουν τις δραστηριότητες που αφορούν την ΕΚΕ και συνεπώς να γίνουν περισσότερο διαφανείς και υπεύθυνες. Τα υψηλότερα επίπεδα διαφάνειας μειώνουν την ασύμμετρη πληροφόρηση μεταξύ εταιρίας και επενδυτή και έτσι αμβλύνεται ο αντιλαμβανόμενος κίνδυνος.

Όπως αναφέρθηκε και παραπάνω, τα οφέλη που αποκομίζουν οι εταιρίες από στρατηγικές που αφορούν την εταιρική κοινωνική ευθύνη είναι πολλαπλά. Ιδιαίτερης σημασίας αποτελεί η εξειδίκευση του θέματος και συγκριμένα η εστίαση σε ένα συγκεκριμένο κλάδο, δηλαδή στον τραπεζικό τομέα.

Το τραπεζικό σύστημα είναι γνωστό ότι διαδραματίζει ζωτικό ρόλο στην οικονομική ανάπτυξη, αφού μέσω της ασφάλειας και της αξιοπιστίας που παρέχει, δημιουργεί πολλά οφέλη για τη κοινωνία. Επίσης, ένα υγιές τραπεζικό σύστημα προσφέρει ευημερία, ενώ διαδραματίζει σημαντικό ρόλο σε περιόδους πιστωτικής κρίσης. Παράλληλα, στις περισσότερες χώρες οι τράπεζες συμμετέχουν στις οικονομικές δραστηριότητες που στοχεύουν στην αειφόρο ανάπτυξη.

Έρευνες που να εξηγούν τη σχέση μεταξύ ΕΚΕ και χρηματοοικονομικής επίδοσης στον τραπεζικό τομέα αλλά και τα κίνητρα για ΕΚΕ είναι πενιχρές, και αυτό γιατί δεν εξετάζουν την άμεση σχέση που υπάρχει μεταξύ τους.

Σε μία έρευνα (Wu, Meng-Wen and Chung-Hua Shen (2013)) αναλύεται σε βάθος η προαναφερθείσα σχέση, όπως επίσης και το κίνητρο που οδηγεί τις τράπεζες να ακολουθήσουν στρατηγικές ΕΚΕ.

Αρχικά θα πρέπει να επισημανθεί ότι μια σημαντική πτυχή της ΕΚΕ είναι το πώς οι επιχειρήσεις αλληλοεπηρεάζονται με τις ομάδες συμφερόντων. Υπάρχει η πεποίθηση ότι η αποτελεσματική διαχείριση των σχέσεων με τα ενδιαφερόμενα μέρη μπορεί να οδηγήσει σε καλύτερες χρηματοοικονομικές επιδόσεις. Έτσι οι εταιρίες εξαρτώνται από τις ομάδες συμφερόντων ώστε να αποκτήσουν τους αναγκαίους πόρους για την επιβίωση και την ανάπτυξη τους.

Επίσης, υποστηρίζεται ότι η πιο προφανής σύνδεση της ΕΚΕ με τη συνολική εταιρική απόδοση είναι μέσω της εταιρικής φήμης. Έτσι, οι εταιρίες χρησιμοποιούν την ΕΚΕ για να αυξήσουν την εμπιστοσύνη των πελατών αλλά και να δημιουργήσουν μια θετική εταιρική φήμη.

Ωστόσο, οι επιπτώσεις της ΕΚΕ στα επιτόκια διαφέρουν ανάλογα με τα κίνητρα που έχουν σε διαφορετικές δομές αγοράς. Ειδικότερα, οι τράπεζες που ασκούν στρατηγικές ΕΚΕ και έχουν αλτρουιστικά κίνητρα δεν χρησιμοποιούν τα επιτόκια για να επηρεάσουν τα καθαρά έσοδα από τόκους, και αυτό διότι μέσω της ΕΚΕ δεν έχουν στόχο να αυξήσουν τα κέρδη.

Αντίθετα, τράπεζες που ασκούν ΕΚΕ και έχουν στρατηγικά κίνητρα, χρησιμοποιούν τα επιτόκια για να επηρεάσουν τα καθαρά έσοδα από τόκους με στόχο τη αύξηση των κερδών. Υποστηρίζεται, επίσης, ότι οι πελάτες δέχονται χαμηλότερο επιτόκιο καταθέσεων και αυτό οφείλεται στο ότι οι τράπεζες που προάγουν την ΕΚΕ είναι πιο έμπιστες. Παράλληλα, η στρατηγική ΕΚΕ επιτρέπει στις επιχειρήσεις να διαφοροποιούν τα προϊόντα τους με σκοπό τα αμβλυνθεί ο ανταγωνισμός στη τιμολόγηση και έτσι επιτρέπει σε ηθικά διοικούμενες εταιρίες να επιβάλλουν μια προσαύξηση στη τιμή για τα προϊόντα τους.

Παρ' όλα αυτά, η δομή της αγοράς μπορεί να επηρεάσει το παραπάνω επιχείρημα. Όταν ο τραπεζικός τομέας είναι ολιγοπωλιακός, το επιχείρημα είναι σωστό. Σε μονοπωλιακές αγορές, όμως, ο συλλογισμός είναι λανθασμένος. Ως εκ τούτου, λαμβάνοντας υπόψη τις δυο αυτές διαφορετικές δομές, η επίδραση της ΕΚΕ στα επιτόκια μπορεί να είναι θετική ή μικρή.

Για να μπορέσει μια τράπεζα να ανταπεξέλθει στο συνεχώς μεταβαλλόμενο περιβάλλον θα πρέπει να ακολουθεί στρατηγικές διαφοροποίησης. Η διαφοροποίηση της εμπορικής επωνυμίας μπορεί να εφαρμοστεί σε επιχειρήσεις στον τραπεζικό τομέα όπου τα έσοδα προέρχονται από μη επιτοκιακές δραστηριότητες. Αυτή η διαφοροποίηση δημιουργείται λόγω της ποιότητας των υπηρεσιών και η οποία διαφέρει μεταξύ των τραπεζών και επιτρέπει σε τράπεζες με ΕΚΕ να χρεώνουν υψηλότερες προμήθειες και χρεώσεις. Τα προϊόντα από μη επιτοκιακές δραστηριότητες είναι τυποποιημένα ή προσαρμοσμένα στον κάθε πελάτη.

Κατά συνέπεια, τράπεζες που ασκούν στρατηγική ΕΚΕ έχουν τη τάση να επιδιώκουν τη μεγιστοποίηση του κέρδους προωθώντας τη φήμη τους και το εμπορικό σήμα μέσα από δραστηριότητες που περιλαμβάνουν προστασία του περιβάλλοντος κτλ.. Οι δραστηριότητες αυτές οδηγούν σε υψηλότερες τιμές και ποσότητες προϊόντων που είναι προσαρμοσμένα στο πελάτη.

Όσον αφορά τις τράπεζες με αλτρουιστικά κίνητρα, οι δραστηριότητες της ΕΚΕ αποτελούν το στόχο τους. Αν και η αλτρουιστική ΕΚΕ μπορεί να μην αυξάνει τις τιμές προϊόντων από μη επιτοκιακές δραστηριότητες, παρ' όλα αυτά δημιουργεί διαφοροποίηση προϊόντος η οποία προσελκύει πελάτες και αυξάνει τα έσοδα από μη επιτοκιακές δραστηριότητες.

Η επίδραση της ΕΚΕ στα έμμεσα κόστη είναι ως επί το πλείστον θετική. Παράλληλα, μια καλή τράπεζα με ΕΚΕ μπορεί να μειώσει την ασύμμετρη πληροφόρηση με τις ομάδες συμφερόντων και συνεπώς να κερδίσει τον σεβασμό της κοινότητας, ενώ συγχρόνως οι εργαζόμενοι προτιμούν να εργαστούν σε κοινωνικά υπεύθυνες εταιρίες. Έτσι η ΕΚΕ μπορεί να μειώσει τα έμμεσα έξοδα.

Από την άλλη, υποστηρίζεται ότι η ΕΚΕ μειώνει τις οικονομικές επιδόσεις βάζοντας έτσι την εταιρία σε μειονεκτική θέση σε μια ανταγωνιστική αγορά. Οι στρατηγικές τράπεζες επιδιώκουν τη μεγιστοποίηση του κέρδους, έτσι ελέγχουν προσεκτικά την ΕΚΕ και άρα η επίδρασή της στα κέρδη είναι θετική. Από την άλλη, η επίδραση της αλτρουιστικής ΕΚΕ στα κέρδη είναι κοντά στο μην είναι θετική.

Τα αποτελέσματα από την έρευνα έδειξαν κάποια σημαντικά ευρήματα. Αρχικά οι τράπεζες με το μεγαλύτερο σύνολο του ενεργητικού συμμετέχουν σε περισσότερες δραστηριότητες ΕΚΕ. Επιπλέον οι τράπεζες με υψηλή μόχλευση και κόστος εισοδήματος διεξάγουν περισσότερες στρατηγικές εισοδήματος. Παράλληλα οι τράπεζες παρέχουν περισσότερα αποθεματικά για τυχών απώλειες από τα δάνεια εφόσον επιδίδονται σε δραστηριότητες ΕΚΕ.

Εξίσου σημαντικό να αναφερθεί είναι ότι, οι τράπεζες που δανείζουν περισσότερο συμμετέχουν σε περισσότερες δραστηριότητες ΕΚΕ. Ενώ σημαντικό είναι να αναφέρουμε ότι η διαφθορά ως μεταβλητή εμφανίζει συντελεστή στατιστικά σημαντικό αλλά αρνητικό, και συνεπώς από αυτό φαίνεται ότι τράπεζες σε χώρες με λιγότερη διαφθορά συμμετέχουν σε περισσότερες δραστηριότητες ΕΚΕ. Τέλος, η αύξηση στη συγκέντρωση της αγοράς θα ενθαρρύνει περισσότερες δραστηριότητες ΕΚΕ.

Εν κατακλείδι προτείνεται οι κυβερνήσεις να παρέχουν λιγότερη στήριξη σε τράπεζες που εμπλέκονται σε δραστηριότητες ΕΚΕ, αν οι δραστηριότητες στηρίζονται σε στρατηγικά κίνητρα. Αντιθέτως, θα πρέπει να υποστηρίζουν τράπεζες που εμπλέκονται σε δραστηριότητες ΕΚΕ με αλτρουιστικά κίνητρα, παρέχοντας δάνεια στις επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στην προστασία του περιβάλλοντος.

Θα πρέπει όμως να αναφερθεί ότι και η πολιτική ενασχόληση των CEOs των εταιριών μπορούν να επηρεάσουν τις στρατηγικές που αυτή θα ακολουθήσει. Ειδικότερα οι επικεφαλές διαφόρων οργανισμών μπορεί είτε να ψηφίζουν δημοκρατικά κόμματα είτε ρεπουμπλικανικά κόμματα. Η σχέση που υπάρχει μεταξύ των πολιτικών πεποιθήσεων και της ΕΚΕ ερευνήθηκε εκτενώς (Giuli, Alberta and Kostovetsky (2014))

Ειδικότερα έχει παρατηρηθεί ότι οι πολιτικές στάσεις μιας εταιρίας μπορεί να επηρεάσουν τις επιδόσεις τους όσον αφορά την εταιρική κοινωνική ευθύνη. Ειδικότερα, οι επιχειρήσεις με δημοκρατικές τάσεις (επιχειρήσεις με μεγαλύτερο ποσοστό δημοκρατικών μετόχων) ακολουθούν περισσότερες πολιτικές κοινωνικής ευθύνης από ότι επιχειρήσεις με ρεπουμπλικανικές τάσεις. Αυτό γίνεται μέσα από τη σύγκριση δύο μεγάλων εταιριών τροφίμων, τα Starbucks όπου ο Διευθύνων Σύμβουλος και πρόεδρος τους είναι ένας Δημοκράτης και τα Wendy's όπου ο ιδρυτής τους είναι Ρεπουμπλικάνος.

Ακόμα, οι πολιτικές πεποιθήσεις είναι ένα μέτρο προτιμήσεων όσον αφορά την κοινωνική υπευθυνότητα. Στο δημοκρατικό κόμμα δίνουν μεγαλύτερη έμφαση σε θέματα που έχουν σχέση με την ΕΚΕ, όπως η προστασία του περιβάλλοντος ή η προστασία των εργαζομένων. Αυτό αποδεικνύεται και από μία έρευνα όπου βρέθηκε ότι το 96% των δημοκρατικών πιστεύει ότι το Κογκρέσο θα πρέπει να διασφαλίζει ότι οι επιχειρήσεις θα πρέπει να ασχολούνται με κοινωνικά θέματα. Παράλληλα, φάνηκε να υπάρχει μια σημαντική διαφορά μεταξύ Δημοκρατικών και Ρεπουμπλικάνων διευθυντών επενδύσεων στο χαρτοφυλάκιο για εταιρίες κοινωνικής ευθύνης.

Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι μια επιχείρηση που διοικείται από έναν “δημοκρατικό” CEO αναλαμβάνει περισσότερες στρατηγικές ΕΚΕ από μια που διοικείται από “Ρεπουμπλικάνο” CEO. Από την άλλη, εξετάζεται και η σύνδεση μεταξύ του εξωτερικού πολιτικού περιβάλλοντος μιας επιχείρησης με τις πολιτικές ΕΚΕ.

Εταιρίες με έδρα σε δημοκρατικά κράτη είναι πιο κοινωνικά υπεύθυνες λόγω του ότι οι μέτοχοι, οι πελάτες και οι εργαζόμενοι προάγουν συμπεριφορές εταιρικής κοινωνικής ευθύνης και συνεπώς πιέζουν τις εταιρίες να συμπεριφέρονται αναλόγως.

Προτού συμπεράνουμε ότι υπάρχει μια σχέση αιτιότητας μεταξύ ενός Δημοκρατικού πολιτικού περιβάλλοντος και ενός υψηλότερου επιπέδου ΕΚΕ, οι συγγραφείς διερευνούν κάποιες εναλλακτικές εξηγήσεις. Ειδικότερα αυτό που συμπεραίνεται είναι ότι ένα Δημοκρατικό κόμμα είναι πιθανότερο να ανταμείψει εταιρίες που είναι φιλικές προς το περιβάλλον με φορολογικές ελαφρύνσεις.

Τέλος, ερευνάται πως οι πολιτικές ΕΚΕ επηρεάζουν τη μελλοντική αξία της επιχείρησης δηλαδή κατά πόσο οδηγεί σε αλλαγές στην τιμή των μετοχών, στους θεσμικούς επενδυτές και στις λειτουργικές επιδόσεις των επιχειρήσεων. Η μεθοδολογία στηρίζεται στη υπόθεση ότι οι επενδυτές δεν μαθαίνουν πότε συμβαίνουν οι πολιτικές ΕΚΕ, αλλά μόνο όταν λάβουν πληροφορίες μέσω των βαθμολογιών KLD.

