



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

UNIVERSITY OF PIRAEUS

Τμήμα Χρηματοοικονομικής και Τραπεζικής Διοικητικής
ΠΜΣ «Χρηματοοικονομική και Τραπεζική»
με κατεύθυνση στη «Χρηματοοικονομική και Τραπεζική Διοικητική»

Διπλωματική Εργασία

Οι βαθμοί πιστοληπτικής ικανότητας επηρεάζονται από τις επιδόσεις σε εταιρική και κοινωνική ευθύνη;

Τριμελής Επιτροπή:

Καθηγητής Α. Αντζουλάτος (Επιβλέπων καθηγητής)

Καθηγητής Γ. Σκιαδόπουλος

Καθηγητής Γ. Χαρδούβελης

Μεταπτυχιακός Φοιτητής:

Καραμπίλας Νικόλαος (Α.Μ: ΜΧΡΗ1521)

Μάρτιος 2017, Πειραιάς

Περίληψη

Η παρούσα διπλωματική διατριβή έρχεται να εξετάσει εάν οι επιδόσεις στις τρεις διαστάσεις (πυλώνες) του περιβάλλοντος, της κοινωνίας και της εταιρικής διακυβέρνησης, που συνθέτουν την Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη, αποτελούν προσδιοριστικό παράγοντα για τους βαθμούς πιστοληπτικής ικανότητας των επιχειρήσεων.

Η ανάλυση ξεκινά με μια ανασκόπηση της σημασίας της πληροφόρησης και του προβλήματος της ασύμμετρης πληροφόρησης στο δανεισμό, που οι οίκοι αξιολόγησης καλούνται να αντιμετωπίσουν με τη δημιουργία των βαθμών πιστοληπτικής ικανότητας, εξετάζοντας παράλληλα τους προσδιοριστικούς παράγοντες των βαθμών αυτών. Στη συνέχεια, ερευνάται η βιβλιογραφία που μελετά τη σχέση της υιοθέτησης βιώσιμων πρακτικών από μια επιχείρηση, είτε αυτή αποδεικνύεται ως μια συνολική βαθμολογία ΕΚΕ, είτε μέσω της συμμετοχής της εταιρίας σε κάποιο δείκτη βιωσιμότητας, με τις χρηματοοικονομικές της επιδόσεις. Η ανασκόπηση αυτή κλείνει εστιάζοντας στη σύνδεση της εταιρικής κοινωνικής υπευθυνότητας, με τον πιστωτικό κίνδυνο και την ασύμμετρη πληροφόρηση.

Τα αποτελέσματα της εμπειρικής μελέτης της εργασίας, δυστυχώς δεν επαρκούν για να οδηγηθούμε σε κάποιο ασφαλές συμπέρασμα αναφορικά με τη σχέση που συνδέει μεμονωμένα τους πυλώνες της Εταιρικής Κοινωνικής Ευθύνης με τους βαθμούς πιστοληπτικής ικανότητας. Λόγοι για αυτό είναι πιθανότατα οι δειγματοληπτικοί περιορισμοί στη συγκέντρωση των διαθέσιμων στοιχείων, που οδήγησαν στην κατασκευή ενός μικρού σχετικά δείγματος, με όχι σημαντικό αριθμό παρατηρήσεων.

Λέξεις κλειδιά: Βαθμοί Πιστοληπτικής Ικανότητας, Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη, Περιβάλλον, Κοινωνία, Εταιρική Διακυβέρνηση.

Abstract

This master thesis aims to examine whether corporate performance on the three dimensions ('pillars') of CSR, (i.e. environmental, social and corporate governance) is an important determinant of corporate credit ratings.

This research begins with a review of the importance of information in lending and the asymmetric information problem that rating agencies attempt to eliminate by assigning credit ratings. After referring to the determinants that these ratings are based on the literature deals with the relation between corporate financial performance and sustainability of a company, whether this is measured by a cumulative ESG score, or as proxied by company's membership on a recognized sustainability index. The literature review concludes by pointing the connection among ESG, credit risk and information asymmetry.

The empirical results unfortunately are not sufficient to extract safe conclusions about the relationship between the three pillars of ESG and credit ratings. Possible reasons behind this are probably sampling constraints and the lack of an appropriate large dataset, that led to a rather small sample which could not ensure statistically important results.

Keywords: Credit Ratings, ESG (Environmental, Social, Governance) performance, CSR, (Corporate Social Responsibility), Corporate Sustainability

Περιεχόμενα

Περίληψη	2
Abstract	3
Εισαγωγή.....	5
1. Ο ρόλος της πληροφόρησης	8
2. Οίκοι αξιολόγησης και βαθμοί πιστοληπτικής ικανότητας	13
2.1 Βαθμοί πιστοληπτικής ικανότητας – Γενικά	13
2.2 Προσδιοριστικοί παράγοντες των βαθμών πιστοληπτικής ικανότητας.....	18
3. Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη	25
3.1 Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη και χρηματοοικονομικές επιδόσεις.....	25
3.1.1 Μέτρηση επιδόσεων Βιωσιμότητας (ESG).....	28
3.1.2 Συμμετοχή σε δείκτες Βιωσιμότητας (Sustainable Indices).....	36
3.2 Μέτρηση – Η βάση δεδομένων Thomson Reuters ASSET4	46
4. Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη και πιστωτικός κίνδυνος.....	49
5. Εμπειρική μελέτη	54
5.1 Δεδομένα	54
5.1.1 Βαθμοί Πιστοληπτικής Ικανότητας	56
5.1.2 Δυνητικές επεξηγηματικές μεταβλητές	56
5.2 Οικονομετρική τεχνική.....	60
5.3 Αποτελέσματα.....	61
6. Συμπεράσματα και προτάσεις	64
Παραρτήματα – Πίνακες	69

Εισαγωγή

Το όλο χρηματοπιστωτικό σύστημα, με πρωταρχικό λόγο ύπαρξης την προαγωγή της οικονομικής αποτελεσματικότητας και την προάσπιση της κοινωνικής ευημερίας, ουσιαστικά υπάρχει και είναι δομημένο με τρόπο τέτοιο, ώστε να διευκολύνει την μετατροπή των αποταμιεύσεων σε επενδύσεις. Να διοχετεύει δηλαδή αποδοτικά κεφάλαια από τις πλεονασματικές στις ελλειμματικές μονάδες μιας κοινωνίας. Στόχος ο οποίος από μόνος του είναι αρκετά απαιτητικός και δύσκολα επιτεύξιμος και που αναδεικνύει στην πράξη την τεράστια σημασία που έχει η πληροφόρηση, τόσο για τις ίδιες τις χρηματοδοτήσεις, όσο και μέσω αυτών, για το συνολικό οικονομικό οικοδόμημα.

Σημασία τόσο μεγάλη, που η έλλειψη πλήρους, έγκυρης και έγκαιρης πληροφόρησης, μπορεί να έχει πολλές και αρκετά δυσμενείς συνέπειες, με κύρια τον περιορισμό των χορηγήσεων κεφαλαίων. Μία συνέπεια που οδηγεί σε υπολειτουργία και αποτυχία της αγοράς, λιγότερες επενδύσεις και περιορισμένη ανάπτυξη, καθώς και συνολική επιβάρυνση του κοινωνικού συνόλου.

Το παραπάνω, είναι γνωστό ως το πρόβλημα της ασύμμετρης πληροφόρησης. Κατάσταση κατά την οποία ένας εκ των αντισυμβαλλόμενων σε μια χρηματοδοτική συμφωνία κατέχει καλύτερη και πληρέστερη πληροφόρηση από τον άλλο. Το πρόβλημα αυτό, αφενός για τις άμεσες, και αφετέρου για τις έμμεσες μορφές δανεισμού, αναλύεται στα επιμέρους προβλήματα της δυσμενούς επιλογής (adverse selection) και του ηθικού κινδύνου (moral hazard). Προβλήματα που με τη σειρά τους αφορούν από τη μία τη δυσκολία επιλογής αξιόπιστων και φερέγγυων υποψηφίων για τη χορήγηση κεφαλαίων από τους δανειοδότες ή πιστωτές, που προηγείται της σύμβασης, και από την άλλη, την έλλειψη πλήρους γνώσης για την ορθή και παράλληλη με τα συμφωνηθέντα χρήση των δανειζόμενων κεφαλαίων, που έπεται της συμφωνίας αντίστοιχα.

Στα προβλήματα αυτά πληροφόρησης έρχονται να δώσουν λύση οι οίκοι αξιολόγησης. Έτσι, με την ιδιωτική παραγωγή πληροφορίας, σχετικής με τον πιστωτικό κίνδυνο που αντιμετωπίζει ο εκάστοτε εκδότης χρέους ή υποψήφιος δανεισμού, εκδίδουν σε μορφή κατάταξης, εταιρικές αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας. Οι βαθμοί αυτοί πιστοληπτικής ικανότητας έχουν αναδειχθεί διαχρονικά σε βασικό εργαλείο ολόκληρης της χρηματοοικονομικής κοινότητας, κάτι που έχει εγείρει έντονη κριτική για την εγκυρότητα και την αξία της πληροφορίας που περιέχουν, αλλά και συνολικά για την αποδοχή και εκτίμηση που απολαμβάνουν οι οίκοι που τους δημιουργούν.

Στο πλαίσιο αυτό που αφορά το πληροφοριακό περιεχόμενο των βαθμών πιστοληπτικής ικανότητας αναπτύσσεται και η συγκεκριμένη διπλωματική εργασία. Ακολουθώντας τα προτεινόμενα από τη σχετική επιστημονική έρευνα, χαρακτηριστικά που μελετώνται και υπολογίζονται για την απόδοση των βαθμών πιστοληπτικής ικανότητας, καλείται να ελέγξει εάν

ένα άλλο αντικείμενο, αυτό της Εταιρικής Κοινωνικής Ευθύνης αποτελεί επιπλέον προσδιοριστικό παράγοντα των βαθμών αυτών.