Στη πραγματικότητα η ύπαρξη βαθμολογίας ΕΚΕ από οίκους αξιολόγησης, υποδηλώνει ότι υπάρχει κόστος για την έρευνα των πολιτικών ΕΚΕ και οι ενδιαφερόμενοι επενδυτές είναι πρόθυμοι να πληρώσουν ένα τρίτο μέρος(οίκος αξιολόγησης) για να εκτελέσει την έρευνα αυτή για λογαριασμό τους. Αν οι επενδυτές αντιδρούν στις αλλαγές των βαθμολογιών KLD παρά στις πραγματικές αλλαγές που συμβαίνουν στις πολιτικές ΕΚΕ, τότε η αναδρομή των αποδόσεων των μετοχών με αλλαγή στη χρονική υστέρηση των πολιτικών ΕΚΕ αυξάνει την αντίδραση των επενδυτών σε πληροφορίες.

Παράλληλα, για τη σχέση μεταξύ ΕΚΕ και μελλοντικής λειτουργικής επίδοσης μια εταιρίας φαίνεται τα αποτελέσματα να είναι πιο δύσκολο να ερμηνευθούν γιατί η διοίκηση μιας επιχείρησης μπορεί να προβλέψει τις μελλοντικές λειτουργικές επιδόσεις της εταιρίας και μπορεί να κάνει αλλαγές στις ΕΚΕ ως υποκατάστατο των μελλοντικών μειωμένων κερδών.

Συμπερασματικά, η σχέση μεταξύ του πολιτικού περιβάλλοντος και της ΕΚΕ είναι σημαντική λόγω του ότι οι καθοριστικοί παράγοντες των πολιτικών ΕΚΕ δεν

είναι πλήρως κατανοητοί. Ειδικότερα, δεν είναι εμφανές ότι η ΕΚΕ καθοδηγείται από την επιθυμία να βελτιωθούν οι οικονομικές επιδόσεις.

3.2 Χρηματοοικονομικές επιδόσεις και ESG

Η συγκεκριμένη υπό-ενότητα ξεκινά με τη διαδικασία μέσω της οποίας η RobecoSAM αξιολογεί τις εταιρίες βάση του ESG performance με σκοπό τη κατάρτιση ενός από τους μεγαλύτερους δείκτες βιωσιμότητας, του DJSI. Παρ' όλο που υπάρχουν αρκετοί δείκτες βιωσιμότητας, εστίαση δίνεται στον DJSI και τα οφέλη που προσκομίζουν οι εταιρίες από την ένταξη τους στο συγκεκριμένο δείκτη και συγχρόνως το πώς ερμηνεύουν οι επενδυτές όταν οι εταιρίες είναι ηγέτες βάση του ESG performance αλλά και όταν χάνουν αυτή την ηγεσία. Αυτό που παρατηρείται είναι ότι ενώ η όλη διαδικασία της RobecoSAM είναι αρκετά δαπανηρή για τις εταιρίες, τα οφέλη που προσκομίζουν αυτές από την ένταξη τους ισοσταθμίζουν τα κόστη που δημιουργούνται.

Η RobecoSAM αποτελεί μια επιχείρηση η οποία εστιάζεται αποκλειστικά σε επενδύσεις βιωσιμότητας. Η συγκεκριμένη εταιρία θεωρεί ότι η οικονομική ανάλυση είναι ελλιπής αν αγνοεί έξω-οικονομικούς παράγοντες. Οι τάσεις της βιωσιμότητας όπως η έλλειψη πόρων ή οι κλιματικές αλλαγές, αναδιαμορφώνουν συνεχώς το περιβάλλον κάθε επιχείρησης, και για αυτό το λόγο η RobecoSAM είναι πεπεισμένη ότι οι εταιρείες που μπορούν να προσαρμοστούν σε αυτές τις προκλήσεις μέσω της καινοτομίας, της ποιότητας και της παραγωγικότητας, δημιουργούν μακροπρόθεσμη αξία για τους μετόχους.

Για το λόγο αυτό, η RobecoSAM ανέπτυξε την ετήσια Εταιρική Αξιολόγηση Βιωσιμότητας (CSA ή EAB) το 1999, προκειμένου να εντοπίσει εταιρείες που είναι καλύτερα εξοπλισμένες και μπορούν να ανταποκριθούν σε αναδυόμενες ευκαιρίες βιωσιμότητας. Παράλληλα, επιδιώκει μια πραγματικά ολοκληρωμένη προσέγγιση για την ανάλυση των επιδόσεων βιωσιμότητας.

Για κάθε μια από τις 60 βιομηχανίες που αξιολογούνται μέσω της EAB, οι αναλυτές επενδύσεων της RobecoSAM διεξάγουν χρηματοοικονομική ανάλυση ώστε να εντοπίσουν εκείνους τους παράγοντες που δημιουργούν αξία για τις επιχειρήσεις. Κάθε χρόνο η RobecoSAM προσκαλεί τις παγκοσμίως μεγαλύτερες εισηγμένες επιχειρήσεις. Για κάθε βιομηχανία διατίθεται ειδικό ερωτηματολόγιο που περιλαμβάνει περίπου 80-120 ερωτήσεις καταρτισμένες σύμφωνα με οικονομικούς, περιβαλλοντικούς και κοινωνικούς παράγοντες. Σύμφωνα με τα στοιχεία αειφορίας που συλλέγονται εντοπίζει εκείνες τις εταιρίες που είναι πιο πιθανό να έχουν υψηλές αποδόσεις λόγω υιοθέτησης πρακτικών αειφορίας.

Τα γενικά κριτήρια που χρησιμοποιούνται στην αξιολόγηση αντιπροσωπεύουν το 40-50% της εκτίμησης ανάλογα με την εκάστοτε βιομηχανία. Στις περισσότερες βιομηχανίες του ερωτηματολογίου καλύπτονται συγκεκριμένοι βιομηχανικοί κίνδυνοι και ευκαιρίες που εστιάζουν στις οικονομικές, περιβαλλοντικές και κοινωνικές προκλήσεις και τάσεις που είναι σχετικοί με τις επιχειρήσεις του κάθε κλάδου. Η εστίαση αυτή σε συγκεκριμένα βιομηχανικά κριτήρια αντανακλά τις πεποιθήσεις της RobecoSAM και συγκεκριμένα ευκαιρίες βιωσιμότητας και κίνδυνοι διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο στη μακροπρόθεσμη επιτυχία μια επιχείρησης και επίσης επιτρέπει στη RobecoSAM να συγκρίνει εταιρίες ώστε να εντοπίσει εκείνες που είναι ηγέτες σε θέματα αειφορίας.

Οι σχετικές σταθμίσεις που χρησιμοποιούνται για την οικονομική, περιβαλλοντική και κοινωνική διάσταση του ερωτηματολογίου διαφέρει ανάμεσα στις βιομηχανίες. Συγχρόνως, ορισμένα κριτήρια ακόμα που χρησιμοποιούνται σε παραπάνω από μια βιομηχανία μπορεί να έχουν διαφορετικές σταθμίσεις στο πλαίσιο τα EAB. Το ίδιο κριτήριο όταν εφαρμόζεται σε διαφορετικές βιομηχανίες μπορεί να περιέχει ένα ελαφρώς διαφοροποιημένο σετ ερωτήσεων που αντικατοπτρίζει συγκεκριμένα ζητήματα για τη κάθε βιομηχανία. Από κάθε κριτήριο η RobecoSAM αναζητά ενδείξεις ευαισθητοποίησης των επιχειρήσεων όσον αφορά θέματα βιωσιμότητας.

Το ερωτηματολόγιο έχει σχεδιαστεί ώστε να διασφαλίζει την αντικειμενικότητα μέσω, συγχρόνως, του περιορισμού ποιοτικών απαντήσεων και της χρήσης ερωτήσεων πολλαπλής επιλογής. Για τις ερωτήσεις στις οποίες επιτρέπονται οι ποιοτικές απαντήσεις, οι αναλυτές της RobecoSAM αξιολογούν τις απαντήσεις χρησιμοποιώντας μια προκαθορισμένη μέθοδο αξιολόγησης ώστε να μετατραπεί η ποιοτική απάντηση σε ποσοτική βαθμολογία. Επιπλέον, οι εταιρίες πρέπει να υποβάλλουν έγγραφα για να υποστηρίξουν τις απαντήσεις τους στο ερωτηματολόγιο.

Η εταιρική αξιολόγηση βιωσιμότητας παρακολουθείται συνεχώς από τα μέσα μαζικής ενημέρωσης και τις ομάδες συμφερόντων, οι οποίες ταυτόχρονα παρέχουν χρήσιμες πληροφορίες για οργανισμούς καταναλωτών, ΜΚΟ αλλά και για τις κυβερνήσεις. Καθ' όλη τη διάρκεια του έτους, η RobecoSAM παρακολουθεί την ειδησεογραφική κάλυψη των εταιρειών στον κόσμο σε καθημερινή βάση χρησιμοποιώντας ιστορίες των μέσων ενημέρωσης και των ενδιαφερόμενων μερών οι οποίες καταρτίζονται από την RepRisk. Νέες ιστορίες που καλύπτονται από τα μέσα ενημέρωσης και την ανάλυση των ενδιαφερομένων μερών (MSA) χρησιμοποιώντας δεδομένα που παρέχονται από τη RepRisk, περιλαμβάνουν θέματα όπως το οικονομικό έγκλημα, παράνομες εμπορικές πρακτικές, θέματα ανθρωπίνων δικαιωμάτων κτλ.

Μια υπόθεση MSA δημιουργείται αν μια εταιρία έχει εμπλακεί σε ένα συγκεκριμένο αρνητικό γεγονός και για το οποίο η εταιρία θεωρείται υπεύθυνη. Στη συνέχεια, αναμένεται η αντίδραση της εταιρίας μέσω της λήψη μέτρων για την ελαχιστοποίηση των αρνητικών επιπτώσεων της κρίσης και συγχρόνως για την αποφυγή επανάληψης τέτοιων περιστατικών στο μέλλον. Η MSA είναι ενσωματωμένη στη εταιρική αξιολόγηση βιωσιμότητας. Τα αποτελέσματα από τη MSA μπορεί να μειώσουν το συνολικό σκορ μιας εταιρίας και συνεπώς να επηρεάσουν την εισαγωγή της στο δείκτη DJSI.

Κάθε χρόνο μετά την ανακοίνωση των συστατικών που απαρτίζουν τον δείκτη DJSI, η EAB αναθεωρείται και γίνονται οι απαραίτητες προσαρμογές στις ερωτήσεις αλλά και στις σταθμίσεις με στόχο να συλλάβουν νέα θέματα βιωσιμότητας που αναμένεται να έχουν επίδραση στο ανταγωνιστικό περιβάλλον των επιχειρήσεων. Παράλληλα, για τη διασφάλιση της ποιότητας και της αντικειμενικότητας της EAB η RobecoSAM αποκτά εθελοντικά ασφάλεια από ένα ανεξάρτητο τρίτο μέλος. Ειδικότερα, η Deloitte παρέχει ασφάλιση της διαδικασίας αξιολόγησης κάθε χρόνο.

Η ζήτηση των επενδυτών για μακροπρόθεσμες στρατηγικές που ενσωματώνουν οικονομικά περιβαλλοντικά και κοινωνικά κριτήρια εντός του χαρτοφυλακίου τους, αναμένεται να αυξηθεί ακόμα περισσότερο μετά την πρόσφατη χρηματοπιστωτική κρίση. Καθώς οι επενδυτές αναζητούν να επενδύσουν σε εταιρίες με επιχειρηματικά μοντέλα ανώτερης ποιότητας, οι αποφάσεις τους όσον αφορά την επιλογή των μετοχών ολοένα επηρεάζονται από θέματα αειφορίας. Συνεπώς, τα αποτελέσματα της εταιρικής αξιολόγησης βιωσιμότητας οδηγούν τους επενδυτές στο να έχουν καλύτερα ενημερωμένες επιχειρηματικές αποφάσεις.

Οι ESG επιδόσεις των εταιριών αποτελούν κριτήριο όπως αναφέρθηκε και προηγουμένως για να μπορέσουν να ενταχθούν σε δείκτες βιωσιμότητας. Η αύξηση που παρατηρείται τις τελευταίες δεκαετίες στις επενδύσεις κοινωνικής ευθύνης έκανε επιτακτική την ανάγκη δημιουργίας δεικτών που να αξιολογούν τις κοινωνικά υπεύθυνες εταιρίες. Μέσα από τέτοιους δείκτες οι εταιρίες παρακολουθούνται από τους επενδυτές και συνεπώς μειώνεται το πρόβλημα της ασύμμετρης πληροφόρησης που δημιουργείται μεταξύ εταιρίας και επενδυτή.

Ο δείκτης DJSI αποτελεί έναν από τους παλαιότερους δείκτες βιωσιμότητας. Η σύστασή του κάθε χρόνο εξαρτάται από την RobecoSAM, εταιρία η οποία προσκαλεί τις μεγαλύτερες εταιρίες από το δείκτη DJGI κάθε χρόνο ώστε να συμμετάσχουν σε μια αξιολόγηση βιωσιμότητας. Από αυτές τις εταιρίες μόνο 320 συμπεριλαμβάνονται στον δείκτη DJSI.

Η αντικειμενική δυσκολία όσον αφορά την μέτρηση της αειφορίας σε συνδυασμό με τα ισχυρά επιχειρήματα υπέρ της, καθώς και οι κοινωνικές απαιτήσεις των πολιτών για βιώσιμες πρακτικές, μας δείχνουν ότι οι εταιρίες που εμπεριέχονται στο δείκτη εκτιμώνται περισσότερο από τους επενδυτές και ως εκ τούτου έχουν μεγαλύτερη αξία.

Για τους επενδυτές η δυναμική αξία του δείκτη δεν προέρχεται μόνο από ιδιωτικές πληροφορίες που χρησιμοποιήθηκαν για την κατασκευή του, αλλά ίσως το πιο σημαντικό να είναι η φιλοσοφία πίσω από τη διαδικασία κατασκευής του. Πιο συγκεκριμένα, τη συνειδητοποίηση ότι, η ικανότητα μια επιχείρησης να δημιουργήσει μακροπρόθεσμη αξία για τους επενδυτές εξαρτάται από την ικανότητά της να αναγνωρίσει και να προσαρμοστεί στις προκλήσεις από τις περιβαλλοντικές αλλαγές, τις κοινωνικές ανησυχίες και τις αυξανόμενες απαιτήσεις της κοινωνίας για εταιρική κοινωνική ευθύνη.

Για τις επιχειρήσεις τα πιθανά οφέλη δεν περιορίζονται μόνο στη θετική επίδραση που θα έχει η ένταξη στο δείκτη. Παράλληλα, η συμμετοχή στη διαδικασία μπορεί να βοηθήσει τις εταιρίες να προσδιορίσουν τα θέματα βιωσιμότητας που είναι πιο σχετικά για την επιτυχία τους, τόσο γιατί οι επενδυτές θεωρούν αυτά τα ζητήματα πιο σημαντικά, όσο γιατί είναι όντως σημαντικά από λειτουργικής σκοπιάς.

Η διαδικασία αξιολόγησης περιλαμβάνει κόστος για τις εταιρίες που αξιολογούνται, το οποίο ξεπερνάει αυτό που χρειάζεται για την συμπλήρωση των ερωτηματολογίων. Λόγω της προσέγγισης best-in-class που χρησιμοποιείται στη διαδικασία αξιολόγησης, οι εταιρίες πρέπει να εντείνουν τις πρωτοβουλίες όσον αφορά τη βιωσιμότητα για να συμπεριληφθούν στο δείκτη

Η υπάρχουσα βιβλιογραφία έχει διερευνήσει δύο ζητήματα που σχετίζονται με αυτό το άρθρο (Antzoulatos and Syrmos (2016)). Ειδικότερα, το πρώτο ζήτημα αφορά το αν ο επαναπροσδιορισμός του δείκτη (ένταξη ή διαγραφή επιχειρήσεων από το δείκτη) δημιουργεί αξία για τον επενδυτή, και συγχρόνως το δεύτερο, αν ο ετήσιος επαναπροσδιορισμός του δείκτη DJSI σχετίζεται με την οικονομική απόδοση των εταιριών που επηρεάζονται από αυτόν τον επαναπροσδιορισμό. Όσον αφορά το πρώτο ζήτημα ο επαναπροσδιορισμός του δείκτη δεν πρέπει να έχει κάποια αξία για τον επενδυτή και η όποια επίδραση είναι προσωρινή.

Από την άλλη πλευρά σύμφωνα με την υπόθεση του κόστους της πληροφόρησης ο επαναπροσδιορισμός του δείκτη έχει όντως αξία αφού μειώνει το πρόβλημα της ασύμμετρης πληροφόρησης μεταξύ εταιρίας-επενδυτή. Όσον αφορά το δεύτερο ζήτημα οι μελέτες που έχουν διεξαχθεί δείχνουν ανάμεικτα αποτελέσματα στο κατά πόσο ο επαναπροσδιορισμός επηρεάζει την οικονομική απόδοση των εταιριών.

Λαμβάνοντας υπόψη ότι η βιωσιμότητα είναι μια πολυδιάστατη έννοια η οποία περιλαμβάνει χρηματοοικονομικά και μη-χρηματοοικονομικά δεδομένα, τόσο ποσοτικά όσο και ποιοτικά, η εισαγωγή μιας επιχείρησης ή η διαγραφή της από τον DJSI μπορεί να μεταφέρει χρήσιμες πληροφορίες για τους επενδυτές, με την προϋπόθεση, βέβαια, ότι η διαδικασία αξιολόγησης RobecoSAM είναι αξιόπιστη.

Ως εκ τούτου, σύμφωνα με τις υποθέσεις του κόστους της πληροφόρησης και της σηματοδότησης, η προσδοκία από την ένταξη μιας επιχείρησης στον δείκτη θα μπορούσε να οδηγήσει σε καλύτερη οικονομική απόδοση, ενώ η διαγραφή της, σε χειρότερη. Παρ' όλα αυτά σύμφωνα με τη βιβλιογραφία δεν επιβεβαιώνεται αυτή η προσδοκία.

Συνεπώς, τα αποτελέσματα αποδεικνύουν ότι τα οφέλη από την εισαγωγή στον δείκτη ισοσταθμίζουν τις δαπάνες που απαιτούνται. Αυτό είναι πιο έντονο κυρίως σε χώρες όπου οι απαιτήσεις της κοινωνίας για βιωσιμότητα και πειθαρχία της αγοράς είναι πιο ισχυρές. Οι διευθυντές οι οποίοι αποκαλύπτουν όλο και περισσότερες πληροφορίες για την προσπάθεια της εταιρίας να βελτιώσει τις επιδόσεις της όσον αφορά τη βιωσιμότητα, θα πρέπει να λάβουν υπόψη τα πιθανά οφέλη από την ένταξη σε έναν αξιόπιστο δείκτη βιωσιμότητας.

Σε μια παραπλήσια μελέτη (López, Garcia, Rodriguez(2007)) ερευνάται κατά πόσο υπάρχουν διαφορές μεταξύ των επιδόσεων εταιριών που βρίσκονται στον δείκτη και αυτών που δεν βρίσκονται. Συνεπώς, οι εταιρίες χωρίζονται σε δύο μεγάλες κατηγορίες.

Στην πρώτη ομάδα περιλαμβάνονται εταιρίες που έχουν υιοθετήσει πρακτικές βιωσιμότητας και αυτό επικυρώνεται από τη συμμετοχή τους στο δείκτη DJSI, ενώ στο δεύτερο γκρουπ περιλαμβάνονται εταιρίες που δεν συμμετέχουν στον δείκτη (συμπεριλαμβάνονται στον DJGI), επειδή δεν πληρούν τις προϋποθέσεις που απαιτούνται. Σημαντική επισήμανση αποτελεί ότι οι δείκτες απόδοσης των εταιριών και στα δύο γκρουπ ήταν παρόμοιες, προτού οι εταιρίες του πρώτου γκρουπ εισαχθούν στον δείκτη βιωσιμότητας.

Οι οργανισμοί ενίοτε αναζητούν στοιχεία που θα τους διαφοροποιήσει από τους ανταγωνιστές τους. Υποστηρίζεται συχνά ότι οι στρατηγικές βιωσιμότητας μπορούν να αποφέρουν στρατηγικά πλεονεκτήματα. Οι επιχειρήσεις και οι επενδυτές αναγνωρίζουν ότι οι επενδύσεις σύμφωνα με τις αρχές της αειφορίας έχουν τη δυνατότητα να δημιουργήσουν μακροπρόθεσμη αξία.

Στόχος της συγκεκριμένης έρευνας ήταν η απόκτηση εμπειρικών ενδείξεων ότι η υιοθέτηση πρακτικών αειφορίας πράγματι επηρεάζει λογιστικούς δείκτες. Συγχρόνως, καθορίστηκε η σχέση μεταξύ δεικτών απόδοσης και πρακτικών ΕΚΕ με στόχο να αναλυθεί πώς αυτές οι πρακτικές επηρεάζουν την εταιρική επίδοση.

Το αναμενόμενο είναι ότι μια πιθανή συσχέτιση μπορεί να αποδειχθεί σε βάθος χρόνου, αφού οι πολιτικές έχουν ενσωματωθεί στην εταιρική διοίκηση και είναι ικανές να δημιουργήσουν ανταγωνιστικό πλεονέκτημα. Αν εμφανιστεί ότι υπάρχει σχέση θα πρέπει να καθοριστεί αν υπάρχουν σημαντικές διαφορές στην εξέλιξη των λογιστικών δεικτών μεταξύ των εταιριών που υιοθετούν κριτήρια βιωσιμότητας και αυτών που δεν υιοθετούν και συγχρόνως αν αυτές οι διαφορές διατηρούνται με τη πάροδο του χρόνου. Συνεπώς, ελέγχεται αν η υιοθέτηση πρακτικών βιωσιμότητας επιδρά στην εξέλιξη τέτοιων δεικτών και επομένως να κατανοηθούν οι επιπτώσεις που επιφέρουν στην εταιρική απόδοση.

Τρία χρόνια αφότου οι εταιρίες που εντάσσονται στον DJSI εφάρμοσαν στρατηγικές αειφορίας που απαιτούνταν για τον DJSI, επιβεβαιώθηκε ότι υπάρχουν διαφορές σε διάφορα μέτρα κερδοφορίας σε σχέση με τις εταιρίες που είναι στον DJGI. Τα στοιχεία που επηρεάζονται άμεσα από την υιοθέτηση στρατηγικών βιωσιμότητας σχετίζονται με τις λειτουργικές δραστηριότητες και προέρχονται από τα κέρδη της επιχείρησης. Παράλληλα, αποφάσεις σχετικά με τις επενδύσεις και τη χρηματοδότηση δεν συνδέονται με τις πολιτικές βιωσιμότητας που αντανακλώνται στον δείκτη DJSI, ενώ συγχρόνως δεν βρέθηκε σημαντική διαφορά μεταξύ των δυο γκρουπ όσον αφορά το κόστος κεφαλαίου.

Επιπλέον, αναλύθηκε η σχέση μεταξύ των δεικτών απόδοσης και της ΕΚΕ και διαπιστώθηκε ότι η σχέση μεταξύ των δυο μεταβλητών είναι αρνητική, γεγονός που σημαίνει ότι η επίδραση πρακτικών βιωσιμότητας στους δείκτες απόδοσης είναι αρνητική τα πρώτα χρόνια που αυτές εφαρμόστηκαν. Ακόμα, επιβεβαιώνεται ότι υπάρχει διαφοροποίηση στην εκμετάλλευση των πόρων και μάλιστα είναι αρνητική.

Εξίσου σημαντικό να αναφερθεί είναι ότι, οι δαπάνες που πραγματοποιούν οι εταιρίες ως αποτέλεσμα των κοινωνικά υπεύθυνων ενεργειών τους, μπορούν να τις τοποθετήσουν σε οικονομικό μειονέκτημα σε σχέση με αυτές που είναι λιγότερο κοινωνικά υπεύθυνες, τουλάχιστον βραχυπρόθεσμα.

Η παραπάνω βραχυπρόθεσμη αρνητική επίδραση που υπάρχει μπορεί να αποτρέψει άλλες εταιρίες να υιοθετήσουν βιώσιμες πρακτικές. Συνεπώς, υψίστης σημασίας είναι ο ρόλος που μπορεί να διαδραματίσει η κυβέρνηση. Ειδικότερα, μπορεί να προωθήσει τέτοιες ενέργειες μέσω νομοθεσίας ή οικονομικών κινήτρων. Μόνο αν οι πρακτικές ΕΚΕ εντάσσονται στις στρατηγικές αποφάσεις θα επιτευχθούν θετικές συνέπειες.

Συνεπώς αυτό το είδος της αλλαγής στην εταιρική φιλοσοφία θα έχει ουσιαστικά ποιοτικές επιπτώσεις, για παράδειγμα, στη μείωση των περιβαλλοντικών επιπτώσεων και στην αύξηση της ικανοποίησης των εργαζομένων, ενισχύοντας με αυτό τον τρόπο την φήμη της εταιρείας και διαδραματίζοντας θετικό ρόλο στην τοπική κοινότητα. Τέτοιες κοινωνικές και εταιρικές μεταβολές, ωστόσο, δεν έχουν πάντα και ποσοτική επίδραση στην οικονομικούς δείκτες.

Ωστόσο γνωρίζουμε σχετικά λίγα για το πώς οι επενδυτές προσαρμόζουν τις εκτιμήσεις τους για την αξία μιας επιχείρησης με βάση τις νέες πληροφορίες σχετικά με την ΕΚΕ. Στην έρευνα (Hawn, Chatterji & Mitchell (2016)) που αναλύεται το συγκεκριμένο ζήτημα υποστηρίζεται ότι όταν οι επενδυτές λαμβάνουν νέες πληροφορίες σχετικά με τις δραστηριότητες ΕΚΕ, η εταιρική απόδοση μετριάξει τον βαθμό στον οποίο οι επενδυτές επιβάλλουν επιβραβεύσεις και ποινές.

Εστίαση λοιπόν γίνεται στις αντιλήψεις των επενδυτών για τις αλλαγές που γίνονται όσον αφορά ποιες εταιρίες είναι ηγέτες σε κάθε κλάδο σύμφωνα με τις ESG επιδόσεις τους που αυτό οδηγεί με τη σειρά του στη προσθήκη ή τη διαγραφή από το δείκτη DJSI.

Όπως έχει αναφερθεί και στη προηγούμενη ενότητα ο δείκτης αυτός κατασκευάζεται από τους ηγέτες στην ΕΚΕ σε κάθε ξεχωριστό κλάδο. Ειδικότερα, το 10% των ηγετών στην ΕΚΕ σε κάθε κλάδο συμπεριλαμβάνεται στο δείκτη. Συνολικά,

στόχος της μελέτης είναι να κατανοηθεί καλύτερα το πώς και πότε οι επενδυτές εκτιμούν ή αγνοούν την ΕΚΕ

Επιχειρήσεις αντιμετωπίζουν αυξανόμενες κοινωνικές, πολιτικές και οικονομικές θεσμικές πιέσεις για αναλάβουν δράσεις ΕΚΕ. Πολλές εταιρίες βλέπουν συγκεκριμένους δείκτες που κατηγοριοποιούν τις εταιρίες με βάση συγκεκριμένα κριτήρια ως ένα τρόπο αποστολής αξιόπιστων πληροφοριών όσον αφορά την ΕΚΕ στην αγορά.

Δεδομένων των αυξημένων πόρων που διατίθενται στην αγορά για κοινωνικά υπεύθυνες επενδύσεις, οι μάνατζερς θεωρούν ότι η ένταξη των εταιριών σε τέτοιους δείκτες θα δημιουργήσει οικονομικά οφέλη.

Σημασία όμως έχει το πώς οι επενδυτές εκτιμούν τέτοια σήματα. Προηγούμενες μελέτες μεταξύ οικονομικής επίδοσης και της φήμης από την ΕΚΕ δίνουν αντικρουόμενα αποτελέσματα χωρίς να ξεκαθαρίζουν πότε και γιατί η ΕΚΕ έχει σημασία.

Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι κατά μέσο όρο οι εταιρίες που φαίνεται να είναι ηγέτες ΕΚΕ με το να προστεθούν στον δείκτη κερδίζουν απόδοση 4%. Παράλληλα, οι επενδυτές τείνουν να λαμβάνουν αρνητικά όταν μια εταιρία χάνει της ηγεσία της στην ΕΚΕ και αυτό μεταφράζεται σε -2% απόδοση. Αυτό αποδεικνύει τη διεισδυτικότητα της ΕΚΕ όχι μόνο στην κοινωνία, αλλά και στις αγορές.

Μέσω της κατανόησης πως οι αντιλήψεις των επενδυτών διαμορφώνονται σε σχέση με την ΕΚΕ, βελτιώνεται η κατανόηση του μηχανισμού πίσω από τον οποίο δημιουργείται η αξία όσον αφορά την ΕΚΕ. Ειδικότερα, οι επενδυτές δίνουν λιγότερη προσοχή στην απόκτηση ηγεσίας στην ΕΚΕ από τις εταιρίες όταν η επιχείρηση έχει καλύτερη απόδοση, ενώ συγχρόνως “τιμωρούν” περισσότερο αυτές που υπό-αποδίδουν όταν χάνουν την ηγεσία ΕΚΕ.