Ο όρος της Εταιρικής Κοινωνικής Ευθύνης, ή Επιχειρηματικής Βιωσιμότητας αναφέρεται στο σύνολο των πρακτικών εκείνων, τις οποίες μια επιχείρηση υιοθετεί εθελοντικά, ώστε να ανταποκριθεί καλύτερα σε ανησυχίες περιβαλλοντικού, κοινωνικού και αμιγώς οικονομικού χαρακτήρα, τόσο στη λειτουργία της, όσο και στις ευρύτερες σχέσεις της με τις ομάδες ενδιαφέροντος με τις οποίες αλληλεπιδρά. Τον όρο συνθέτουν οι τρεις διαστάσεις του περιβάλλοντος, της κοινωνίας και της εταιρικής διακυβέρνησης, η σύνδεσή των οποίων με τους βαθμούς πιστοληπτικής ικανότητας, θα μελετηθεί και στην εργασία αυτή.

Η θεμελίωση της ανά χείρας εργασίας πλαισιώνεται και ενισχύεται από την έρευνα της σχετικής με το αντικείμενο βιβλιογραφίας, η οποία συνδέει την εταιρική υπευθυνότητα με τις χρηματοοικονομικές επιδόσεις μιας επιχείρησης αρχικά, και κυρίως με το ύψος του πιστωτικού κινδύνου που η εκάστοτε επιχείρηση αντιμετωπίζει. Με την ανασκόπηση αυτή, προκύπτει η παρατήρηση πως μια εταιρία δεν είναι αρκετό να χαρακτηρίζεται απλά ως κοινωνικά υπεύθυνη, με την ευρεία έννοια του όρου, αλλά πρέπει να ακολουθεί και να εντάσσει στη λειτουργία της συγκεκριμένες, ουσιώδεις ανά κλάδο στρατηγικές βιωσιμότητας.

Αναλυτικότερα, αυτό διαφαίνεται μέσα από τη μελέτη ερευνών οι οποίες μετρώντας τις εταιρικές επιδόσεις σε ουσιώδεις τομείς της Εταιρικής Κοινωνικής Ευθύνης, ανάλογα με τον κλάδο και τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά που η κάθε υπό εξέταση επιχείρηση εμφανίζει, αναδεικνύουν υψηλή, θετική σχέση των επιδόσεων αυτών με τις ίδιες τις εταιρικές χρηματοοικονομικές επιδόσεις. Κάτι που έρχεται σε αντίθεση, με τα αντικρουόμενα συμπεράσματα της βιβλιογραφίας που εξετάζει τη βιωσιμότητα ως κάτι το συνολικό και ενιαίο.

Στο ίδιο συμπέρασμα της θετικής συσχέτισης μεταξύ χρηματοοικονομικών επιδόσεων και υψηλής εταιρικής και κοινωνικής υπευθυνότητας από επιχειρήσεις που επιδίδονται σε συγκεκριμένες πτυχές της, καταλήγουν και επιστημονικά άρθρα που εκφράζουν τη στοχευόμενη αυτή επίδοση μέσω της συμμετοχής των εταιριών σε κάποιο δείκτη βιωσιμότητας. Δείκτες οι οποίοι στη σύνθεσή τους λαμβάνουν υπ' όψιν τα διαφορετικά χαρακτηριστικά της κάθε εξεταζόμενης προς ένταξη επιχείρησης και σταθμίζουν με διαφορετική βαρύτητα τις διαστάσεις της Επιχειρηματικής Βιωσιμότητας, με βάση τα χαρακτηριστικά αυτά.

Εστιάζοντας, η βιβλιογραφική ανασκόπηση στρέφεται περισσότερο προς την κατεύθυνση του ερωτήματος που η εργασία καλείται να απαντήσει, και εξετάζεται έτσι η σύνδεση της επίδοσης στην Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη με τον πιστωτικό κίνδυνο και κατ' επέκταση με τους βαθμούς πιστοληπτικής ικανότητας. Πάλι, αναδεικνύεται μια σχέση, τόσο με την ανάληψη μικρότερου πιστωτικού κινδύνου, όσο και με την απόδοση υψηλότερων βαθμών πιστοληπτικής ικανότητας.

Έχοντας ως υπόβαθρο τα παραπάνω, διαμορφώνεται και το ερώτημα της διπλωματικής αυτής εργασίας. Για την εξέτασή του χρησιμοποιούνται οι αμερικανικές επιχειρήσεις των κλάδων χημικών και ενέργειας για μια περίοδο δεκαεσσάρων ετών για τα οποία υπήρχαν διαθέσιμες βαθμολογίες των εταιρικών επιδόσεων στις διαστάσεις του περιβάλλοντος, της κοινωνίας και της εταιρικής διακυβέρνησης από τη βάση δεδομένων της Thomson Reuters ASSET4. Οι δύο προαναφερθέντες κλάδοι επιλέγονται ενδεικτικά λόγω της φύσης των δραστηριοτήτων τους, που στην κοινή γνώμη είναι συνυφασμένες με περισσότερους και πιο έντονους κινδύνους σχετικούς με το περιβάλλον και την κοινωνική ευθύνη, κάτι που αναμένεται να δίνει και μεγαλύτερη προβλεπτική ικανότητα στην έρευνα σχετικά με τη σύνδεση των πρακτικών βιωσιμότητας και των βαθμών πιστοληπτικής ικανότητας.

Τα δεδομένα που χρησιμοποιούνται για την εξέταση του ερωτήματος αυτού και για τους δύο κλάδους της έρευνας, αποτελούνται πέρα από τις μετρήσεις που είναι σχετικές με τους πυλώνες της Εταιρικής Κοινωνικής Ευθύνης, και από μεταβλητές σχετικές με τους βαθμούς πιστοληπτικής ικανότητας. Εκτός δηλαδή από τους ίδιους τους βαθμούς της Standard & Poor's για την πιστοληπτική ικανότητα των εταιριών του δείγματος, συγκεντρώνονται και μετρήσεις που έχουν αναδειχθεί από τη βιβλιογραφία ως ουσιώδεις για την απόδοση των βαθμών αυτών και αποτελούνται από διάφορες εκφάνσεις του επιχειρηματικού και χρηματοοικονομικού κινδύνου.

Τα αποτελέσματα της μεθόδου ελαχίστων τετραγώνων σε δεδομένα με τη μορφή panel που χρησιμοποιήθηκε, δυστυχώς δεν επαρκούν για την εξαγωγή ασφαλών συμπερασμάτων. Πέρα από την εμφάνιση της αναμενόμενης σχέσης μεταξύ της βαθμολογίας για τη διάσταση της κοινωνικής επίδοσης και της εξαρτημένης, δεν αναδεικνύουν την ύπαρξη στατιστικά σημαντικής σχέσης μεταξύ των υπό εξέταση επιπλέον προσδιοριστικών μεταβλητών και των βαθμών πιστοληπτικής ικανότητας.

Πρώτος πιθανός λόγος για αυτό μπορεί να είναι πως οι τρεις επιπλέον πιθανές μεταβλητές του υποδείγματος δεν προσδίδουν κάποια επιπλέον πληροφορία από όσες χρησιμοποιούνται από τους οίκους αξιολόγησης για την απόδοση των βαθμών πιστοληπτικής ικανότητας. Εναλλακτικά, εξήγηση σε αυτό μπορεί να δίνει το γεγονός της ύπαρξης περιορισμένης πρόσβασης σε στοιχεία από τις διαθέσιμες βάσεις δεδομένων, που πιθανόν οδήγησε σε μη στατιστικά σημαντικά αποτελέσματα.

1. Ο ρόλος της πληροφόρησης

Ο ρόλος της πληροφορίας στη σύγχρονη κοινωνία, και πιο συγκεκριμένα η επίδραση των προβλημάτων που προκύπτουν από την έλλειψή της σε έναν από τους βασικότερους πυλώνες της, αυτόν της οικονομίας, διαφαίνεται ξεκάθαρα, μέσα από τον μεγάλο βαθμό κατά τον οποίο επηρεάζεται το χρηματοοικονομικό σύστημα παγκοσμίως από αυτήν.

Το χρηματοπιστωτικό σύστημα, αποτελούμενο από ιδρύματα όπως τράπεζες, ασφαλιστικές εταιρίες ή κεφαλαιαγορές, εν ολίγοις υπάρχει για να προάγει την οικονομική αποτελεσματικότητα σε μια κοινωνία. Στο να διευκολύνει την αποδοτική και αποτελεσματική μεταφορά των αποταμιεύσεων των πολιτών σε φερέγγυους και αξιόπιστους επενδυτές, με απώτερο σκοπό τη στήριξη μιας υγιούς και εύρωστης οικονομίας.

Η σημασία της πληροφορίας λοιπόν, θα προκύψει μέσα από την ανάπτυξη κάποιων παρατηρήσεων αναφορικά με τη δομή και λειτουργία του χρηματοοικονομικού συστήματος. Οδηγούς στην ανάλυση αυτή θα αποτελέσουν, αφενός το βιβλίο: “The Economics of Money, Banking, and Financial Markets” του Frederic S. Mishkin, και αφετέρου οι σημειώσεις πάνω στην Τραπεζική του καθηγητή Αντζουλάτου Α. Άγγελου.

Η πρώτη ομάδα παρατηρήσεων συνοψίζεται στη διαχρονική προτίμηση των δανειοληπτών σε έμμεσες μορφές δανεισμού, με τη βοήθεια χρηματοοικονομικών διαμεσολαβητών όπως είναι οι τράπεζες, έναντι άμεσων μορφών δανεισμού μέσω των χρηματοοικονομικών αγορών, όπου χρησιμοποιούνται εμπορεύσιμα χρεόγραφα, όπως ομολογίες και κυρίως οι μετοχές. Η προτίμηση αυτή εν μέρει ερμηνεύεται από την επίδραση που έχουν τα κόστη συναλλαγών (transaction costs), η ύπαρξη των οποίων αποτρέπει σε μεγάλο βαθμό τη συμμετοχή, μικρών κυρίως, επενδυτών και αποταμιευτών από τις χρηματοοικονομικές αγορές.