Επιπλέον, οι εταιρίες με χαμηλότερες αποδόσεις ωφελούνται/υποφέρουν περισσότερο από την απόκτηση/απώλεια της ηγεσίας με βάση τα κριτήρια ΕΚΕ λόγω των εναλλακτικών δυνατοτήτων που προσφέρονται από την ΕΚΕ.

Μελετώντας τον τρόπο που οι αγορές εκτιμούν της πληροφορίες ΕΚΕ , φαίνεται να υπάρχει ένα κενό στην κατανόηση της αντίληψης που αφορά την ΕΚΕ από τους κύριους μετόχους. Εντυπωσιακό είναι το γεγονός ότι η επίδραση των συστάσεων που παρέχουν οι αναλυτές στην αντίληψη του επενδυτή είναι πολλές φορές μεγαλύτερη από την παρούσα εταιρική επίδοση. Αυτό μπορεί να προκύψει από τις διαφορές στο τρόπο που οι επενδυτές εμπιστεύονται τους αναλυτές στη

σύνθεση πληροφοριών και στην εκτίμηση της μελλοντικής οικονομικής βιωσιμότητας της εταιρίας.

Ένα ακόμα άρθρο (Robinson, Michael, Kleffner and Bertels(2011)) που εστιάζεται στον δείκτη DJSI εξετάζει τη σχέση μεταξύ εταιρικής βιωσιμότητας, φήμης και της αξίας της εταιρίας. Το ενδιαφέρον των ερευνητών επικεντρώνεται στο κατά πόσο η ένταξη στον δείκτη DJSI επιδρά στη φήμη των εταιριών.

Χρησιμοποιώντας την ένταξη στον δείκτη ως σήμα της φήμης μιας εταιρίας, ερευνάται αν η ένταξη ή ο αποκλεισμός από τον δείκτη οδηγεί σε σημαντική αλλαγή στην αξία των εταιριών στη Βόρεια Αμερική.

Τα κόστη που δημιουργούνται από την ΕΚΕ μπορεί να είναι σημαντικά αλλά αντισταθμίζονται μέσω της μείωσης άλλων εξόδων. Η φήμη για περιβαλλοντική και κοινωνική υπευθυνότητα μπορεί να μειώσει για παράδειγμα το κόστος κεφαλαίου. Παράλληλα, εταιρίες με καλή φήμη στη βιωσιμότητα είναι σε θέση να διαπραγματευτούν καλύτερους όρους με όλες τις ομάδες συμφερόντων.

Η επιθυμία των εταιριών να σηματοδοτήσει μια κοινωνικά και περιβαλλοντικά υπεύθυνη συμπεριφορά, αλλά και συγχρόνως να ωφεληθεί από μια καλή φήμη, συνέβαλε στην ανάπτυξη ενός εντελώς νέου επιχειρηματικού τομέα. Η ένταξη σε κοινωνικά υπεύθυνες επενδύσεις και δείκτες αποτελεί ένα τρόπο για το χτίσιμο της φήμης. Οι DJSI δείκτες αποτελούν τους πρώτους δείκτες βιωσιμότητας όπου μετράνε και τις χρηματοοικονομικές επιδόσεις των εταιριών.

Μιλώντας για τα οφέλη που αποκομίζουν οι εταιρίες από την ένταξή τους, η εστίαση γίνεται σε δύο πολύ σημαντικά οφέλη. Συγκεκριμένα ο δείκτης DJSI αναγνωρίζεται ως ένα παγκόσμιο πρότυπο που χρησιμοποιείται από έναν μεγάλο αριθμό επενδυτικών οργανισμών με κοινωνική ευθύνη. Όσο αυξάνεται αυτός ο αριθμός τόσο περισσότερο η εταιρία αναγνωρίζεται ως βιώσιμη και είναι ελκυστική σε επενδυτές.

Επιπλέον, η ένταξη στο δείκτη αποτελεί ένα σημείο εκκίνησης για την ανάπτυξη ποιοτικής έκθεσης βιωσιμότητας από τις εταιρίες. Η ζήτηση για μεγαλύτερη διαφάνεια με σκοπό να μειωθεί η ασύμμετρη πληροφόρηση έχει δημιουργήσει μεγαλύτερη πίεση στις εταιρίες να δημοσιεύουν εκθέσεις βιωσιμότητας μαζί με τις οικονομικές καταστάσεις.

Για την εξέταση της αξίας του δείκτη όσον αφορά την ενίσχυση της εταιρικής φήμης μελετάται η αντίδραση στην αγορά μετοχών κατά τη διάρκεια ενός χρονικού

διαστήματος 6 μηνών όπου ανακοινώθηκε ότι οι εταιρίες στη Βόρεια Αμερική εντάχθηκαν ή βγήκαν από το δείκτη κατά τη περίοδο 2003-2007.

Η μεθοδολογία που χρησιμοποιούν υπολογίζει την υπερβάλλουσα απόδοση για κάθε μετοχή που προστίθεται ή διαγράφεται από το δείκτη κατά τη διάρκεια κάθε μέρας. Συνοψίζοντας τις υπερβάλλουσες αποδόσεις από την αρχή της περιόδου μέχρι το τέλος, υπολογίζεται η συσσωρευμένη ασυνήθιστη απόδοση για κάθε μετοχή. Η συσσωρευμένη ασυνήθιστη απόδοση υπολογίζεται για τρεις περιόδους: 60 μέρες πριν την ανακοίνωση, την περίοδο της ανακοίνωσης και στην αποτελεσματική περίοδο δηλαδή άλλες 60 μέρες μετά την ανακοίνωση. Η στατιστική σημαντικότητα των μέσων τιμών της συσσωρευμένης ασυνήθιστης απόδοσης υπολογίζεται μέσω t-test.

Στην ανάλυση χρησιμοποιούνται δύο υποθέσεις. Ειδικότερα οι μετοχές που προστέθηκαν στο δείκτη φαίνεται να έχουν μια θετική αλλαγή στην τιμή μετά την ανακοίνωση της ένταξής τους στο δείκτη, ενώ αυτές που βγήκαν από τον δείκτη φαίνεται να έχουν μια αρνητική αλλαγή στην τιμή τους. Επίσης, οι μετοχές που προστέθηκαν στον δείκτη φαίνεται να έχουν μια θετική αλλαγή στην τιμή μετά την ημέρα που προστέθηκαν στον δείκτη, ενώ αυτές που βγήκαν από τον δείκτη φαίνεται να έχουν μια αρνητική αλλαγή στην τιμή.

Τα αποτελέσματα από την εμπειρική ανάλυση έδειξαν ότι ούτε οι ατομικές ημερήσιες αποδόσεις των μετοχών αλλά ούτε και οι συσσωρευμένες υπερβάλλουσες αποδόσεις κατά τη διάρκεια αυτών των δύο περιόδων είναι στατιστικά σημαντικές. Άρα για τις υποθέσεις 1 και 2 δεν υπάρχει σημαντικότητα.

Όσον αφορά τα αποτελέσματα κατά τη διάρκεια των πρώτων 60 ημερών, μετά τις αλλαγές που επήλθαν, φαίνεται να είναι ενδιαφέροντα και αποκαλύπτουν ότι ο μέσος όρος των συσσωρευμένων ασυνήθιστων αποδόσεων για τις επιχειρήσεις που προστίθεντο στο δείκτη είναι θετικός και στατιστικά σημαντικός περίπου 2,1%. Οι εταιρίες που διαγράφονται από τον δείκτη έχουν έναν ελαφρά θετικό αλλά ασήμαντο μέσο όρο συσσωρευμένων αποδόσεων. Τα αποτελέσματα αποδεικνύουν ότι τα οφέλη από την προσθήκη μιας εταιρίας στον δείκτη αντισταθμίζουν τα διάφορα κόστη που δημιουργούνται.

Παράλληλα, παρατηρείται ότι δεν υπάρχει ένδειξη για αλλαγή στην τιμή πριν ή μετά την ανακοίνωση ότι η μετοχή συμπεριλήφθηκε στον δείκτη. Παρ' όλα αυτά μετά την μέρα της εισαγωγής στον δείκτη φαίνεται μια σημαντική αύξηση στο μέσο όρο των συσσωρευμένων ασυνήθιστων αποδόσεων από την 1^η μέρα ως την 60^η. Αυτό το αποτέλεσμα υποδηλώνει ότι θα υπάρξει μια ευκαιρία για τους επενδυτές που

εμπορεύονται με βάση την ανακοίνωση (ότι μια επιχείρηση είχε προστεθεί στο DJSI) και μπορούν να κερδίσουν μια σημαντική θετική απόδοση περίπου 2,1%.

Τέλος τα αποτελέσματα αποδεικνύουν ότι η αγορά είναι της μορφής **semi-strong form inefficient** το οποίο σημαίνει ότι ο επενδυτής θα μπορούσε να κερδίσει θετικές αποδόσεις προσαρμοσμένες σύμφωνα με το κίνδυνο. Αυτή η αναποτελεσματικότητα μπορεί να εξαφανιστεί με τη πάροδο του χρόνου.

Επομένως, μέσω των αποτελεσμάτων φαίνεται μια σημαντική αύξηση στην αξία της επιχείρησης μετά την είσοδο στον δείκτη και μια ασήμαντη επίδραση μετά την έξοδο μιας εταιρίας από αυτόν. Αυτό εξηγείται μέσω του ότι περισσότεροι επενδυτές αντιλαμβάνονται όταν μια επιχείρηση προστίθεται στο δείκτη, κάτι που οδηγεί σε αύξηση στη τιμή του χρεογράφου. Από την άλλη μια επιχείρηση που αποχωρεί από το δείκτη δεν βιώνει μια μεγάλη απώλεια στην αναγνωσιμότητα της και συνεπώς δεν μπορεί να υποστεί μόνιμη απώλεια στην αξία της.

Σε μια άλλη εμπειρική μελέτη (Lourenço, Costa, Branco, Curto and Eugénio (2012)) παρέχονται στοιχεία σχετικά με το πώς η απόδοση της εταιρικής βιωσιμότητας, που προσεγγίζεται μέσω της ένταξης στο δείκτη DJSI, σχετίζεται με την εταιρική οικονομική απόδοση.

Τα αποτελέσματα από τις ποσοτικές αναλύσεις έδειξαν σημαντικά ευρήματα. Ειδικότερα, οι επιχειρήσεις που δεν περιλαμβάνονται στο δείκτη συνδέονται με χαμηλότερη τιμή αγοράς.

Όπως ήταν αναμενόμενο, για τις επιχειρήσεις που δεν περιλαμβάνονται στο δείκτη, όσο μεγαλύτερο είναι το μέγεθός τους, τόσο μικρότερη είναι η αγοραία αξία των ιδίων κεφαλαίων. Ακόμα, η αγορά δεν υποτιμά όλες τις επιχειρήσεις με χαμηλότερα επίπεδα εταιρικής κοινωνικής επίδοσης. Αντίθετα, η αγορά υποτιμά εκείνες τις εταιρίες που έχουν κίνητρα να παρουσιάσουν υψηλά επίπεδα εταιρικής κοινωνικής επίδοσης αλλά τελικά δεν εφαρμόζουν τέτοιες στρατηγικές. Τέλος, στις μεγαλύτερες εταιρίες που δεν περιλαμβάνονται στον δείκτη, όσο μεγαλύτερη είναι η κερδοφορία τόσο χαμηλότερη είναι η αγοραία αξία των ιδίων κεφαλαίων.

Από τα ευρήματα φάνηκε να υπάρχει μια θετική σχέση μεταξύ εταιρικής κοινωνικής απόδοσης και εταιρικής οικονομικής απόδοσης. Οι επενδυτές όντως εκτιμούν την εταιρική κοινωνική απόδοση των εταιριών. Παρ' όλα αυτά "τιμωρούν" μεγάλες επικερδείς επιχειρήσεις με χαμηλή εταιρική κοινωνική επίδοση. Αυτές οι εταιρίες αναμένεται να είναι ηγέτες εταιρικής κοινωνικής ευθύνης στους κλάδους τους. Αν δεν είναι τότε αναπόφευκτα "τιμωρούνται" από την αγορά. Ακόμα πρέπει να

διευκρινιστεί ότι η εταιρική κοινωνική απόδοση σχετίζεται θετικά με την οικονομική απόδοση για τις μεγάλες και επικερδείς εταιρίες που μπορούν να σηματοδοτήσουν τις επιδόσεις τους στη βιωσιμότητα. Άρα η βιωσιμότητα μπορεί από τη μια να επωφεληθεί τις μεγάλες και επικερδείς εταιρίες, αλλά από την άλλη μπορεί να τις επηρεάσει αρνητικά.

Για να έχουν όμως μια ουσιαστική επίδραση οι δείκτες βιωσιμότητας, η μεθοδολογία που χρησιμοποιούν και κατ' επέκταση και η απόδοσή τους είναι ζωτικής σημασίας. Στη περίπτωση δεικτών όπως ο DJSI, Ethibel, και FTSE4Good οι υποθέσεις που αποτελούν βάση για τα συστατικά μέρη των δεικτών, είναι ύψιστης σημασίας. Από τη μεθοδολογία που χρησιμοποιεί η SAM παρατηρείται να υπάρχει μια υποκειμενικότητα και μεροληψία η οποία οφείλεται κυρίως στην έμφαση που δίνεται στις μεγάλες επιχειρήσεις και η οποία εκδηλώνεται μέσω της προτεραιότητας που δίνεται σε οικονομικούς παράγοντες έναντι περιβαλλοντικών. Τα δύο αυτά προβλήματα που δημιουργούνται θα πρέπει να εξαλειφθούν για να είναι οι δείκτες αμερόληπτοι.

Τέλος, ένα ζήτημα που δεν έχει διευκρινιστεί για τις κοινωνικά υπεύθυνες επενδύσεις είναι το κατά πόσο υπάρχει κάποιο τίμημα που πρέπει να καταβληθεί για τις περιορισμένες επενδυτικές ευκαιρίες που αφορούν τις κοινωνικά υπεύθυνες επενδύσεις σε σχέση με τις συνολικές επενδυτικές ευκαιρίες (Belghitar, Yacine, Ephraim and Deshmukh (2014)). Σύμφωνα με την mean-variance θεωρία υποδηλώνεται ότι οι μειωμένη διαφοροποίηση στις επενδυτικές ευκαιρίες αντανακλάται στην κατώτερη απόδοση επενδύσεων

Μια λύση στο πρόβλημα που δημιουργείται αποτελεί η σύγκριση της απόδοσης των δεικτών για SRI (social responsibility investments) με συμβατικούς δείκτες έχοντας ως παραδοχή ότι αυτοί οι δείκτες δεν δείχνουν προκατάληψη σε παράγοντες όπως η ποιότητα διαχείρισης, το κόστος λειτουργίας, το μέγεθος, και η ηλικία. Συνεπώς, απάντηση στο ερώτημα που γεννάται είναι μέσω της σύγκρισης τεσσάρων κοινωνικά υπεύθυνων δεικτών FTSE4 με άλλους κατοχυρωμένους συμβατικούς δείκτες.