Οι λόγοι στροφής του κοινού στον έμμεσο δανεισμό γίνονται σαφείς μέσω του γεγονότος πως η ύπαρξη και ανάπτυξη των χρηματοοικονομικών διαμεσολαβητών έχει βοηθήσει στην αισθητή μείωση αυτού του κόστους, και στην περεταίρω απελευθέρωση ρευστότητας για τους επενδυτές. Μέσω της καλύτερης τεχνογνωσίας και μεγαλύτερης εμπειρίας τους, γίνεται καλύτερη διαχείριση αυτού του κόστους με αποτέλεσμα τη μείωσή του. Με την ανάπτυξη των οικονομιών κλίμακας στις χρηματοοικονομικές αγορές, μειώνουν το μέσο μακροχρόνιο κόστος των συναλλαγών για τους επενδυτές ατομικά, αυξάνοντας τα συνολικά κεφάλαια που συναλλάσσονται, με το να σχηματίζουν κοινά χαρτοφυλάκια από πολλούς διαφορετικούς επενδυτές, όπως συμβαίνει και στα Αμοιβαία Κεφάλαια. Επιπλέον όφελος αυτής της σύνθεσης κοινών και μεγαλύτερων χαρτοφυλακίων, είναι η καλύτερη διαφοροποίηση τους, και ο μικρότερος κίνδυνος που αυτά αντιμετωπίζουν.

Οι υπόλοιπες παρατηρήσεις αφορούν το ότι οι χρηματοοικονομικές αγορές βρίσκονται κάτω από αυστηρή κρατική εποπτεία και στο ότι είναι δύσκολα προσβάσιμες από μικρές εταιρίες και νοικοκυριά, που για το λόγο

αυτό προτιμούν τη σύναψη δανειακών συμβάσεων ή την έκδοση χρέους για την άντληση κεφαλαίων, μέσα που όμως χαρακτηρίζονται από μεγάλη πολυπλοκότητα, πολλούς περιορισμούς και την κατά κόρων χρήση υποθηκών και ενεχύρων.

Για την κατανόηση των θεμάτων αυτών η ανάλυση θα στραφεί στον προαναφερθέντα ρόλο της πληροφορίας στο δανεισμό, και στα κόστη που αυτή συνεπάγεται, και πιο συγκεκριμένα στην ασύμμετρη πληροφόρηση στις χρηματοδοτήσεις. Κατάσταση κατά την οποία ένας εκ των αντισυμβαλλόμενων σε μια χρηματοδοτική συμφωνία κατέχει καλύτερη και πληρέστερη πληροφόρηση, και κυρίως στα προβλήματα που πηγάζουν από αυτή, δηλαδή εκείνα της δυσμενούς επιλογής (adverse selection), και του ηθικού κινδύνου (moral hazard).

Απ' τη σκοπιά των δανειοδοτήσεων, η δυσμενής επιλογή είναι πρόβλημα που προηγείται της συναλλαγής. Οι δανειοδότες, μη έχοντας πάντα, αξιόπιστη και έγκαιρη πληροφορία για την πιστοληπτική ικανότητα των υποψήφιων δανειοληπτών, δυσκολεύονται να επιλέξουν πελάτες και απαιτούμενο από αυτούς επιτόκιο δανεισμού, με αποτέλεσμα, μεγάλη πιθανότητα χρηματοδότησης πιο επικίνδυνων πελατών, οι οποίοι αποζητούν περισσότερο τη δανειοδότηση, και μάλιστα με ένα συγκριτικά μικρότερο για εκείνους, κοινό για επικίνδυνους και μη, μέσο επιτόκιο δανεισμού. Επιτόκιο που όμως είναι υψηλότερο για τους δεύτερους οι οποίοι, ίσως για το λόγο αυτό, απέχουν. Από την άλλη ο ηθικός κίνδυνος έπεται της συμφωνίας και αφορά στις επενδυτικές δραστηριότητες του δανειολήπτη μετά την απόκτηση του δανείου, που ανάλογα με την επικινδυνότητά τους ίσως καταστήσουν λιγότερο πιθανή την αποπληρωμή του.

Και στις δύο περιπτώσεις ο κίνδυνος να δανείσουν κεφάλαια που ίσως δεν ανακτήσουν, ίσως αποτρέψει τους χρηματοδότες από τη χορήγηση δανείων γενικότερα, ακόμα και σε αξιόπιστους δανειζόμενους, οι οποίοι όμως είναι πλέον λιγότερο διατεθειμένοι να δανειστούν, αφήνοντας στη θέση τους περισσότερους επίφοβους υποψήφιους. Οι παραπάνω λόγοι προκαλούν υπολειτουργία και αποτυχία της αγοράς, περιορισμό των επενδύσεων και της κοινωνικής ανάπτυξης, και συνολική επιβάρυνση της κοινωνίας.

Ανάλογο πρόβλημα δυσμενούς επιλογής υπάρχει και στις άμεσες μορφές δανεισμού. Οι επενδυτές, μη έχοντας ολοκληρωμένη και αξιόπιστη πληροφόρηση για τις εκδότριες εταιρίες μετοχών ή ομολογιών, αναφορικά με την επικινδυνότητά τους και την αναμενόμενη απόδοση των χρεογράφων τους, είναι διατεθειμένοι να πληρώσουν μόνο μια μέση τιμή για τους εν λόγω τίτλους, μεγαλύτερη μεν απ' την εύλογη αξία των τίτλων των "κακών" εταιριών, μικρότερη και ασύμφορη δε για τις χαμηλού κινδύνου και αναλογικά υψηλότερων αποδόσεων εταιρίες, κάνοντάς τις δεύτερες να απέχουν της χρηματαγοράς ή κεφαλαιαγοράς. Έτσι στις αγορές αυτές, καταλήγουν να διαπραγματεύονται αισθητά λιγότερες και κατά βάση επικίνδυνες εταιρίες, που αποφεύγονται από τους ορθολογικούς επενδυτές, λιγότερες πράξεις λαμβάνουν χώρα, και εν τέλει οι αγορές γίνονται αναποτελεσματικές,

αδυνατώντας να μεταφέρουν κεφάλαια από την αποταμίευση στην επένδυση, λόγω της ασύμμετρης πληροφόρησης, και υπολείπονται της προτίμησης του κοινού.

Αντίστοιχα, αναφορικά με το πρόβλημα του ηθικού κινδύνου στις αγορές χρήματος και αρχικά στις αγορές μετοχών, πρόκειται για τον κίνδυνο της απόκρυψης ή παραποίησης στοιχείων προς τους μετόχους από τη διοίκηση, σχετικά με δραστηριότητες και ενέργειες της εταιρίας που δεν συνάδουν με την κερδοφορία της επιχείρησης, με τη μεγιστοποίηση δηλαδή του πλούτου των ιδιοκτητών, αλλά αποσκοπούν στην αύξηση του προσωπικού κέρδους των διοικούντων.

Ο κίνδυνος αυτός στερείται σημασίας στις αγορές ομολογιών, αφού οι ομολογίες είναι στην ουσία σταθερές εισροές προς τους ομολογιούχους, οι οποίοι εφόσον οι ροές αυτές πραγματοποιούνται, αδιαφορούν για το ακριβές και ειλικρινές ποσό του κέρδους και την πληρότητα των πληροφοριών που το αφορούν, αντίθετα με τους δικαιούχους μετοχικών μερισμάτων, τα οποία είναι ποσοστιαίες πληρωμές επί του κέρδους αυτού, και το ύψος του επηρεάζει το μέγεθός τους. Εδώ, το πρόβλημα του ηθικού κινδύνου έγκειται στην απόκρυψη πληροφοριών από την εταιρία προς τους ομολογιούχους. Πληροφορίες οι οποίες αφορούν επικινδυνότερες ενέργειες από ότι αυτοί θα ενέκριναν και ίσως διακινδυνεύουν την καταβολή του ποσού που αναμένουν.

Οι λόγοι που προκαλούν όξυνση των προβλημάτων της ασύμμετρης πληροφόρησης, περιορισμό στις χρηματοδοτήσεις, χρηματοοικονομικές κρίσεις και γενικότερη κοινωνική δυσπραγία, χωρίζονται σε πέντε κατηγορίες. Πρώτη αιτία είναι οι αυξήσεις των επιτοκίων που αφενός αποτρέπουν τους αξιόπιστους αιτούντες από το δανεισμό και αφετέρου αυξάνουν τις πληρωμές τόκων και γενικά τα έξοδα των δανειζόμενων, μειώνουν τη ρευστότητά τους και κάνουν πιο επικίνδυνη την αποπληρωμή των δανείων τους.

Δεύτερο αίτιο αποτελεί η αβεβαιότητα στις χρηματαγορές, που επιβαρύνει τη δυσμενή επιλογή και οδηγεί και αυτή σε ελάττωση των χρηματοδοτήσεων. Τρίτος λόγος η πτώση του επιπέδου των τιμών, που μπορεί να προκληθεί από παράγοντες όπως την πτώση του χρηματιστηρίου ή την υποτίμηση του εγχώριου νομίσματος. Έτσι προκαλείται μείωση της αξίας της καθαρής θέσης των εταιριών, μείωση έτσι των δεσμευόμενων ενεχύρων και δυσκολία επιλογής για τους δανειοδότες (δυσμενής επιλογή), αλλά και αύξηση των κινήτρων για πιο επικίνδυνες επενδύσεις (ηθικός κίνδυνος), και εν τέλει αύξηση του κινδύνου για τους δανειστές και περιορισμό των χορηγήσεων.