Οι περισσότερες έρευνες που έχουν διεξαχθεί μέχρι τώρα συγκρίνουν τις αποδόσεις των SRI μετοχών με τις "συμβατικές μετοχές". Τα ευρήματα δείχνουν ότι οι μετοχές με υψηλή βαθμολογία SRI έχουν πλεονέκτημα έναντι των άλλων. Σε άλλες μελέτες συγκρίνονται SRI κεφάλαια με τα συμβατικά επενδυτικά κεφάλαια. Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι δεν υπάρχει στατιστικά σημαντική διαφορά στην απόδοσή τους.

Οι τέσσερις SRI δείκτες (FTSE4Good) που χρησιμοποιούνται στην έρευνα καλύπτουν τέσσερις γεωγραφικές περιοχές: ΗΠΑ, ΗΒ, Ευρώπη και παγκόσμια. Ειδικότερα για την διαμόρφωση των κοινωνικά υπεύθυνων δεικτών, έμφαση δίνεται στα ακόλουθα ζητήματα: την εταιρική κοινωνική ευθύνη, πολιτικές που δεν εισάγουν διακρίσεις εργασίας, δίκαιες πρακτικές των ενδιαφερομένων μερών, περιβαλλοντική βιωσιμότητα και διαφανής διαχείρισης. Αυτοί οι δείκτες SRI περιλαμβάνουν τις 50 ή 100 εταιρίες σε κάθε περιοχή. Παράλληλα, συγκρίνεται η αποδόσεις του FTSE4Good με έναν παρόμοιο δείκτη.

Παρατηρώντας τις πρώτες μέσες αποδόσεις βλέπουμε ότι οι δείκτες του FTSE4Good υστερούν από τους συμβατικούς. Στις πέντε από τις έξι περιπτώσεις οι δείκτες του FTSE4Good έχουν μεγαλύτερο κίνδυνο, κάνοντας χρήση της τυπικής απόκλισης. Όλοι οι δείκτες έχουν αρνητική ασυμμετρία και εκτεταμένη κύρτωση που είναι σημαντικά σε επίπεδο 5%. Οι έννοιες της ασυμμετρίας και της κύρτωσης έχουν σημασία για αυτούς τους επενδυτές που αποστρέφονται το κίνδυνο. Ειδικότερα, οι συγκεκριμένοι επενδυτές δείχνουν προτίμηση σε θετική ασυμμετρία και αποστρέφονται τη κύρτωση.

Γενικά παρατηρείται ότι οι συμβατικοί δείκτες ξεπερνούν τους δείκτες SRI στο Η.Β., στις ΗΠΑ και παγκοσμίως. Στο Ευρωπαϊκό πλαίσιο οι συμβατικοί και δείκτες SRI αποδίδουν το ίδιο. Τα αποτελέσματα αυτά δείχνουν ένα σαφές μοτίβο κατώτερης απόδοσης των SRI δεικτών σε σχέση με τους συμβατικούς δείκτες. Επιπλέον, τα ευρήματα δείχνουν ότι οι SRI επενδυτές μπορούν να βελτιώσουν τόσο την ασυμμετρία όσο και τη κύρτωση των χαρτοφυλακίων τους, επιλέγοντας να επενδύσουν σε συμβατικούς δείκτες σε αντίθεση με SRI δείκτες.

Στη συνέχεια μέσω της κατασκευής ενός χαρτοφυλακίου για αρμπιτράζ στόχο είναι να ερευνηθεί αν η χρησιμότητα του επενδυτή βελτιώνεται. Έτσι δημιουργείται ένα χαρτοφυλάκιο μηδενικού κόστους πουλώντας μετοχές από τον SRI δείκτη και τα έσοδα χρησιμοποιούνται για να επενδυθούν σε ένα συμβατικό δείκτη. Επίσης, συγκρίνονται οι αποδόσεις του χαρτοφυλακίου αυτού με αυτές του δείκτη SRI και του συμβατικού. Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι ο μέσος όρος των χαρτοφυλακίων αρμπιτράζ είναι υψηλότερος από τους άλλους δύο δείκτες, ενώ η τυπική απόκλιση χαμηλότερη. Όσον αφορά τη ασυμμετρία, είναι υψηλότερη. Αυτό υποδηλώνει ότι η στρατηγική που εφαρμόστηκε βελτίωσε την κατανομή των αποδόσεων.

Συμπερασματικά τα αποτελέσματα της έρευνας δείχνουν ότι, αν και δεν υπάρχει κάτι που μπορεί ένας επενδυτής να κερδίσει ή να χάσει από κοινωνικά υπεύθυνες επενδύσεις σε όρους μέσου και διακύμανσης, υπάρχει ένα τίμημα που

πρέπει να “πληρωθεί”. Ειδικότερα, αποδεικνύεται ότι οι δείκτες που αποτελούνται από κοινωνικά υπεύθυνες εταιρίες κυριαρχούνται από τους δείκτες που αποτελούνται από συμβατικές εταιρίες. Αυτό σημαίνει ότι οι επενδυτές που αποστρέφονται τον κίνδυνο μπορούν να βελτιώσουν την αναμενόμενη χρησιμότητά τους, μειώνοντας τις μετοχές τους σε κοινωνικά υπεύθυνες εταιρίες και συγχρόνως αγοράζοντας μετοχές συμβατικών εταιριών. Τέλος, τα αποτελέσματα μάς παρέχουν ισχυρές ενδείξεις ότι υπάρχει ένα οικονομικό τίμημα που πρέπει να καταβληθεί για επενδύσεις εταιρικής κοινωνικής ευθύνης. Η απώλεια στην οικονομική χρησιμότητα που έχουν οι επενδυτές αντισταθμίζεται από τη μη-οικονομική χρησιμότητα, η οποία αντλείται από την κοινωνική φύση των επενδύσεων τους.

Τα αποτελέσματα παρέχουν ακράδαντα στοιχεία ότι υπάρχει ένα οικονομικό τίμημα που πρέπει να πληρωθεί για επενδύσεις που είναι κοινωνικά υπεύθυνες. Η απώλεια στην οικονομική χρησιμότητα που έχουν οι επενδυτές, πιθανότατα ισοσταθμίζεται από τη μη-οικονομική χρησιμότητα και αντλείται από την υπεύθυνη φύση των επενδύσεων τους.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4^ο

Εταιρική κοινωνική ευθύνη και βαθμοί πιστοληπτικής ικανότητας

Οι περισσότερες μελέτες επικεντρώνονταν μέχρι τώρα στην επίδραση που έχει η εταιρική κοινωνική ευθύνη στις επιδόσεις των εταιριών. Η προσοχή τώρα όμως στρέφεται στο πως η εταιρική κοινωνική ευθύνη επηρεάζει τους βαθμούς πιστοληπτικής ικανότητας. Ειδικότερα υποστηρίζεται ότι τα οφέλη που αποκομίζει μια εταιρία από την εταιρική κοινωνική ευθύνη, υλοποιούνται κυρίως με τη μορφή άυλων περιουσιακών στοιχείων όπως η φήμη και οι σχέσεις με τα ενδιαφερόμενα μέρη, και συγχρόνως είναι απίθανο να έχουν άμεση επίδραση στην βραχυπρόθεσμη κερδοφορία. Επομένως, οι στρατηγικές βιωσιμότητας εταιριών αποτελεί άλλον έναν σπουδαίο προσδιοριστικό παράγοντα (προστίθεται σε αυτούς που είχαν αναφερθεί στο **2^ο κεφάλαιο**) που λαμβάνουν υπόψη οι οίκοι αξιολόγησης πριν καταρτίσουν τους βαθμούς πιστοληπτικής ικανότητας.

Επιπλέον, η εστίαση που γίνεται στην επίδραση που έχει η ΕΚΕ στους βαθμούς πιστοληπτικής ικανότητας στηρίζεται στο επιχειρήμα του Menz(2010) ότι, οι πιστωτικές αγορές πιέζουν οι δραστηριότητες ΕΚΕ των εταιριών, να είναι

περισσότερες από την αγορά μετοχών. Δεδομένου ότι οι δραστηριότητες ΕΚΕ επηρεάζουν τόσο τις οικονομικές, όσο και τις μη οικονομικές πληροφορίες μιας εταιρίας όπως τη δύναμη της διοίκησης και τη μακροπρόθεσμη βιωσιμότητα της, γίνεται υπόθεση ότι οι οίκοι αξιολόγησης συλλέγουν και επεξεργάζονται πληροφορίες σχετικές με την ΕΚΕ κατά την αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας των επιχειρήσεων.

Η κύρια πηγή δεδομένων προέρχεται από την S&P. Μια ανασκόπηση στα κριτήρια που χρησιμοποιεί ο συγκεκριμένος οίκος, δείχνει ότι υπάρχουν δύο μεγάλες κατηγορίες κινδύνου (ο επιχειρηματικός και ο οικονομικός) που επηρεάζουν τις αποφάσεις αξιολόγησης. Παρ' όλο που δεν χρησιμοποιείται ο όρος ΕΚΕ, τα κριτήρια που επηρεάζουν τον επιχειρηματικό και οικονομικό κίνδυνο περιλαμβάνουν ένα σύνολο δραστηριοτήτων που σχετίζονται με την ΕΚΕ.

Η σχέση που υπάρχει μεταξύ της ΕΚΕ και των βαθμών πιστοληπτικής ικανότητας, αποτέλεσε αντικείμενο έρευνας. Στόχος της συγκεκριμένης έρευνας (Attig, Ghoul and Guedhami(2013)) είναι να ελεγχθεί αν οι πληροφορίες που σχετίζονται με τις δραστηριότητες ΕΚΕ βοηθούν στην εξήγηση των βαθμών πιστοληπτικής ικανότητας των εταιριών.

Η βασική προϋπόθεση που διέπει την έρευνα είναι ότι οι δραστηριότητες ΕΚΕ επηρεάζουν θετικά τις αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας. Παράλληλα, η πρώτη υπόθεση στη μελέτη αναφέρει ότι δραστηριότητες ΕΚΕ βελτιώνουν τις σχέσεις με βασικές ομάδες ενδιαφερόμενων. Δεύτερον, υποστηρίζεται ότι οι εταιρίες επενδύουν σε ΕΚΕ ώστε να μπορούν να ανταποκριθούν στις προσδοκίες των ενδιαφερόμενων μερών αλλά και για να βελτιώσουν την ανταγωνιστικότητά τους και την φήμη τους. Η τρίτη υπόθεση που χρησιμοποιείται αναφέρει ότι η δημοσιοποίηση κοινωνικά προσανατολισμένων πληροφοριών επηρεάζει την αντίληψη του κοινού, κάτι που μπορεί να έχει επίδραση στις μελλοντικές ταμειακές ροές..

Μέσα από τα αποτελέσματα μπορούν να εξαχθούν σημαντικά συμπεράσματα. Ειδικότερα, παρατηρείται ότι το μέγεθος αποτελεί μια μεταβλητή που είναι θετική και στατιστικά σημαντική κάτι που σημαίνει ότι οι μεγάλες εταιρίες είναι πιο δύσκολο να αθετήσουν τις υποχρεώσεις τους. Παράλληλα, ο συστηματικός κίνδυνος έχει αρνητικό και στατιστικά σημαντικό συντελεστή στο ίδιο επίπεδο και συνεπώς συμπεραίνουμε ότι η συγκεκριμένη μεταβλητή επιδρά αρνητικά στους βαθμούς πιστοληπτικής ικανότητας.

Επιπροσθέτως και οι συντελεστές των μεταβλητών της μόχλευσης και LOSS (ψευδομεταβλητή που παίρνει τη τιμή 0 αν το καθαρό εισόδημα είναι θετικό και τη

τιμή 1 αν είναι αρνητικό) είναι αρνητικοί και στατιστικά σημαντικοί στο 1%, κάτι που δηλώνει ότι οι non-market κίνδυνοι μειώνουν τους βαθμούς πιστοληπτικής ικανότητας των εταιριών. Εν αντιθέσει, οι συντελεστές των μεταβλητών της κάλυψης και του περιθωρίου(margin) είναι θετικοί και στατιστικά σημαντικοί όσον αφορά τους βαθμούς πιστοληπτικής ικανότητας των εταιριών, γεγονός που υποδηλώνει ότι μεγαλύτερη κάλυψη των τόκων και λειτουργικού περιθωρίου μειώνει το ρίσκο αθέτησης και βελτιώνει τους βαθμούς αξιολόγησης.

Για να ελεγχθεί η προβλεπόμενη σχέση μεταξύ βαθμών πιστοληπτικής ικανότητας και ΕΚΕ διευρύνεται το βασικό μοντέλο με την εισαγωγή της μεταβλητής CSR score. Ο εκτιμώμενος συντελεστής είναι θετικός και στατιστικά σημαντικός(1%) κάτι που ενισχύει και επαληθεύει τις υποθέσεις.

Στη συνέχεια ελέγχεται αν κατά την εκτίμηση της φερεγγυότητας των εταιριών η S&P δίνει διαφορετική βαρύτητα σε θετικές ή αρνητικές πληροφορίες που αφορούν την ΕΚΕ. Από τα αποτελέσματα φαίνεται ότι οι επιδράσεις τους στους βαθμούς πιστοληπτικής ικανότητας παραμένουν αμετάβλητες. Γενικότερα αποδεικνύεται ότι πληροφορίες για ΕΚΕ αποτελούν σημαντικό κομμάτι για τους αναλυτές των οίκων αξιολόγησης.

Συμπερασματικά, μια εταιρία δεν υφίσταται αποκλειστικά και μόνο για το κέρδος και για να δημιουργεί για τους μετόχους της. Αν μια εταιρία συνεισφέρει στη κοινότητα, προστατεύει το περιβάλλον και υποστηρίζει φιλανθρωπίες μέσα από τέτοιες δραστηριότητες ΕΚΕ, μπορεί να ανταπεξέλθει σε περιόδους οικονομικής ύφεσης.

Μέσα από αυτή την έρευνα αποδείχθηκε η θετική επίδραση που έχει η ΕΚΕ στους βαθμούς πιστοληπτικής ικανότητας, το οποίο με τη σειρά που μπορεί να οδηγήσει σε μείωση του οικονομικού κόστους. Παρ' όλα αυτά δεν είναι όλα τα συστατικά στοιχεία της ΕΚΕ σχετικά με τους βαθμούς πιστοληπτικής ικανότητας. Οι εργασιακές σχέσεις, θέματα διαφοροποίησης, θέματα προϊόντων, σχέσεις με τη κοινότητα και περιβαλλοντικά θέματα επηρεάζουν θετικά τους βαθμούς πιστοληπτικής ικανότητας των εταιριών, ενώ η διάσταση των ανθρωπίνων δικαιωμάτων δεν έχει σημαντική επίδραση.

Μελέτες όμως που να εστιάζουν στην αλληλεπίδραση μεταξύ περιβαλλοντικών κινδύνων και πιστωτικού κινδύνου είναι ελάχιστες. Ειδικότερα σπανίζουν οι έρευνες που αναλύουν αν η ενσωμάτωση του περιβαλλοντικού κινδύνου στη διαδικασία ανάλυσης του πιστωτικού κινδύνου βελτιώνει την διαδικασία, με αποτέλεσμα τη μείωση εν τέλει του πιστωτικού κινδύνου.

Η συγκεκριμένη έρευνα (Roland, Scholz & Michalik (2008)) επικεντρώνεται στους πιστωτικούς κινδύνους που έχουν τα αντισυμβαλλόμενα μέρη σε ένα οποιοδήποτε συμβόλαιο και οι οποίοι επηρεάζονται κυρίως από τη φήμη του εκδότη, την δυνατότητα αποπληρωμής, τα μελλοντικά έσοδα, το κεφάλαιο του εκδότη κτλ.

Οι κίνδυνοι βιωσιμότητας μπορούν σημαντικά να επηρεάσουν τους παράγοντες αυτούς και για αυτό η ενσωμάτωση των περιβαλλοντικών κινδύνων στη διαδικασία αξιολόγησης του πιστωτικού κινδύνου είναι επιτακτική.

Μια σημαντική πρόκληση της βιωσιμότητας είναι η κοινωνική της διάσταση. Συγκεκριμένα, οι κοινωνικοί κίνδυνοι μιας εταιρίας (π.χ. η δικαιοσύνη στους μισθούς, η ασφάλεια εργασίας) δεν περιλαμβάνονταν σαν πτυχή του περιβαλλοντικού κινδύνου, αλλά τελικά αποτελεί έναν πολύ σημαντικό παράγοντα για την χρηματοοικονομική επίδοση και συνεπώς ενσωματώθηκε στη διαδικασία διαχείρισης κινδύνου.

Στην συγκεκριμένη έρευνα τα δάνεια κατατάσσονται σε δύο μεγάλες κατηγορίες. Η πρώτη κατηγορία περιλαμβάνει όλα τα δάνεια όπου οι πελάτες εκπλήρωσαν τις υποχρεώσεις τους, ενώ στη δεύτερη κατηγορία περιλαμβάνονται τα δάνεια τα οποία απέφεραν κόστη για τον δανειστή και οδηγήθηκαν σε έντονη επίβλεψη ή κατέληξαν σε αθέτηση των υποχρεώσεων από τη πλευρά του πελάτη.

Η έρευνα περιλάμβανε 40 γερμανικές τράπεζες όπου τα στελέχη, στο κόμματι του πιστωτικού κινδύνου, διάλεξαν τα πιο πρόσφατα εξυπηρετούμενα και μη εμπορικά δάνεια για να δημιουργηθεί ένα τυχαίο δείγμα. Οι συμμετέχοντες ήταν στελέχη που κυρίως έδιναν δάνεια σε μικρές και μεσαίες εταιρίες. Επιπλέον, δεν ήταν ειδικοί στο να αξιολογούν τους περιβαλλοντικούς κινδύνους ή τους κινδύνους βιωσιμότητας των οφειλετών. Τα στελέχη αυτά βαθμολόγησαν τα δάνεια κάνοντας χρήση ενός ερωτηματολογίου (1="πολύ καλό"...5="πολύ καλό").

Το ερωτηματολόγιο αποτελούταν από 91 στοιχεία και κάλυπτε 4 περιοχές. Συγχρόνως, χρησιμοποιήθηκαν 33 κριτήρια για τη κλασσική αξιολόγηση του πιστωτικού κινδύνου. Τα υπόλοιπα 58 κριτήρια αναφέρονταν σε κριτήρια βιωσιμότητας. Για τον έλεγχο της ομοιογένειας των στοιχείων στις 4 ομάδες έγινε χρήση του Cronbach's alpha. Ακόμα, χρησιμοποιήθηκαν η εμπειρία των συμμετεχόντων με τους κινδύνους βιωσιμότητας, η κατηγοριοποίηση του οφειλέτη-δηλαδή αν ανήκει σε παραγωγικό κλάδο ή σε κλάδο υπηρεσίας και τον τύπο της τράπεζας ως μεταβλητές ελέγχου.

Για τον έλεγχο των αποτελεσμάτων από τη διαδικασία αξιολόγησης, διεξάγεται ανάλυση σε δύο στάδια. Στο πρώτο στάδιο αναλύεται το πόσο ακριβή είναι τα κριτήρια βιωσιμότητας στη πρόβλεψη πιστωτικών κινδύνων κάνοντας χρήση πολλαπλών αναλύσεων παλινδρόμησης. Στο δεύτερο στάδιο αναλύεται αν ο συνδυασμός “παραδοσιακών” κριτηρίων και κριτηρίων βιωσιμότητας ως ανεξάρτητες μεταβλητές βελτίωσαν την εγκυρότητα της διάκρισης των εξυπηρετούμενων από τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια.

Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι τα δάνεια με υψηλότερη βαθμολογία στην οικονομική - κοινωνική βιωσιμότητα και χαμηλότερη βαθμολογία στη περιβαλλοντική βιωσιμότητα έχουν υψηλότερη βαθμολογία στην αξιολόγηση του παραδοσιακού κινδύνου. Μέσα από την ανάλυση συσχέτισης φαίνεται να υπάρχει μια σημαντική, θετική συσχέτιση μεταξύ παραδοσιακών κριτηρίων και περιβαλλοντικών κριτηρίων για τα εξυπηρετούμενα και μια, όχι σημαντική συσχέτιση, για τα μη εξυπηρετούμενα.

Για την ανάλυση του κατά πόσο η ενσωμάτωση κριτηρίων βιωσιμότητας, πέραν των παραδοσιακών, μπορεί να βελτιώσει τη πρόβλεψη του πιστωτικού κινδύνου, διεξάγεται μια πολλαπλή γραμμική ανάλυση για να διαπιστωθεί αν τα τέσσερα μέσα πρόβλεψης (παραδοσιακή αξιολόγηση, οικονομικός κίνδυνος, περιβαλλοντικός κίνδυνος και κοινωνικός κίνδυνος) μπορούν να προβλέψουν αν ένα δάνειο είναι εξυπηρετούμενο ή όχι. Τα παραδοσιακά κριτήρια είχαν τον μεγαλύτερο συντελεστή βαρύτητας και ακολουθούσαν τα οικονομικά κριτήρια. Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι το συνολικό Wilks's lambda είναι στατιστικά σημαντικό υποδηλώνοντας ότι συνολικά οι προγνωστικοί παράγοντες διαφοροποιούν τα δάνεια που δεν αθετούνται από αυτά που αθετούνται.

Συμπερασματικά αναλύθηκε αν είναι πιθανό να προβλεφθεί ο πιστωτικός κίνδυνος με βάση τα κριτήρια βιωσιμότητας και συγχρόνως αν ο συνδυασμός παραδοσιακών κριτηρίων και κριτηρίων βιωσιμότητας, έναντι μόνο κριτηρίων βιωσιμότητας, θα βελτιώσει τη πρόβλεψη για τα εξυπηρετούμενα ή μη δάνεια. Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι τα κριτήρια βιωσιμότητας ήταν σε θέση να προβλέψουν παραδοσιακά κριτήρια. Η ενσωμάτωση των κινδύνων βιωσιμότητας στην διαδικασία αξιολόγησης είχε ως αποτέλεσμα βελτιωμένη πρόβλεψη κινδύνου και διαχείρισής του από τους δανειστές, και αυτό γιατί οι κίνδυνοι βιωσιμότητας επηρεάζουν το κίνδυνο των δανείων. Πολλές πιστωτικές αθετήσεις που προκλήθηκαν από περιβαλλοντικούς παράγοντες θα είχαν αποφευχθεί αν ο δανειστής είχε χρησιμοποιήσει ένα σύστημα αξιολόγησης που περιλάμβανε και δείκτες βιωσιμότητας.

Τέλος εξίσου σημαντικό να αναφέρουμε μιας και σχετίζεται με τη προηγούμενη έρευνα είναι ότι, η περιβαλλοντική επίδοση μιας εταιρίας αποτελεί μια πηγή πιστωτικού κινδύνου και συνεπώς οι ενήμεροι δανειστές προσπαθούν να προβλέψουν συναφείς ζημιές μέσω μιας εμπειριστατωμένης αξιολόγησης της περιβαλλοντικής διαχείρισης του δανειολήπτη πριν από το δανεισμό. Ως συνέπεια, η διερεύνηση των επιπτώσεων που έχει η εταιρική περιβαλλοντική διαχείριση στον πιστωτικό κίνδυνο, αποτελεί ένα σημαντικό αντικείμενο μελέτης (Bauer and Hann (2010)).

Για να ελεγχθεί η προαναφερθείσα σχέση γίνεται χρήση της μεγάλης κάλυψης και αποδοχής που έχουν οι οίκοι αξιολόγησης που ειδικεύονται στην εκτίμηση της εταιρικής περιβαλλοντικής επίδοσης.

Οι επενδυτές για να μπορέσουν να αξιολογήσουν την έκθεσή τους σε περιβαλλοντικούς κινδύνους, απαιτούν οι εταιρίες να αξιολογούν και να αποκαλύπτουν τον τρόπο που διαχειρίζονται περιβαλλοντικά θέματα. Το εννοιολογικό πλαίσιο βασίζεται στην άποψη ότι οι περιβαλλοντικές πρακτικές επηρεάζουν τη φερεγγυότητα των επιχειρήσεων δανεισμού, καθορίζοντας την έκθεση σε νομικούς, ρυθμιστικούς κινδύνους και συγχρόνως και τη φήμη τους.

Οι επενδυτές ομολόγων που θέλουν να προστατευτούν έναντι περιβαλλοντικών επιδόσεων που σχετίζονται με απώλειες απαιτούν μια καλύτερη κατανόηση της συσχέτισης μεταξύ των εταιρικών περιβαλλοντικών δραστηριοτήτων και του πιστωτικού κινδύνου.

Η πρώτη υπόθεση που χρησιμοποιείται συνδέει το πιστωτικό κίνδυνο με τις περιβαλλοντικές δραστηριότητες. Ειδικότερα εταιρίες με χαμηλές περιβαλλοντικές πρακτικές είναι πιο πιθανό να αθετήσουν τις υποχρεώσεις τους και συγχρόνως η πιστωτική αγορά απαιτεί χαμηλότερο βαθμό πιστοληπτικής ικανότητας ώστε να αντανakλά τη χαμηλότερη πιστοληπτική ικανότητα τους.

Επίσης μια επιπλέον υπόθεση που γίνεται είναι ότι οι εταιρίες με περισσότερες περιβαλλοντικές δραστηριότητες έχουν χαμηλότερο κόστος χρηματοδότησης του χρέους τους και υψηλότερο βαθμό πιστοληπτικής ικανότητας. Παράλληλα μια ακόμα παραδοχή που γίνεται είναι ότι η σχέση μεταξύ περιβαλλοντικής επίδοσης και πιστωτικού κινδύνου είναι πιο ισχυρή για εταιρίες που λειτουργούν σε περιβαλλοντικά επικίνδυνες βιομηχανίες, ενώ τέλος η επίδραση της περιβαλλοντικής επίδοσης στο πιστωτικό κίνδυνο έχει αυξηθεί με την πάροδο των χρόνων.

Επόμενο βήμα στην έρευνα είναι η συλλογή δεδομένων. Ειδικότερα, κατασκευάζονται μέτρα για την επίδοση της περιβαλλοντικής διαχείρισης κάθε εταιρίας κάνοντας χρήση δεδομένων από την βάση δεδομένων της KLD.

Για την κατάταξη των επιχειρήσεων ανάλογα με τη ποιότητα των περιβαλλοντικών διοικήσεων τους, εστίαση δίνεται στη ποιοτική επίδοση δεικτών που περιλαμβάνονται στη KLD STATS.

Παράλληλα, χρησιμοποιούνται τρία διακριτά μέτρα πιστωτικού κινδύνου για την εξέταση της σημασία της περιβαλλοντικής διαχείρισης για τους επενδυτές ομολόγων: το κόστος χρηματοδότησης του χρέους, η αξιολόγηση των ομολόγων και οι μακροπρόθεσμες αξιολογήσεις των εκδοτών. Όλες αυτές οι πληροφορίες συλλέγονται τη βάση δεδομένων FISD.

Η πρώτη εξαρτημένη μεταβλητή που χρησιμοποιείται είναι το κόστος χρηματοδότης του χρέους. Επιπλέον χρησιμοποιείται ο βαθμός πιστοληπτικής ικανότητας ως μια δεύτερη εξαρτημένη μεταβλητή. Συγκεκριμένα, χρησιμοποιείται ο σταθμισμένος μέσος όρος των αξιολογήσεων της Moody's και της S&P με σκοπό να κατασκευαστεί το μέτρο που χρησιμοποιείται στην ανάλυση για την αξιολόγηση ομολόγων. Μια τρίτη μεταβλητή είναι η αξιολόγηση του εκδότη όπου αντανακλά την γενική πιστοληπτική ικανότητα μιας εταιρίας σε σχέση με τις υποχρεώσεις της.

Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι οι συντελεστές είναι στατιστικά σημαντικοί σε όλες τις περιπτώσεις, κάτι που επαληθεύει και την παραδοχή που είχε γίνει ότι η περιβαλλοντική διαχείριση είναι καθοριστικός παράγοντας στη τιμή των ομολόγων.

Στο διευρυμένο μοντέλο που χρησιμοποιείται φαίνεται ότι οι οφειλέτες που ασχολούνται με περιβαλλοντικά επικίνδυνες δραστηριότητες χρεώνονται ένα ασφάλιστρο στο κόστος χρηματοδότησης του κεφαλαίου.

Σε μια επιπλέον ανάλυση εξετάζεται η σχέση της περιβαλλοντικής διαχείρισης με το πιστωτικό κίνδυνο μέσω της σύνδεσης των μέτρων περιβαλλοντικής επίδοσης και των βαθμών πιστοληπτικής ικανότητας. Επιπλέον, η πιστωτική αγορά αναμένεται να είναι ιδιαίτερα ευαίσθητη στις περιβαλλοντικές επιδόσεις δανειοληπτών που εγγενώς δραστηριοποιούνται σε επικίνδυνες βιομηχανίες λόγω του ότι είναι πιο επιρρεπείς σε περιβαλλοντικές παραβάσεις. Για να ελεγχθεί αυτό, επεκτείνουμε τα μοντέλα πιστωτικού κινδύνου προσθέτοντας μια μεταβλητή. Ειδικότερα, η HighRisk η οποία μας δείχνει αν μια εταιρία δραστηριοποιείται σε επικίνδυνη βιομηχανία ή όχι. Τα αποτελέσματα δεν υποστηρίζουν την υπόθεση που αναφέρθηκε, αφού οι συντελεστές είναι στατιστικά ασήμαντοι.