Τέταρτον, προβλήματα στον τραπεζικό τομέα, προκαλούν μείωση στην παραγόμενη από τις τράπεζες πληροφορία, δυσκολότερη επιλογή, λιγότερες και ακριβότερες δανειοδοτήσεις. Τέλος, σημαντικό ρόλο στη μεγέθυνση των προβλημάτων της ασύμμετρης πληροφόρησης και άρα στην προβληματική μεταφορά πόρων από τις πλεονασματικές στις ελλειμματικές μονάδες, παίζουν και τα δημοσιονομικά προβλήματα που μπορεί να αντιμετωπίζει μια χώρα, με την πιθανότητα για πτώχευση του δημόσιου χρέους και την

υποτίμηση των κρατικών ομολόγων, να οξύνουν τα προβλήματα της δυσμενούς επιλογής και του ηθικού κινδύνου.

Περνώντας στην αντιμετώπιση των παραπάνω, αρχικά, λύση στο πρόβλημα της δυσμενούς επιλογής στον άμεσο δανεισμό, δίνει μερικώς η ιδιωτική παραγωγή πληροφορίας σχετικής με την ποιότητα και τις προοπτικές των εκδοτριών, από εταιρίες όπως οι οίκοι αξιολόγησης. Έτσι οι επενδυτές, αγοραστές της πληροφορίας αυτής, θα μπορούσαν να επωφεληθούν από την αγορά υποτιμημένων τίτλων αξιόπιστων εταιριών, κάτι που όμως θα προέτρεπε άλλους επενδυτές, χωρίς την αγορασμένη αυτή πληροφορία, να τους μιμηθούν, οδηγώντας μέσω arbitrage την τιμή των τίτλων αυτών στην εύλογη αξία τους, μηδενίζοντας το περιθώριο κέρδους και κάνοντας, ουσιαστικά ασύμφορη την ίδια την αγορά της πληροφορίας και περιορίζοντας την παραγωγή της.

Συνδυαστικά, θα βοηθούσε η θεσμική παρέμβαση των Αρχών στις αγορές αξιογράφων, αρχικά με στόχο, οι ίδιες οι εκδότριες να κοινοποιούν πληροφορίες που τις αφορούν κάτι που όμως ενέχει τον κίνδυνο δημοσίευσης ψευδών ή και ελλιπών στοιχείων και οδηγεί στην πρότερη παρατήρηση της τεράστιας κρατικής εποπτείας των αγορών αυτών, και επιπρόσθετα, στην επιβολή ποινών στην περίπτωση ανειλικρίνειας.

Στην περαιτέρω μείωση του προβλήματος της δυσμενούς επιλογής βοηθά η ύπαρξη και λειτουργία των χρηματοοικονομικών διαμεσολαβητών. Μέσω της εμπειρίας και τεχνογνωσίας τους, παρέχουν πιο αξιόπιστες πληροφορίες από αυτές των αιτούντων το δανεισμό, αποφεύγοντας παράλληλα το πρόβλημα του παρασιτισμού, λόγω της ιδιωτικής φύσης των συναλλαγών που συνάπτουν, όπως συμβαίνει και στην περίπτωση των τραπεζών με τη σύναψη ιδιωτικών και άγνωστων στο ευρύ κοινό συμφωνιών για τη χορήγηση δανείων.

Τέλος, σημαντικό ρόλο στον περιορισμό των επιπτώσεων της δυσμενούς επιλογής στις άμεσες μορφές δανεισμού, παίζει η πρόβλεψη εγγυήσεων από την πλευρά του δανειστή σε περίπτωση αδυναμίας επιστροφής των χρημάτων του, είτε με τη μορφή ενεχύρων, είτε με τη δέσμευση μέρους της καθαρής θέσης της δανειζόμενης εταιρίας, κάτι που τον αποζημιώνει και μειώνει τον κίνδυνο της ασύμμετρης πληροφόρησης, επιτρέποντας την ευκολότερη χρηματοδότηση αυτών που τη χρειάζονται.

Παρόμοιοι είναι και οι τρόποι αντιμετώπισης του ηθικού κινδύνου στις αγορές μετοχών. Αρχικά, μέσω της αγορά από τους μετόχους ιδιωτικής πληροφορίας παραγόμενης από ελεγκτικές, σχετικά με τις δραστηριότητες και την κερδοφορία της εταιρίας, κάτι που απαιτεί όμως συνεχή, κοστοβόρο και χρονοβόρο έλεγχο στις ενέργειες της διοίκησης, κάνοντας την γενικότερη αγορά μετοχών αδιάφορη στο κοινό, και επιβαρύνεται πάλι από το πρόβλημα του παρασιτισμού από μετόχους χωρίς την αγορά της πληροφορίας αυτής.

Την περαιτέρω αύξηση της διαφάνειας θα βοηθούσε η κρατική παρέμβαση με νόμους για υιοθέτηση κοινών λογιστικών προτύπων και αυστηρότερων ποινών σε περιπτώσεις απόκρυψης στοιχείων και κατάχρησης

κερδών. Περιπτώσεις που για την απόδειξή τους όμως, και την επίρριψη ευθυνών, και ίσως τη διεκδίκηση αποζημιώσεων για την παρά τις διαβεβαιώσεις κατά τη σύναψη της συμφωνίας, μείωση της χρηματιστηριακής τιμής της μετοχής ή των μερισμάτων, θα απαιτούντο υπεραναλυτικά συμβόλαια μετοχικών αγορών με τεράστιο όγκο πληροφοριών, και ένα ταχύ, αποτελεσματικό και ενημερωμένο χρηματοοικονομικά νομικό πλαίσιο να τις αξιοποιήσει.

Επιπλέον βοήθεια προσφέρει πάλι η απαλλαγμένη του προβλήματος του παρασιτισμού (free-rider problem) παρέμβαση των διαμεσολαβητών, με τις Εταιρίες Κεφαλαίου Επιχειρηματικών Συμμετοχών (venture capital firms). Εταιρίες, οι οποίες συγκεντρώνουν κεφάλαια επενδυτών και τα επενδύουν σε κυρίως νέες επιχειρήσεις με αντάλλαγμα μερίδιο από τις μετοχές τους, συμμετέχοντας παράλληλα στη διοίκηση, και μειώνοντας έτσι στο ελάχιστο το πρόβλημα της ασύμμετρης πληροφόρησης.

Συνεχίζοντας με τις λύσεις του ηθικού κινδύνου στις αγορές ομολόγων, βασικός αποτρεπτικός παράγοντας για την ανάληψη μεγάλων κινδύνων από την εταιρία αποτελεί η ύπαρξη μεγάλης καθαρής θέσης, μεγάλης δηλαδή αξίας ιδίων περιουσιακών στοιχείων που διακινδυνεύονται. Έτσι, θα υιοθετούνται πιο μετριοπαθείς στρατηγικές, οι οποίες θα έχουν και τη συγκατάθεση των δανειστών – ομολογιούχων.

Όπως και στις μετοχές, έτσι και εδώ, για την εξασφάλιση των ομολογιούχων, σημαντικό ρόλο παίζει επίσης ο έλεγχος και η παρακολούθηση της εταιρίας. Οι ενέργειες αυτές βασίζονται στην αναλυτική συγγραφή συμφωνιών, με προβλέψεις και περιορισμούς για επιθυμητές η μη ενέργειες, όπου σε περίπτωση μη συμμόρφωσης θα επιφέρουν κυρώσεις. Διαδικασία όμως δαπανηρή και χρονοβόρα, αφού η λεπτομερής συγγραφή τέτοιων συμφωνιών και η συνεχής παρακολούθηση και επιβολή της τήρησής τους, προϋποθέτει την ύπαρξη πολυάριθμων πληροφοριών και τα άτομα εκείνα που θα τις επεξεργαστούν, χωρίς όμως να αποτρέπει και εδώ τη μίμηση από ομολογιούχους που επωφελούνται, χωρίς να καταβάλουν χρήματα. Στο πρόβλημα αυτό του παρασιτισμού δίνει πάλι λύση η λειτουργία διαμεσολαβούντων, κυρίως τραπεζών, με τη σύναψη ιδιωτικών δανειακών συμβάσεων και με την μη εκμεταλλεύσιμη από τρίτους παρακολούθησή τους, κάτι που επισημαίνει και πάλι τη μεγάλη σημασία των έμμεσων μορφών δανεισμού, απέναντι στις άμεσες.

Τέλος, χρήσιμο θα ήταν να αναφερθεί η τεράστια σημασία που έχει για τον περιορισμό των προβλημάτων της ασύμμετρης πληροφόρησης, η ύπαρξη και εύρυθμη λειτουργία των εποπτικών αρχών που με τη διαμόρφωση και λειτουργία ενός ταχέως και αποτελεσματικού νομικού και θεσμικού πλαισίου, θα είναι σε θέση να ελέγχουν και να προλαμβάνουν, όσο αυτό είναι δυνατό, την κλιμάκωση των παραπάνω προβλημάτων και να αποτρέπουν την αποτυχία των αγορών και των κρίσεων που αυτή συνεπάγεται.

2. Οίκοι αξιολόγησης και βαθμοί πιστοληπτικής ικανότητας

Όπως φάνηκε και στο πρώτο κεφάλαιο της εργασίας, ο ρόλος της πληροφόρησης, για την εύρυθμη λειτουργία του χρηματοπιστωτικού συστήματος, και την περαιτέρω συνολική κοινωνική ευημερία, είναι πολύ σημαντικός, και τα προβλήματα που τον επιβαρύνουν πολύ επικίνδυνα. Για το λόγο αυτό, ο περιορισμός των προβλημάτων αυτών έχει μεγάλη αξία.

Ένας από τους βασικούς τρόπους για την αντιμετώπιση των προβλημάτων της ασύμμετρης πληροφόρησης, τόσο της δυσμενούς επιλογής, όσο και του ηθικού κινδύνου, στις άμεσες και έμμεσες μορφές δανεισμού, είναι η παραγωγή και χρήση περισσότερης πληροφορίας. Πληροφορίας αξιόπιστης και εύκολα εφαρμόσιμης και αξιοποιήσιμης στη μεταφορά κεφαλαίων από τις πλεονασματικές, στις ελλειμματικές μονάδες της κοινωνίας, έτσι ώστε τα κεφάλαια των αποταμιευτών να μεταφέρονται αποδοτικά στους κατάλληλους επενδυτές που τα χρειάζονται. Πληροφορία με προστιθέμενη αξία τέτοια, ώστε η χρήση της να αποτρέπει τη δημιουργία των συνθηκών εκείνων που περιορίζουν και ακριβαίνουν το δανεισμό και κάνουν ευκολότερες τις εταιρικές και όχι μόνο πτωχεύσεις.

Λύση στην παραγωγή τέτοιας πληροφορίας έχουν προσπαθήσει να δώσουν, από πολύ νωρίς στη λειτουργία των χρηματοπιστωτικών συστημάτων ανά τον κόσμο, οι οίκοι αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας, με την αξιολόγηση και κατάταξη πληθώρας χρηματοοικονομικών υποχρεώσεων και των εκδοτών τους, σε κατατάξεις πιστοληπτικής επικινδυνότητας.

Οι βαθμοί πιστοληπτικής ικανότητας, όπως αποδείχθηκε διαχρονικά, έχουν αναδειχθεί σε βασικό εργαλείο όλων των μερών που συνθέτουν τα χρηματοοικονομικά συστήματα και έχουν αναδείξει τους οίκους αξιολόγησης που τους εκδίδουν σε κύριους συντελεστές της οικονομικής ζωής.

Μια εξέλιξη η οποία έχει προκαλέσει σφοδρή και σε πολλές περιπτώσεις, βάσιμη κριτική για το ρόλο που παίζουν οι οίκοι αξιολόγησης, και εκτενή έρευνα για την πραγματική αξία που έχουν οι βαθμοί πιστοληπτικής ικανότητας που αυτοί δημιουργούν.

2.1 Βαθμοί πιστοληπτικής ικανότητας – Γενικά

Πολλές είναι οι μελέτες εκείνες που στόχο έχουν να αποσαφηνίσουν και να εξετάσουν τη θέση και την επιρροή των οίκων αξιολόγησης στο σύγχρονο οικονομικό σύστημα. Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελεί η έρευνα των, Cantor and Packer (1996).

Αφορμώμενο από την κλιμακούμενη εξάρτηση αρχών και αγοράς από έναν συνεχώς αυξανόμενο αριθμό οίκων αξιολόγησης, το κείμενο αυτό στοχεύει σε μια εκτίμηση της απόδοσης των οίκων αυτών, καθώς και της επάρκειας και αποτελεσματικότητας της εποπτείας τους. Ερευνώντας την αξιοπιστία και τη συγκρισιμότητα των αξιολογήσεων, αλλά και την εξέλιξη και

τους ρυθμιστικούς κανόνες του κλάδου παραγωγής τους, εστιάζει στη συσχέτιση των αξιολογήσεων αυτών με τα παρατηρούμενα ιστορικά ποσοστά πτωχεύσεων και αναδεικνύει τις αποκλίσεις που παρουσιάζουν από οίκο σε οίκο, εγείροντας ερωτήματα για τη σωστή ή μη αξιοποίησή και ερμηνεία τους.

Ο κλάδος έκδοσης πιστοληπτικών κατατάξεων, ξεκινώντας από έναν μικρό αριθμό εταιριών που προσέφεραν περιορισμένες υπηρεσίες αξιολόγησης συγκεκριμένων τίτλων, έχει διαμορφωθεί σε μία παγκοσμίως αναπτυσσόμενη και ανταγωνιστική βιομηχανία, με πολυάριθμες εταιρίες που δραστηριοποιούνται σε αναπτυσσόμενες και μη χώρες, και ασχολούνται με αναρίθμητα και σύνθετα είδη χρεογράφων.

Καθώς η χρήση και η αποδοχή των πιστοληπτικών αξιολογήσεων από την αγορά με τα χρόνια μεγάλωνε, όλο και μεγαλύτερη άρχισε να γίνεται και η αξιοποίησή τους από τις εποπτικές αρχές των ΗΠΑ. Αρχικά με μια απλή διάκριση των αξιογράφων που περιελάμβαναν τα υπό την εποπτεία τους ιδρύματα στα χαρτοφυλάκιά τους, ανάλογα με την πιστοληπτική ικανότητα στην οποία κατατάσσονταν από εθνικώς αναγνωρισμένους οργανισμούς αξιολογήσεων, σε επενδυτικού ή κερδοσκοπικού χαρακτήρα, λιγότερο και περισσότερο επικίνδυνα δηλαδή χρεόγραφα αντίστοιχα, διευκρίνιζαν τον κίνδυνο των επενδύσεών τους. Έτσι, λάμβαναν τα ανάλογα μέτρα, είτε περιορίζοντας τους πιο επικίνδυνους τίτλους, είτε απαιτώντας τη διατήρηση μεγαλύτερων αποθεματικών. Διαχρονικά ο απλουστευμένος αυτός διαχωρισμός άρχισε να γίνεται συνθετότερος, και η χρήση των πιστοληπτικών κατατάξεων, λεπτομερέστερη με την υιοθέτηση πιο συγκεκριμένων ορισμών για την κατηγοριοποίηση του κινδύνου.

Η λεπτομερέστερη αυτή απεικόνιση της πιστοληπτικής ικανότητας από τους επόπτες, ανάλογα με τους διάφορους συμβολισμούς των οίκων αξιολόγησης, τους έφερε μπροστά στην πιθανότητα χρεόγραφα να κατατάσσονται διαφορετικά από διαφορετικούς οίκους. Οι προσπάθειες των αρχών για την αντιμετώπιση πιθανών ανακριβειών, είτε με την υιοθέτηση περισσότερων αξιολογήσεων, είτε με τη διενέργεια περαιτέρω ανεξάρτητων αναλύσεων δεν κατάφεραν να απαντήσουν πλήρως στα προβλήματα για την ακριβή κατάταξη επικινδυνότητας ή στα ερωτήματα για την αξιοπιστία και τη συγκρισιμότητα των πιστοληπτικών αξιολογήσεων.

Το άρθρο, εστιάζοντας αρχικά στις αξιολογήσεις, των οίκων Moody's και Standard and Poor's για τα αμερικανικά εταιρικά ομόλογα για μια περίοδο 20 ετών, αναδεικνύει σε μια πρώτη ανάλυση, την ύπαρξη μεγάλης συσχέτισης μεταξύ των χαμηλών κατατάξεων πιστοληπτικής ικανότητας και των καταγεγραμμένων πτωχεύσεων εταιριών ανάλογου πιστωτικού κινδύνου, κάτι που επιβεβαιώνεται αφενός και από ανάλογες μελέτες των ίδιων των προαναφερθέντων οίκων και εν μέρει από την αγορά, αφού συνήθως παρατηρείται διαχρονική αύξηση των επιτοκίων παράλληλα με την μείωση της πιστοληπτικής ικανότητας. Σε δεύτερη, λεπτομερέστερη ανάλυση των δεδομένων όμως, παρατηρείται διαχρονική μεταβλητότητα της σχέσης που

συνδέει την εκάστοτε κατηγορία πιστοληπτικής ικανότητας με τα καταγεγραμμένα για την αντίστοιχη κλάση, ποσοστά πτωχεύσεων.

Αναφορικά με τις αποκλίσεις που παρουσιάζουν οι διαφορετικοί οίκοι αξιολόγησης, οι αιτίες μπορεί να είναι οι ανόμοιες μεθοδολογίες για τη συσχέτιση της κατάστασης μιας εταιρίας με την πιθανότητα να πτωχεύσει, η υποκειμενικότητα στην ερμηνεία των δεδομένων από αναλυτή σε αναλυτή, ή τα διαφορετικά επιτρεπτά επίπεδα κινδύνου στην κατηγοριοποίηση ανά οίκο.

Αναλυτικότερα, αρχίζοντας με τις αποκλίσεις των πολυάριθμων οίκων για τα νεοεκδοθέντα επενδυτικού χαρακτήρα, υψηλού κινδύνου ομόλογα (new-issue junk bonds) η ύπαρξη διαφωνιών που παρατηρείται είναι μεγάλη. Έτσι δίνεται η δυνατότητα στους εκδότες να επιλέξουν υψηλότερες αξιολογήσεις που τους ευνοούν.

Μεγάλες είναι και οι καταγεγραμμένες αποκλίσεις σε σχέση με την κατάταξη διεθνούς δραστηριότητας τραπεζών, με θετικότερες συνήθως αξιολογήσεις να δίνονται από οίκους αξιολόγησης σε εγχώριες τράπεζες, σε σχέση με τις θυγατρικές ξένων τραπεζών. Έτσι δίνεται πάλι η δυνατότητα, σε τράπεζες, να επιλέξουν να παρουσιάσουν τις αξιολογήσεις εκείνες, που θα τις κρίνουν ως πιο αξιόπιστες.

Τελευταία εξετάζονται τα δομημένα χρεόγραφα, με εξασφαλίσεις την ενεχυρίαση είτε στεγαστικών δανείων, είτε άλλων περιουσιακών στοιχείων, στη δημιουργία των οποίων συχνά συμμετέχουν συμβουλευτικά και οίκοι αξιολόγησης. Εδώ οι διαφορές ανά οίκο, έγκεινται κατά κύριο λόγο στο ύψος των απαιτούμενων εγγυήσεων που χρειάζεται να δεσμευτούν από τους εκδότες των αξιογράφων για τη μείωση της επικινδυνότητας και την επακόλουθη θετικότερη αξιολογήσή τους, κάτι που έχει οδηγήσει διαχρονικά την αγορά στην προτίμηση οίκων με χαμηλότερα κριτήρια. Αυτό με τη σειρά του έχει εντείνει τον ανταγωνισμό μεταξύ των οίκων αξιολόγησης και έχει προκαλέσει τη διαχρονικά παρατηρούμενη, προς τα κάτω αναθεώρηση των κριτηρίων αυτών για την προσέλκυση εκδοτών – πελατών.