Τέλος, υποστηρίζεται ότι η σημασία της εταιρικής περιβαλλοντικής διαχείρισης έχει αυξηθεί με τη πάροδο του χρόνου. Για να ελεγχθεί αυτή η υπόθεση για τους επενδυτές ομολόγων, χωρίστηκε το δείγμα σε δύο περιόδους: 1995-2001 και 2002-2006. Τα ευρήματα έδειξαν ότι η σημασία της περιβαλλοντικής διαχείρισης για το πιστωτικό κίνδυνο έχει όντως αυξηθεί με τη πάροδο του χρόνου και αυτή η αύξηση μπορεί να οφείλεται στην επίδραση των περιβαλλοντικών προβλημάτων που υπάρχουν τα τελευταία χρόνια.

Συμπερασματικά το άρθρο αυτό αναφέρει εκτενή στοιχεία ότι η περιβαλλοντική διαχείριση εταιριών προκαλεί επιδράσεις πιστωτικού κινδύνου στους επενδυτές ομολόγων. Η ανάλυση δείχνει ότι οι εταιρίες με λιγότερες περιβαλλοντικές πρακτικές πληρώνουν ασφάλιστρο στο κόστος χρηματοδότησης του χρέους τους και έχουν χαμηλότερους βαθμούς πιστοληπτικής ικανότητας. Εν αντιθέσει εταιρίες με προληπτικές περιβαλλοντικές ενέργειες, χρεώνονται χαμηλότερο κόστος χρέους και υπάρχει αδύναμη σχέση που αποδεικνύει ότι έχουν υψηλότερους βαθμούς πιστοληπτικής ικανότητα. Συνεπώς, τα αποτελέσματα δείχνουν ότι οι περιβαλλοντικές πρακτικές διαχείρισης έχουν γίνει πολύ σημαντικές για τους επενδυτές ομολόγων.

Κεφάλαιο 5^ο

Ανάλυση μεθόδου εμπειρικής μελέτης

5.1 Εισαγωγή

Με την παρούσα διατριβή σκοπός μας είναι να αναλύσουμε εκτενέστερα τη σχέση που υπάρχει μεταξύ του δείκτη DJSI και των βαθμών πιστοληπτικής ικανότητας. Μέσω αυτής της εμπειρικής μελέτης θέλουμε να δείξουμε πώς κάποιες συγκεκριμένες μεταβλητές ελέγχου δηλαδή, χρηματοοικονομικοί προσδιοριστικοί παράγοντες αλλά και η ένταξη στο δείκτη, επηρεάζουν τους βαθμούς πιστοληπτικής ικανότητα.

Για το σκοπό αυτό συλλέχθηκαν στοιχεία από τη βάση δεδομένων της DataStream. Το χρονικό διάστημα που θα μελετήσουμε εκτείνεται από το 2003-2010. Ειδικότερα επιλέχθηκαν διάφορες εταιρίες από διαφορετικούς κλάδους αλλά και από διαφορετικές χώρες.

Για αυτές τις εταιρίες συλλέχθηκαν δεδομένα ανάλογα με τις μεταβλητές ελέγχου που θα χρησιμοποιηθούν στο μοντέλο. Οι εταιρίες για τις οποίες δε βρέθηκαν καθόλου στοιχεία για τις συγκεκριμένες μεταβλητές, διαγράφηκαν από το δείγμα. Στη περίπτωση, για παράδειγμα, που για μια εταιρία δεν υπήρχαν στοιχεία μόνο για μια μεταβλητή, τότε η εταιρία περιέχεται στο δείγμα με την ιδιαιτερότητα ότι για τη συγκεκριμένη μεταβλητή για όλα τα χρόνια η τιμή της είναι N/A. Το αρχικό δείγμα ήταν περίπου 2,500 εταιρίες από διαφορετικούς κλάδους. Μετά από τη συλλογή των στοιχείων, το σύνολο του δείγματος ανήλθε στις 955 εταιρίες.

Όσον αφορά τους βαθμούς πιστοληπτικής ικανότητας, τα στοιχεία που συλλέχθηκαν αφορούσαν τα **rating changes** των συγκεκριμένων εταιριών. Η βάση δεδομένων μέσω της οποίας έγινε η συλλογή των δεδομένων ήταν η Bloomberg. Όπως και με τη DataStream, έτσι και η Bloomberg, δεν παρείχε rating changes για όλες τις εταιρίες, συνεπώς για όσες εταιρίες δεν βρέθηκαν rating changes παραλείφθηκαν από το δείγμα. Συγχρόνως, στην συγκεκριμένη διατριβή επιλέχθηκαν τα **long-term issuer credits** για κάθε εταιρία. Επόμενο βήμα ήταν η μετατροπή των rating changes σε **rating series** και επιλέγουμε τα ratings στο τέλος κάθε έτους. Τέλος επειδή οι βαθμοί πιστοληπτικής ικανότητας είναι ποιοτικοί, για να μπορέσουν να συμπεριληφθούν στο δείγμα έπρεπε να μετατραπούν σε αριθμούς.

Η μεταβλητή credit ratings παίρνει τιμές από το 1 μέχρι το 22 ανάλογα με την αξιολόγηση που έχει μία επιχείρηση. Όταν η επιχείρηση έχει αξιολογηθεί με {AAA,AAA+,AAA-} τότε η μεταβλητή μας παίρνει την τιμή 1, όταν έχει αξιολογηθεί με {AA+} παίρνει την τιμή 2 και όταν αξιολογείται με {AA} παίρνει την τιμή 3. Αν η αξιολόγηση ανήκει στο εύρος {AA-} η μεταβλητή παίρνει την τιμή 4, αν ανήκει στο εύρος {A+} παίρνει την τιμή 5, ενώ αν ανήκει στο εύρος {A} τότε παίρνει την τιμή 6. Με ακριβώς το ίδιο σκεπτικό όταν η αξιολόγηση ανήκει στο εύρος {A-} η μεταβλητή παίρνει την τιμή 7. Αντίστοιχα το ίδιο συμβαίνει και με τα υπόλοιπα γράμματα. Η τελευταία βαθμολογία που μπορούν να λάβουν οι εκδότες χρεογράφων από την S&P είναι το D και αυτό αντιστοιχεί με τον αριθμό 22.

Αναλυτικότερα, οι μεταβλητές που χρησιμοποιήθηκαν στην εμπειρική μελέτη και για τις οποίες συλλέχθηκαν στοιχεία αναγράφονται στο παρακάτω πίνακα (**πίνακας 5.1**). Επίσης αναγράφεται και το πρόσημο που αναμένουμε για κάθε μεταβλητή (θετικό ή αρνητικό) και το οποίο πηγάζει από την βιβλιογραφία και από άρθρα τα οποία θεωρήθηκαν πιο παρεμφερή με την συγκεκριμένη διατριβή:

Εξαρτημένη μεταβλητή	Ανεξάρτητες μεταβλητές	Αναμενόμενο πρόσημο	Πηγή
Βαθμοί πιστοληπτικής ικανότητας (S&P long-term issuer credits)	Net Income	+	(Najah Attig, Sadok El Ghouli and Omrane Guedhami(2013))
	L_assets	+	
	Coverage	+	
	Net Margin	+	
	Leverage	-	
	Beta	-	
	Industry type	+/-	(Hong, Harrison and Marcin Kacperczyk (2009))
	Return On Equity	+	Angelos A. Antzoulatos and Thomas Syrmos (2016)
	DJSI(1 για εισηγμένες εταιρείες, 0 για μη εισηγμένες)	+	Προσθήκη λόγω εργασίας
	RMN (ψευδομεταβλητή)	+	Προσθήκη λόγω εργασίας

5.2 Περιγραφή μεταβλητών ελέγχου

L_assets: Αναφέρεται στο φυσικό λογάριθμο του συνολικού ενεργητικού

Coverage: Αναλογία των κερδών προ φόρων και τόκων συν τα έξοδα από τόκους διαιρούμενο με τα έξοδα από τόκους.

Net margin: Αναλογία των λειτουργικών εσόδων προς τις πωλήσεις

Leverage: Αναλογία του μακροπρόθεσμου χρέους προς το σύνολο του ενεργητικού

DJSI: Ψευδομεταβλητή 0 ή 1 αν μια εταιρία είναι μέλος του DJSI

RMN: Ψευδομεταβλητή 0 ή 1 αν μια εταιρία παραμένει στο δείκτη

Net Income: Καθαρό εισόδημα

Beta: Συστηματικός κίνδυνος

Return On Equity: Καθαρό εισόδημα διαιρούμενο με τα ίδια κεφάλαια των μετόχων

5.3 Ανάλυση αποτελεσμάτων

Το στατιστικό πακέτο με το οποίο έγινε η επεξεργασία των δεδομένων μας είναι το Eviews. Τα δεδομένα τα οποία χρησιμοποιήσαμε είναι panel data. Για την ανάλυση υποθέσαμε ότι το μοντέλο μας είναι **fixed time** και **fixed firm effect**. Η επιλογή μοντέλου fixed effect αντί για random effect έγινε μέσω του Hausman test όπου απορρίπτοντας τη H_0 αποδείχθηκε ότι το καλύτερο μοντέλο είναι το fixed effect μοντέλο.

Στην στατιστική ένα μοντέλο σταθερών επιπτώσεων (fixed effect), είναι ένα μοντέλο που αντιπροσωπεύει τις παρατηρούμενες ποσότητες από την άποψη των ερμηνευτικών μεταβλητών, οι οποίες αντιμετωπίζονται σαν οι ποσότητες να μην είναι τυχαίες. Υποθέτοντας μοντέλο σταθερών αποτελεσμάτων επιβάλλουμε αποτελέσματα ανεξάρτητων ως προς τον χρόνο για κάθε οντότητα που ενδεχομένως συσχετίζεται με τις ερμηνευτικές μεταβλητές. Ο λόγος χρήσης τέτοιου μοντέλου είναι ότι θέλουμε να ελέγξουμε την ύπαρξη μη-παρατηρήσιμης ετερογένειας, όταν εκείνη είναι σταθερή στον χρόνο και συσχετίζεται με τις ανεξάρτητες μεταβλητές. Για παράδειγμα, όταν υπάρχουν ορισμένα μη-τυχαία χαρακτηριστικά τα οποία δεν

Μεταβλητές	Συντελεστές	P-Values
------------	-------------	----------

θέλουμε να καταλήξουν στον όρο του σφάλματος.

Παράλληλα στο παράρτημα

παρουσιάζεται και η μήτρα συσχέτισης (**πίνακας 5.3**) μεταξύ των ανεξάρτητων μεταβλητών. Όσο πιο κοντά στο 1 είναι οι συντελεστές τόσο χειρότερο είναι για το μοντέλο μας. Στη προκειμένη περίπτωση παρατηρείται οι συντελεστές είναι κάτω από 0.8 που σημαίνει ότι οι συντελεστές ελέγχου δεν συσχετίζονται μεταξύ τους

Παρακάτω παρουσιάζεται ο πίνακας με τα αποτελέσματα της μέσω της χρήσης του E-VIEWS, παρουσιάζοντας τις μεταβλητές που είναι στατιστικά σημαντικές.

Πίνακας 5.2: Αποτελέσματα μέσω της χρήσης του E-VIEWS

Leverage	5,62E-05**	0.0258
Net income	-1,46E-10***	0,0048
Net Margin	-0,000183***	0,0031
ROE	-0,000167*	0,0611

Οι εκτιμητές της κάθε μεταβλητής δίνονται από την στήλη Coefficient και εκφράζουν την σχέση μεταξύ των ανεξάρτητων μεταβλητών με την εξαρτημένη μεταβλητή. Για παράδειγμα, ο εκτιμητής της μεταβλητής Net_Income είναι $-1.46 \cdot e^{-10}$. Αυτό μας δείχνει ότι όσο μεγαλύτερο είναι το Net_income μίας επιχείρησης τόσο πιο χαμηλή τιμή θα πάρει η μεταβλητής μας Credit ratings. Αυτό είναι απόλυτα φυσιολογικό γιατί όσο πιο μικρή τιμή έχει η μεταβλητή τόσο μεγαλύτερη αξιολόγηση πιστοληπτικής ικανότητας έχει η επιχείρηση κι άρα θεωρείται πιο αξιόπιστη. Για τον ίδιο λόγο οι τιμές των εκτιμητών των μεταβλητών I_assets, Net_Margin, Return_on_Equity είναι αρνητικές.

Το μοντέλο μάς δείχνει αυτό ακριβώς το οποίο περιμέναμε και το οποίο ξέρουμε ότι ισχύει στα πραγματικά μας δεδομένα. Επιχειρήσεις με μεγάλο καθαρό εισόδημα, με καλή απόδοση ιδίων κεφαλαίων, με υψηλό συνολικό ενεργητικό αλλά και καλό περιθώριο κέρδους τείνουν να έχουν μεγαλύτερη αξιολόγηση από άλλες επιχειρήσεις. Από την άλλη το ποσοστό μόχλευσης των εταιριών επιδρά αρνητικά στους βαθμούς πιστοληπτικής ικανότητας.

Όπως παρατηρείται η μεταβλητή DJSI, η οποία υποδηλώνει το αν είναι μια εταιρία μέλος ή όχι στο δείκτη, και η μεταβλητή RMN, η οποία μας δείχνει αν μια εταιρία παραμένει στο δείκτη δεν συμπεριλαμβάνονται στο μοντέλο για τον λόγο του ότι και οι δύο βγήκαν στατιστικά ασήμαντες. Από αυτό συμπεραίνουμε ότι η

πιθανότητα μια εταιρία να είναι μέλος ή όχι στο δείκτη, και η πιθανότητα να παραμένει ή όχι στο δείκτη, δεν επηρεάζει τη βαθμολογία που θα λάβουν οι εταιρίες από τους οίκους αξιολόγησης.

Κάνοντας κάποιες δοκιμές με τις συγκεκριμένες μεταβλητές φαίνεται ότι μπορούν να γίνουν στατιστικά σημαντικές μόνο στη περίπτωση που τις πολλαπλασιάσουμε με κάποιες άλλες μεταβλητές ελέγχου (Return on Equity, Net Income). Παρ' όλα αυτά δεν συμπεριλήφθηκαν στο δείγμα γιατί μπορεί να θεωρηθεί data mining, δηλαδή θα ήταν σαν να προσπαθούμε να εκμαιεύσουμε κάποιο αποτέλεσμα (ο DJSI να σχετίζεται στατιστικά σημαντικά με τα Credit Ratings).