Συμπερασματικά, από τα παραπάνω προκύπτει πως ενώ εποπτικές αρχές και αγορά υποθέτουν μια σταθερή διαχρονικά σχέση ανάμεσα στις βαθμίδες επικινδυνότητας που δημοσιεύονται από τους οίκους αξιολόγησης, και στις πιθανότητες πτώχευσης, η αλήθεια είναι άλλη. Στην πράξη, η εφαρμογή των εποπτικών κανόνων επιβαρύνεται, αφενός από αποκλίσεις στα παρατηρούμενα ποσοστά πτωχεύσεων, και αφετέρου από τη δυνατότητα των εκδοτών να επιλέξουν και να εμφανίσουν, ανάμεσα σε ένα ευρύ φάσμα πολυάριθμων οίκων, με όχι απαραίτητα ίδιες κατατάξεις, τις αξιολογήσεις εκείνες που τους παρουσιάζουν ως πιο φερέγγυους και αξιόπιστους.

Ένα άλλο άρθρο, αυτό του White (2010), με αφορμή την παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση του 2007, έρχεται να ερευνήσει τη διαχρονική ανάδειξη των τριών μεγαλύτερων οίκων αξιολόγησης (Moody's, Standard and Poor's και Fitch) σε βασικό πυλώνα της αμερικανικής αγοράς ομολόγων, διερευνώντας αφενός την πορεία που οδήγησε στην απόλυτη εξάρτηση των ρυθμιστικών αρχών της χρηματαγοράς από αυτούς, και αφετέρου, τη

συνολική διαμόρφωση της αγοράς έκδοσης πιστοληπτικών αξιολογήσεων στη μορφή ολιγοπωλίου που έχει σήμερα, μέσω της αλληλεπίδρασης με τις ρυθμιστικές αρχές. Έτσι, αναδεικνύει πως τα παραπάνω οδήγησαν στη φούσκα της αμερικανικής αγοράς ακινήτων και στην προαναφερθείσα κρίση. Τέλος, έρχεται να μελετήσει δύο μεθόδους θεσμικών επιλογών και παρεμβάσεων, σχετικά με τον κλάδο έκδοσης πιστοληπτικών αξιολογήσεων, μία με αυστηρότερη επιτήρηση στους οίκους αξιολόγησης και μία, με υποβάθμιση της σημασίας τους, με αλλαγή δηλαδή του τρόπου παραγωγής της πληροφορίας.

Ξεκινώντας, αναφορικά με την ανάδειξη των παραπάνω οίκων στη σημασία που έχουν, βασική αιτία ήταν η διαχρονική απαίτηση των αμερικανικών εποπτικών αρχών του χρηματοοικονομικού συστήματος, ο ορισμός της πιστοληπτικής ικανότητας των ομολογιών να γίνεται από τα θεσμικά ιδρύματα με βάση τις αξιολογήσεις ανεξάρτητων εταιριών που έχαιραν εθνικής αναγνώρισης, μια έννοια που φωτογράφιζε ουσιαστικά τους προλεχθέντες οίκους, ανάγοντάς αυτούς και την ίδια την παραγωγή αξιολογήσεων, σε ένα από τα βασικότερα κομμάτια της αγοράς ομολόγων.

Στη συνέχεια, αναλύοντας την εξέλιξη της βιομηχανίας παραγωγής αξιολογήσεων πιστοληπτικής ικανότητας και τους περιορισμούς που αντιμετωπίζει ένα ίδρυμα για την εισαγωγή του σε αυτή, αξιοσημείωτη είναι η διαχρονικά παρατηρούμενη 'κυριαρχία' των τριών αυτών οίκων. Βασική αιτία, χωρίς να παραβλέπονται παράγοντες όπως η εμπειρία ή η φήμη τους, είναι και η ίδια η απαίτηση των αρχών για τον τίτλο της εθνικής αναγνωρισιμότητας, αφού η έλλειψη του θα στερούσε από μια νεοεισερχόμενη στον κλάδο των αξιολογήσεων εταιρία την εμπιστοσύνη και την αναγνώριση θεσμών και αγοράς. Μεγάλο ρόλο σε αυτό παίζει και η ασάφεια που καλύπτει την διαδικασία απονομής του τίτλου αυτού από τις αρχές, αφού πληροφορίες όπως τα κριτήρια ή η διαδικασία της απόδοσής του είναι άγνωστα, δυσχεραίνοντας έτσι την απόκτησή και αξιοποίησή του.

Η αμερικανική οικονομία κατέληξε λοιπόν να στηρίζεται σε αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας οι οποίες απέκτησαν ουσιαστικά θεσμικό ρόλο, και ο κλάδος παραγωγής τους, να μονοπωλείται από τρεις βασικά οίκους.

Στον αντίποδα, η αμφισβήτηση για τη σημασία των οίκων αξιολόγησης και την αξία των υπηρεσιών τους, ξεκίνησε από την αδυναμία τους να αναγνωρίσουν εγκαίρως την οικονομική δυσχέρεια εταιριών ακόμα και ώρες πριν την κατάρρευση τους και να αναπροσαρμόσουν ανάλογα τις αξιολογήσεις τους, με τους ίδιους να υποστηρίζουν πως ευθύνεται ο τρόπος με τον οποίο παράγουν τις πληροφορίες τους, ο οποίος στοχεύει σε μια πιο μακροπρόθεσμη και σταθερή για την αγορά ανάλυση, χωρίς απότομες αλλαγές, παραβλέποντας συχνά μεμονωμένα και ίσως αναστρέψιμα περιστατικά.

Η κριτική για την εξάρτηση των αρχών από τους τρεις οίκους εντάθηκε μετά τη φούσκα στην αγορά ακινήτων και την παγκόσμια κρίση που ακολούθησε. Βασική αιτία της κρίσης αυτής ήταν η δημιουργία και ταχύτατη

ανάπτυξη μιας αγοράς σύνθετων πιστωτικών τίτλων –δομημένων ομολόγων– που για την εξασφάλισή τους χρησιμοποιούσαν την ενεχυρίαση μεταξύ άλλων και επικίνδυνων στεγαστικών δανείων.

Προϋπόθεση για την επιτυχία της όλης διαδικασίας ήταν οι θετικές αξιολογήσεις για την πιστοληπτική ικανότητα των νέων αυτών χρεογράφων από τους τρεις οίκους. Σύμφωνα με τον White όμως, οι οίκοι αυτοί, όντας άπειροι στη διαχείριση των νέων αυτών προϊόντων, και σε πολλές περιπτώσεις, σύμβουλοι κατά το σχεδιασμό τους, είχαν πλέον και συμφέρον να προωθήσουν με αυτόν τον τρόπο την αγορά τους, και να ικανοποιήσουν έτσι τους εκδότες τους. Για την εξήγηση αυτού, καλό θα ήταν να αναφερθεί εδώ η αλλαγή του τρόπου χρηματοδότησης των υπηρεσιών των τριών οίκων, κατά τη δεκαετία του 1970, που από την πώληση των αξιολογήσεων τους στους επενδυτές, πέρασε σε πληρωμή από τους εκδότες για την ίδια τη βαθμολόγηση των χρεογράφων τους. Εκδότες οι οποίοι στη συγκεκριμένη περίπτωση, μονοπωλώντας μια νέα αγορά τίτλων με τεράστιους τζίρους και όντας ουσιαστικά ‘εργοδότες’ των οίκων είχαν το διαπραγματευτικό πλεονέκτημα να πιέσουν προς τη θετικότερη αξιολόγηση των χρεογράφων τους, εκμεταλλευόμενοι τη σύγκρουση συμφερόντων που προκάλεσε η αλλαγή αυτή στον τρόπο δημιουργίας εσόδων.

Έτσι, οι όπως αποδείχθηκε υπεραισιόδοξες αξιολογήσεις των οίκων (credibility problem), για τα αξιόγραφα αυτά, συνδυαστικά με την μετέπειτα αργοπορία της προς τα κάτω αναθεώρησής τους, οδήγησαν σε ένα μεγάλο βαθμό στην ανάπτυξη της φούσκας των ακινήτων και στην παγκόσμια οικονομική κρίση που ακολούθησε.

Οι αρχές προσπαθώντας να βελτιώσουν τις παραπάνω ατέλειες για την αποφυγή παρόμοιων μελλοντικών καταστάσεων, αρχικά επέτρεψαν το χαρακτηρισμό της εθνικής αναγνωρισιμότητας σε μια σειρά νέες επιχειρήσεις για την ανατροπή του ολιγοπωλίου και το άνοιγμα της αγοράς πιστοληπτικών αξιολογήσεων, και κατόπιν όρισαν συγκεκριμένες ρυθμίσεις και περιορισμούς για την αντιμετώπιση της αδιαφάνειας και της σύγκρουσης συμφερόντων, μέτρα που παρά τις προθέσεις τους είχαν αμφισβητήσιμα αποτελέσματα.

Από την άλλη, μια διαφορετική προσέγγιση της αυστηροποίησης του ελέγχου, που προτείνεται από το άρθρο, είναι η αποδυνάμωση των οίκων αξιολόγησης. Αρχικά με άρση των εποπτικών απαιτήσεων που οδήγησαν στην εξάρτηση των αρχών και της αγοράς από τις αξιολογήσεις των τριών οίκων, αλλά πάντα με την επίβλεψη τους για την ποιότητα και την ασφάλεια των επενδύσεων που οι θεσμικοί, εποπτευόμενοι επενδυτές αναλαμβάνουν, επιτρέποντας στους ίδιους να επιλέξουν την πηγή πληροφόρησής τους για την πιστοληπτική ικανότητα των τίτλων που θα εντάξουν στα χαρτοφυλάκιά τους. Έτσι θα έπαυε η παντοδυναμία των οίκων αυτών, η ολιγοπωλιακή δομή της αγοράς της πληροφορίας θα διορθωνόταν, και μαζί της τα προβλήματα που προκαλεί.