Το ίδιο συμβαίνει και με τη μεταβλητή ελέγχου coverage όπου και αυτή είναι στατιστικά ασήμαντη. Όσον αφορά τις μεταβλητές industry type και beta, από τα δεδομένα φαίνεται ότι παραμένουν σταθερά στο χρόνο οπότε παραλείπονται από την ανάλυση αφού το firm fixed effect έμμεσα τα περιλαμβάνει.

Συνεπώς, μετά από πολλές δοκιμές καταλήξαμε στο τελικό μας μοντέλο το οποίο έχει την μορφή:

$$CR_{it} = \beta_0 + \beta_1 * L_assets_{it} + \beta_2 * Net_Margin_{it} + \beta_3 * Net_income_{it} + \beta_4 * Leverage_{it} + \beta_5 * ROE_{it}$$

Αναλύοντας τα αποτελέσματα του μοντέλου μας παρατηρούμε τη στήλη t-Statistic. Η συγκεκριμένη στήλη μας δίνει τις τιμές της στατιστικής ελέγχου τις οποίες συγκρίνουμε με τις τιμές της κατανομής t για να δούμε αν οι εκτιμητές μας είναι στατιστικά σημαντικοί. Για να το βρούμε τις τιμές της κατανομής t για το υπόδειγμά μας, πρέπει να ξέρουμε τους βαθμούς ελευθερίας και το επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας α , το οποίο καθορίζει το εύρος της περιοχής αποδοχής και απόρριψης της υπόθεσης που κάνουμε. Εμείς θα πάρουμε το επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας ίσο με 10%.

Ένας ακόμα έλεγχος που πρέπει να εξετάσουμε για να δούμε αν το μοντέλο το οποίο έχουμε δημιουργήσει είναι σωστό, είναι ο έλεγχος στατιστικής σημαντικότητας όλου του υποδείγματος. Αυτός ο έλεγχος πραγματοποιείται μέσω της κατανομής F και η διαδικασία ελέγχου είναι ακριβώς η ίδια με τον έλεγχο για κάθε μεταβλητή. Θα δούμε αν η πιθανότητα της F-statistic είναι μικρότερη από το επίπεδο

στατιστικής σημαντικότητας $\alpha=10\%=0,1$. Για το υπόδειγμά μας ισχύει ότι $\text{Prob}(F\text{-statistic})=0,0000<0,1$ άρα όλοι εκτιμητές είναι ταυτόχρονα στατιστικά σημαντικοί.

Επίσης, δύο σημαντικοί συντελεστές, τους οποίους συμβουλευόμαστε για την καταλληλότητα του υποδείγματος, είναι ο συντελεστής προσδιορισμού R^2 και ο προσαρμοσμένος συντελεστής προσδιορισμού \bar{R}^2 . Ο συντελεστής προσδιορισμού δείχνει το πόσο καλά οι μεταβολές στις ανεξάρτητες μεταβλητές εξηγούν τις μεταβολές της εξαρτημένης μεταβλητής. Όσο πιο κοντά στην μονάδα είναι τόσο πιο καλό θεωρείται το υπόδειγμά μας. Στην περίπτωση μας το R-squared ισούται με 0,930661 και το adjusted R-squared είναι 0,913317 οπότε συμπεραίνουμε ότι το μοντέλο μας είναι αρκετά καλό.

ΕΠΙΛΟΓΟΣ – ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Ένα από τα μεγαλύτερα προβλήματα που δημιουργούνται σε μία οποιαδήποτε συναλλαγή είναι αυτό της ασύμμετρης πληροφόρησης που υπάρχει μεταξύ των αντισυμβαλλόμενων μερών. Εξειδικεύοντας το πρόβλημα αυτό στους επενδυτές και στους εκδότες χρεογράφων, τα αντισυμβαλλόμενα μέρη δεν έχουν την ίδια πληροφόρηση και έτσι δημιουργείται το πρόβλημα της ασύμμετρης πληροφόρησης. Για να μπορέσει να αμβλυνθεί αυτό το πρόβλημα, δημιουργήθηκαν οι οίκοι αξιολόγησης με σκοπό μέσα από τις πληροφορίες που ανακοινώνουν να βοηθούν τον επενδυτή να παίρνει ορθολογικές επενδυτικές αποφάσεις.

Παράλληλα τα τελευταία χρόνια φαίνεται οι επενδυτές να στρέφονται ολοένα και περισσότερο σε κοινωνικά υπεύθυνες επενδύσεις. Τα οφέλη που αποφέρουν οι κοινωνικά υπεύθυνες επενδύσεις είναι πολλαπλά για αυτό και η έννοια της εταιρικής κοινωνικής ευθύνης θεωρείται πολύ σημαντική για τις επιχειρήσεις. Ολοένα και περισσότερες εταιρίες ενσωματώνουν στρατηγικές ΕΚΕ αφού αυτές μπορεί να έχουν αντίκτυπο σε πολλές πτυχές της. Ειδικότερα παρατηρείται ότι η ΕΚΕ μπορεί να επηρεάσει θετικά την οικονομική επίδοση μιας εταιρίας, το κόστος χρηματοδότησής της, ενώ συγχρόνως μπορεί να επιδράσει θετικά και σε άλλα στοιχεία της, όπως είναι η εικόνα της και η φήμη της.

Η σημασία και η προσοχή που έχει λάβει η ΕΚΕ τα τελευταία χρόνια είχε ως αποτέλεσμα τη δημιουργία πολλών δεικτών που αξιολογούν τις εταιρείες ανάλογα με τις ESG(economic, social, governance) επιδόσεις τους. Ένας από τους πιο

γνωστούς δείκτες είναι και ο DJSI δείκτης όπου οι εταιρίες για να μπορέσουν να συμπεριληφθούν στο δείκτη αξιολογούνται μέσω κριτηρίων ESG και τελικώς επιλέγονται το 10% με τις καλύτερες επιδόσεις ESG σε κάθε κλάδο.

Στόχος της συγκεκριμένης διατριβής ήταν να ερευνηθεί σε βάθος η σχέση μεταξύ των βαθμών πιστοληπτικής ικανότητας και του δείκτη DJSI και κατά πόσο η ένταξη ή διαγραφή από αυτό το δείκτη βιωσιμότητας επιδρά στους βαθμούς πιστοληπτικής ικανότητας. Για το λόγο αυτό ως μεταβλητές ελέγχου χρησιμοποιούνται προσδιοριστικοί παράγοντες που επιδρούν στους βαθμούς πιστοληπτικής ικανότητας.

Ως προσδιοριστικοί παράγοντες που λαμβάνουν υπόψη οι οίκοι αξιολόγησης, χρησιμοποιήθηκαν τόσο οικονομικές-χρηματοοικονομικές μεταβλητές, όσο και μεταβλητές που αντικατοπτρίζουν το ESG performance των εταιριών. Ειδικότερα, χρησιμοποιήθηκαν οι μεταβλητές DJSI και RMN που αναφέρονται στο αν μια εταιρία ανήκει στο δείκτη ή όχι, και αν μια εταιρία παραμένει στο δείκτη ή όχι, αντίστοιχα. Οι δύο αυτές ψευδομεταβλητές (παίρνουν την τιμή 0 ή 1) αποτελούν καθρέφτη των επιδόσεων ESG των εταιριών και γενικότερα των στρατηγικών εταιρικής κοινωνικής ευθύνης.

Τρέχοντας το μοντέλο μας παρατηρήθηκε ότι οι μεταβλητές που είναι στατιστικά σημαντικές με τους βαθμούς πιστοληπτικής ικανότητας, είναι οι μεταβλητές **L_assets**, **ROE**, **Leverage**, **Net Income**, **Net Margin**. Αυτό που παρατηρείται είναι ότι τα πρόσημα είναι αντίθετα από αυτά που αναμέναμε. Ωστόσο, ούτε αυτό αποτελεί πρόβλημα, γιατί όπως αναφέρθηκε παραπάνω και αυτό οφείλεται ξεκάθαρα στη μετατροπή των ratings σε αριθμούς.

Οι υπόλοιπες μεταβλητές βγήκαν στατιστικά ασήμαντες για αυτό δεν συμπεριλήφθηκαν στο υπόδειγμα. Ιδιαίτερο ενδιαφέρον προκάλεσε η στατιστική σημαντικότητα των μεταβλητών **DJSI** και **RMN**. Ειδικότερα παρατηρήθηκε ότι και οι δύο μεταβλητές είναι στατιστικά ασήμαντες, κάτι που έρχεται ενάντια σε αυτό που αναμέναμε. Όπως είχε επισημανθεί και στην βιβλιογραφία, οι βαθμολογίες που λαμβάνουν οι εταιρίες για τις επιδόσεις EKE είναι στατιστικά σημαντικές και επηρεάζουν θετικά τους βαθμούς πιστοληπτικής ικανότητας. Συνεπώς αναμενόμενο ήταν και ο δείκτης DJSI που αποτελεί καθρέφτη των ESG επιδόσεων των εταιριών να είχε θετική επίδραση στους βαθμούς πιστοληπτικής ικανότητας.

Το αποτέλεσμα αυτό μας αποδεικνύει ότι οι οίκοι αξιολόγησης κατά την κατάρτιση των βαθμολογιών λαμβάνουν από μόνοι τους το ESG performance των εταιριών και συνεπώς δεν επηρεάζονται από τις πληροφορίες που δίνει ο δείκτης

DJSI, κάτι που σημαίνει ότι ο δείκτης DJSI δεν προσφέρει επιπλέον πληροφόρηση για τους οίκους αξιολόγησης. Επίσης ίσως και το αποτέλεσμα να οφείλεται στη κατασκευή των δύο αυτών μεταβλητών. Όπως αναφέραμε και προηγουμένως, και οι δύο αποτελούν ψευδομεταβλητές.

Ολοκληρώνοντας, ο προβληματισμός που υπήρξε για τις συγκεκριμένες μεταβλητές μπορεί να αποτελέσει αντικείμενο μελλοντικής μελέτης. Η αντικατάσταση των δύο αυτών ψευδομεταβλητών με μεταβλητές που παίρνουν κανονικές τιμές, και όχι 0 ή 1, ίσως να καθιστούσε τις συγκεκριμένες μεταβλητές στατιστικά σημαντικές.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

Πίνακας 5.3: Αποτελέσματα μέσω της χρήσης του E-VIEWS

Method: Panel Least Squares
Date: 01/16/17 Time: 16:39
Sample: 2003 2010
Periods included: 8
Cross-sections included: 877
Total panel (unbalanced) observations: 4439

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	15.99905	1.124537	14.22723	0.0000
L_ASSETS	-0.417952	0.060431	-6.916194	0.0000
LEVERAGE	5.62E-05	2.52E-05	2.230190	0.0258
NET_INCOME	-1.46E-10	5.18E-11	-2.820468	0.0048
NET_MARGIN	-0.000183	6.19E-05	-2.962151	0.0031
RETURN_ON_EQUITY	-0.000167	8.90E-05	-1.873386	0.0611

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)
Period fixed (dummy variables)

R-squared	0.930661	Mean dependent var	8.211534
Adjusted R-squared	0.913317	S.D. dependent var	2.789779
S.E. of regression	0.821367	Akaike info criterion	2.621366
Sum squared resid	2394.986	Schwarz criterion	3.902732
Log likelihood	-4929.122	Hannan-Quinn criter.	3.073182
F-statistic	53.65758	Durbin-Watson stat	0.935733
Prob(F-statistic)	0.000000		

	EBIT_TOT_I...	L_ASSET
EBIT_TOT_I...	1.000000	0.024117
L_ASSETS	0.024117	1.000000
NET_INCOM...	0.002044	0.303899
NET_MARGIN	-0.000526	-0.04483
RETURN_O...	-0.000183	-0.07851
TOTAL_DEB...	-0.008309	0.07330
DJSI	-0.015065	-0.06193

Πίνακας 5.4: Μήτρα συσχέτισης των μεταβλητών

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Επιστημονικά άρθρα

1. Amato, and Furfine (2004). "Are credit ratings procyclical?", Journal of Banking & Finance 28, pp. 2641–2677
2. Antzoulatos and Syrmos (2016). 'The valuation benefits of inclusion in the Dow Jones Sustainability Index', mimeo
3. Attig, El Ghouli and Guedhami(2013). "Corporate Social Responsibility and Credit Ratings"
4. Bauer and Hann (2010). "Corporate Environmental Management and Credit Risk"
5. Belghitar, Yacine, Clark and Deshmukh (2014). "Does it pay to be ethical? Evidence from the FTSE4Good", Journal of Banking and Finance 47, 54 – 62

6. Blume, Lim, MacKinlay (1998). "The declining credit quality of US corporate debt: Myth or reality?", *Journal of Finance* 53, pp. 1389–1413.
7. Cantor and Packer, *Quarterly Review*, Federal Reserve Bank of New York, Vol. 19, Summer-Fall 1994, pp. 1 – 26. "The Credit Rating Industry"
8. Cheng, Beiting, Ioannou and Serafeim (2013). "Corporate social responsibility and access to finance", *Strategic Management Journal* 35, 1 – 23
9. Fowler, Stephen J. and Hope (2007). "A critical review of sustainable business indices"
10. Giuli, Alberta and Kostovetsky (2014). "Are red or blue companies more likely to green?: Politics and corporate social responsibility", *Journal of Financial Economics* 111, 158 – 180.
11. Hawn, Chatterji & Mitchell (2016). "How Do Financial Markets Value Corporate Social Responsibility? Investor Perceptions of Additions and Deletions by the Dow Jones Sustainability Index"
12. Hong, Harrison and Kacperczyk (2009). "The price of sin: the effects of social norms on markets"
13. Khan, Mozaffar, Serafeim and Yoon (2015). "Corporate sustainability: first evidence on materiality"
14. López, Garcia, Rodriguez(2007). "Sustainable Development and Corporate Performance: A Study Based on the Dow Jones Sustainability Index"
15. Lourenço, Costa, Branco, Curto and Eugénio (2012). "How does the market value corporate sustainability performance?"
16. RobecoSAM (2014). "Measuring intangibles – RobecoSAM's corporate sustainability assessment methodology"
17. Robinson, Michael, Kleffner and Bertels(2011). "Signaling sustainability leadership: Empirical evidence of the value of DJSI membership"
18. Roland, Scholz & Michalik (2008). Incorporating sustainability criteria into credit risk management
19. White(2010). "The Credit Rating Agencies"
20. Wu, Wen and Shen (2013). "Corporate social responsibility in the banking industry: motives and financial performance"

Chapter 8 in The Economics of Money, Banking, and Financial Markets (Mishkin)

Σημειώσεις

Άγγελος Α. Αντζουλάτος