2.2 Προσδιοριστικοί παράγοντες των βαθμών πιστοληπτικής ικανότητας

Η κριτική αυτή που περιγράφηκε στην προηγούμενη ενότητα κάνει σκόπιμο, εάν όχι απαραίτητο, να διερευνηθούν οι διαδικασίες, τα κριτήρια, και οι παράγοντες (determinants) τους οποίους εξετάζουν και ελέγχουν οι ίδιοι οι οίκοι αξιολόγησης, ώστε να διαμορφώσουν τις αποφάσεις τους και να καταλήξουν στη δημιουργία και απόδοση των βαθμών πιστοληπτικής ικανότητας.

Μια τέτοια ανάλυση κρίνεται στο σημείο αυτό απαραίτητη και για έναν ακόμα λόγο. Για την εύρεση των μεταβλητών εκείνων που θα χρησιμοποιηθούν αργότερα στην εμπειρική έρευνα της εργασίας αυτής, ώστε να ελεγχθεί και πρακτικά το ερώτημα που καλείται να απαντήσει.

Για το λόγο αυτό, μια πρώτη προσέγγιση στους παράγοντες που οι οίκοι αξιολόγησης λαμβάνουν υπόψη τους, για την έκδοση των εταιρικών βαθμών πιστοληπτικής ικανότητας, γίνεται με τη μελέτη των πληροφοριών που ο ίδιος ο οίκος αξιολόγησης Standard and Poor's δημοσιεύει στο κοινό μέσα από το διαδικτυακά διαθέσιμο κείμενό του: "Standard & Poor's: Corporate Ratings Criteria".

Το συγκεκριμένο κείμενο αποτελεί μια προσπάθεια του οίκου αξιολογήσεων πιστοληπτικής ικανότητας Standard & Poor's, να αποσαφηνίσει στο ευρύ κοινό, τη μεθοδολογία, τα ποσοτικά και ποιοτικά κριτήρια, αλλά και τη γενικότερη λογική, πίσω από τη διαδικασία που ακολουθεί για τη σύνταξη των εταιρικών αξιολογήσεων πιστοληπτικής ικανότητάς.

Ο οίκος S&P, από το 1860 που ξεκίνησε τη λειτουργία του έως και σήμερα, έχει αναδειχθεί σε ένα από τα ηγετικά ιδρύματα για την ανάλυση και κατάταξη της επικινδυνότητας δανειακών υποχρεώσεων. Σήμερα, με γνώμονες, την ανεξαρτησία από συμφέροντα, την αξιοπιστία, και την προστιθέμενη αξία της πληροφορίας που παράγει, βαθμολογεί περισσότερους από έντεκα τρισεκατομμύρια τίτλους χρεογράφων, σε περισσότερες από πενήντα χώρες, κερδίζοντας έτσι τη διαχρονική εμπιστοσύνη του επενδυτικού κοινού.

Είτε πρόκειται για μακροπρόθεσμες, είτε βραχυπρόθεσμες αξιολογήσεις, που είτε αναφέρονται σε μεμονωμένες χρηματοοικονομικές υποχρεώσεις, ή στη γενικότερη αξιοπιστία του εκάστοτε εκδότη, η σύνταξή τους ακολουθεί μια σύνθετη και πολυεπίπεδη διαδικασία απόδοσης, που ελέγχει πλήθος δεδομένων πέραν των χρηματοοικονομικών. Μια διαδικασία που ακολουθείται από συνεχή έλεγχο και επίβλεψη για την διασφάλιση της εγκυρότητας των αξιολογήσεων που δημοσιεύονται.

Οι βασικοί παράγοντες που λαμβάνονται υπόψη στη διαδικασία αυτή της Standard & Poor's για την ανάλυση και απόδοση ενός βαθμού πιστοληπτικής ικανότητας συνοψίζονται παρακάτω. Αρχικά, μεγάλο ρόλο στην αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας παίζει για μια επιχείρηση, ο επιχειρηματικός κίνδυνος που αυτή αντιμετωπίζει. Κίνδυνος που στην πράξη αντιπροσωπεύει

θέματα όπως χαρακτηριστικά του κλάδου δραστηριοποίησης της εταιρίας, την ανταγωνιστικότητα της θέσης της σε αυτόν, ή το μερίδιο της αγοράς που αυτή κατέχει.

Δεύτερος σημαντικός προσδιοριστικός παράγοντας που λαμβάνεται υπόψη, είναι το ύψος του χρηματοοικονομικού κινδύνου για μια επιχείρηση και προσδιορίζεται από μετρήσεις που αφορούν αντικείμενα όπως η εταιρική κεφαλαιακή διάρθρωση, η ποιότητα των λογιστικών διαδικασιών που ακολουθούνται, το μέγεθος της κερδοφορίας και γενικότερα η χρηματοοικονομική κατάσταση στην οποία βρίσκεται μια εταιρία.

Χρήσιμο είναι να αναφερθεί στο σημείο αυτό ο τρόπος με τον οποίο οι μετρήσεις των δύο αυτών κινδύνων βαθμολογούνται. Με τη χρήση μιας βαθμολογικής κλίμακας από το 1 έως το 10, με το ένα να αντιπροσωπεύει τη θετικότερη βαθμολογία, γίνεται κατάταξη των χαρακτηριστικών που συνθέτουν τους δύο αυτούς παράγοντες.

Εστιάζοντας λοιπόν περισσότερο, η πρώτη κατηγορία παραγόντων των βαθμών πιστοληπτικής ικανότητας προέρχεται από την ανάλυση του επιχειρηματικού περιβάλλοντος, μέσα στο οποίο η εκάστοτε εξεταζόμενη εταιρία λειτουργεί και δραστηριοποιείται. Έτσι συγκεντρώνονται και αξιολογούνται επιμέρους παράγοντες όπως οι προοπτικές του κλάδου της αναφορικά με τη μελλοντική του ανάπτυξη, ή η σταθερότητα την οποία ο κλάδος αυτός προσφέρει. Πληροφορίες σχετικές με την κατάσταση και τα επιχειρηματικά πλάνα των ανταγωνιστών της υπό εξέταση εταιρίας είναι επίσης πολύ ουσιώδεις στην ανάλυση του επιχειρηματικού περιβάλλοντος και των προοπτικών που αντιμετωπίζει ο κλάδος της.

Επόμενη υποομάδα παραγόντων που συνυπολογίζονται στην καταμέτρηση του επιχειρηματικού κινδύνου, αποτελούν χαρακτηριστικά που περιγράφουν τη διοίκηση μιας επιχείρησης. Η διάρθρωσή της, ο ρεαλισμός ή όχι των προσδοκιών των στόχων που θέτει, ή η επικινδυνότητα των πρακτικών και στρατηγικών που εφαρμόζει, είναι μόνο μερικά από τα χαρακτηριστικά της που προσμετρούνται.

Κατόπιν της συγκέντρωσης μετρήσεων για θέματα που αποτυπώνουν τον επιχειρηματικό κίνδυνο, όπως η ανταγωνιστικότητα της θέσης ή το επιχειρηματικό περιβάλλον της κάθε αξιολογούμενης εταιρίας, η ανάλυση στρέφεται στην καταγραφή και αξιολόγηση χρηματοοικονομικών παραγόντων.

Αναλυτικότερα, αυτό σημαίνει πως αρχικά εξετάζεται, όπως αναφέρθηκε, η ποιότητα και αξιοπιστία των λογιστικών καταγραφών μιας επιχείρησης. Σκοπός αυτού, να αποσαφηνιστεί εάν οι οικονομικές καταστάσεις της θα μπορέσουν να αποτελέσουν μια έγκυρη πηγή πληροφόρησης για τα οικονομικά χαρακτηριστικά της, ώστε να γίνει εφικτή τη σύγκρισή τους με αυτά άλλων, ανταγωνιστικών ή όχι επιχειρήσεων. Έτσι, σε δεύτερο χρόνο καταγράφονται δεδομένα όπως το ύψος των εσόδων, η συνολική κερδοφορία, ή η μέθοδος απόσβεσης που χρησιμοποιείται.

Μεγάλη σημασία δίνεται επίσης στην κερδοφορία μιας εταιρίας. Ο παράγοντας αυτός, περιέχει μεγάλο πληροφοριακό περιεχόμενο σχετικά με

την ικανότητα μιας επιχείρησης να καλύπτει τις χρηματοοικονομικές υποχρεώσεις της, και το εάν είναι σε θέση να ανταπεξέλθει ικανοποιητικά στην ανάληψη νέων. Οι πιο αντιπροσωπευτικές μετρήσεις που χρησιμοποιούνται στην κατεύθυνση αυτή είναι μεγέθη όπως τα κέρδη προ φόρων και τόκων, τα λειτουργικά έσοδα ως μέρος των πωλήσεων, αλλά και τα επιπλέον έσοδα από τους πιθανούς επιμέρους τομείς δραστηριότητας.

Επόμενος παράγοντας του χρηματοοικονομικού κινδύνου που έχει μεγάλη σημασία στην αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας μιας επιχείρησης, είναι το μέγεθος της μόχλευσης. Για τη μέτρησή του η S&P έχει καταλήξει στη χρήση κάποιων αριθμοδεικτών από τους οποίους όσοι εστιάζουν μόνο στη χρήση του μακροπρόθεσμου χρέους για τον υπολογισμό τους, θεωρούνται πως περιέχουν πλέον μικρότερο πληροφοριακό περιεχόμενο λόγω της διαρκούς διαχρονικής εστίασης των επιχειρήσεων σε πιο βραχυπρόθεσμες μορφές δανεισμού. Το μέγεθος αλλά και η σύνθεση του ενεργητικού μιας επιχείρησης αποτελούν τα πιο ουσιαστικά κριτήρια για τον καθορισμό του ανώτατου επιτρεπτού ορίου μόχλευσης. Στη συνολική καταμέτρηση της μόχλευσης προσμετρούνται και χρεόγραφα της εταιρίας που δεν εμφανίζονται στον ισολογισμό, καθώς και μεγέθη όπως οι εγγυήσεις ή οι λειτουργικές μισθώσεις.

Αριθμοδείκτες που καταμετρούν τη σχέση των χρηματοροών και του συνολικού χρέους θεωρούνται πάλι μεγάλης σημασίας στην ανάλυση. Παρ' όλα αυτά η εξέταση και επιλογή των κατάλληλων αριθμοδεικτών αυτής της κατηγορίας μπορεί να είναι απαιτητική διαδικασία. Για παράδειγμα, μια υψηλή τιμή σε έναν τέτοιο δείκτη μπορεί να μην είναι απαραίτητα θετική ένδειξη. Το μέγεθος των χρηματοροών αυτών θα πρέπει να συνυπολογίζεται με χαρακτηριστικά όπως οι ανάγκες σε κεφάλαια κίνησης ή το επίπεδο των αναλαμβανόμενων επενδύσεων.

Λαμβάνοντας υπόψη τα παραπάνω ο χρηματοοικονομικός κίνδυνος μιας επιχείρησης αντανακλά τη δυνατότητά της να αξιοποιήσει εναλλακτικές πηγές άντλησης κεφαλαίων. Ερχόμενη δηλαδή αντιμέτωπη με κάποια οικονομική δυσπραγία, να είναι σε θέση να συνεχίζει να εξυπηρετεί τις υποχρεώσεις της. Η ευκολία πρόσβασης στις διάφορες αγορές κεφαλαίων, το κατά πόσο είναι δυνατή η εύκολη και άμεση ρευστοποίηση περιουσιακών στοιχείων, αλλά και το επίπεδο διαφοροποίησης των πηγών χρηματοδότησής της επιχείρησης, είναι μερικοί μόνο από τους παράγοντες που εξετάζονται.

Όπως έγινε σαφές από την ανασκόπηση του κειμένου της Standard and Poor's, οι παράμετροι που ένας οίκος αξιολογεί για να καταλήξει στη διαμόρφωση των βαθμών πιστοληπτικής ικανότητας είναι πολυάριθμες. Είναι μάλιστα τόσες πολλές και διαφορετικές μεταξύ τους, που ως ένα βαθμό δημιουργούν σύγχυση για το ποια είναι στην πράξη τα χαρακτηριστικά εκείνα για μια εταιρία, τα οποία συμβάλλουν τα πλείστα στη διαμόρφωση της πιστοληπτικής της ικανότητας, κάτι που ίσως δυσχεραίνει έτσι, την ακριβή ποσοτικοποίηση και διαχείριση του πιστωτικού κινδύνου που αυτή αντιμετωπίζει.

Για το λόγο αυτό, είναι χρήσιμο να μελετηθούν και άλλες, ανεξάρτητες πηγές, οι οποίες να ερευνούν τις μεταβλητές εκείνες που παίζουν τον κύριο ρόλο στον έλεγχο για την κατάταξη πιστοληπτικής ικανότητας μιας επιχείρησης. Στην προσπάθεια αυτή, να γίνουν πιο ξεκάθαροι οι παράγοντες οι οποίοι συμβάλλουν κατά βάση στη διαμόρφωση και απεικόνιση του εταιρικού πιστωτικού κινδύνου, χρησιμοποιούνται δύο ενδεικτικά άρθρα της σχετικής βιβλιογραφίας η οποία εξετάζει τους βαθμούς πιστοληπτικής ικανότητας, και τους παράγοντες εκείνους από τους οποίους κατά βάση ορίζονται.

Το πρώτο άρθρο, που γράφτηκε από τους Blume, Lim και MacKinlay (1998), συνοψίζει τα μέχρι τη συγγραφή του συμπεράσματα της βιβλιογραφίας για τους ουσιαστικούς προσδιοριστικούς παράγοντες των βαθμών πιστοληπτικής ικανότητας και τα εφαρμόζει στην πράξη στην υπόθεση που εξετάζει. Μια γενικότερη περιγραφή της έρευνας αυτής ακολουθεί, καθώς εκτός από τις ίδιες τις μεταβλητές που χρησιμοποιούνται, η μέθοδος, αλλά και τα συμπεράσματά της θα αποτελέσουν αργότερα σημαντικές κατευθυντήριες για την κατασκευή του υποδείγματος που θα ελεγχθεί από την ανά χείρας εργασία.

Με αφορμή λοιπόν τον υπερβάλλοντα αριθμό παρατηρούμενων υποβαθμίσεων έναντι των αναβαθμίσεων στις αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας, πληθώρας αμερικανικών εταιριών, σε συνδυασμό με πολυάριθμα άρθρα που υποστήριζαν τη διαχρονική εξασθένηση της πιστοληπτικής ικανότητας των εταιριών στις ΗΠΑ, οι Blume, Lim και Mackinlay, χρησιμοποιώντας στοιχεία από το 1978 έως το 1995 στο άρθρο τους αυτό, εξετάζουν το ενδεχόμενο αυστηροποίησης των κριτηρίων απόδοσης των αξιολογήσεων, ως εναλλακτική εξήγηση των παραπάνω, έναντι της αυξανόμενης επικινδυνότητας των αμερικανικών επιχειρήσεων.

Αρχικά, αναφορικά με τη μεθοδολογία του άρθρου, γίνεται χρήση συνδυασμού διαστρωματικών στοιχείων και χρονοσειρών – σε πίνακες δεδομένων (panel data), για τα προαναφερθέντα δεκαοχτώ χρόνια, σε ένα ordered probit μοντέλο. Συγκεκριμένα, με την κατασκευή μιας ενδιάμεσης, συνεχούς μεταβλητής, ερευνάται η σχέση της εξαρτημένης μεταβλητής, που είναι η κατάταξη πιστοληπτικής ικανότητας, με τις παρατηρούμενες εξωγενείς μεταβλητές. Η ενδογενής αυτή μεταβλητή παίρνει τιμές φυσικούς αριθμούς από το 1 έως το 4 ανάλογα με τις τέσσερις κατηγορίες πιστοληπτικής ικανότητας της Standard and Poor's για τις επενδυτικού χαρακτήρα εταιρίες, ενώ η συνδετική μεταβλητή, παίρνει τιμές από το σύνολο των πραγματικών αριθμών και σχετίζεται με τις ανεξάρτητες γραμμικά.

Οι ανεξάρτητες μεταβλητές του μοντέλου αντιπροσωπεύουν τόσο τον χρηματοοικονομικό, όσο και τον επιχειρηματικό κίνδυνο που αντιμετωπίζει μια εταιρία, και από κοινού χρησιμοποιούνται από τους οίκους αξιολόγησης στον καθορισμό των βαθμών πιστοληπτικής ικανότητας.

Ξεκινώντας με το χρηματοοικονομικό κίνδυνο, η αποτύπωσή του στο μοντέλο γίνεται με τη χρήση τεσσάρων λογιστικών αριθμοδεικτών. Πρώτος,

και θετικά συσχετισμένος με τη βελτίωση των αξιολογήσεων, είναι ο δείκτης κάλυψης τόκων (interest coverage ratio), που δείχνει τη σχέση μεταξύ των καθαρών κερδών μιας επιχείρησης και των τόκων με τους οποίους αυτή επιβαρύνεται. Ο δεύτερος δείκτης, είναι ο λόγος των λειτουργικών εσόδων προς τις καθарές πωλήσεις (operating income to sales ratio), πάλι με θετική σχέση με την εξαρτημένη. Τρίτος και τέταρτος αριθμοδείκτης, είναι το μακροπρόθεσμο χρέος προς το ενεργητικό (long-term debt to assets) και το συνολικό χρέος προς το ενεργητικό (total debt to assets) αντίστοιχα. Και οι δύο τους, αρνητικά συσχετισμένοι με τη βαθμολογία πιστοληπτικής ικανότητας.

Τρεις μεταβλητές χρησιμοποιούνται για να εκφραστεί ο επιχειρηματικός κίνδυνος στο υπόδειγμα του άρθρου. Πρώτη και θετικά συσχετισμένη με την πιστοληπτική κατάσταση, είναι το μέγεθος της εταιρίας, που μετράται αφενός ως η αποπληθωρισμένη αγοραία αξία των ιδίων κεφαλαίων της σε εκατομμύρια δολάρια, και αφετέρου ως ο φυσικός λογάριθμος της αξίας αυτής. Η εκτίμηση του μονοπαραγοντικού μοντέλου (market model) δίνει τις άλλες δύο μεταβλητές, που είναι ο συστηματικός και μη συστηματικός κίνδυνος οι οποίες συσχετίζονται με τις αξιολογήσεις αρνητικά.

Τέλος, καλό είναι να αναφερθεί πως τα αποτελέσματα της εμπειρικής μελέτης του κειμένου συμβαδίζουν με τη μηδενική υπόθεση του υποδείγματος για αυστηροποίηση των κριτηρίων έκδοσης πιστοληπτικών αξιολογήσεων από την S&P κατά τα δεκαοχτώ χρόνια των δεδομένων του δείγματος. Αυτό επιβεβαιώνεται αρχικά, από το στατιστικό έλεγχο των εκτιμημένων συντελεστών των ανεξάρτητων μεταβλητών, για τα χαρακτηριστικά μιας εταιρίας, οι οποίοι έχουν τα αναμενόμενα από παραπάνω πρόσημα, πλην όμως του συντελεστή για το δείκτη του συνολικού χρέους προς το ενεργητικό. Η εξαίρεση αυτή σημαίνει πως δεδομένης της μακροχρόνιας μόχλευσης, όσο μεγαλύτερο είναι το ποσοστό του βραχυχρόνιου χρέους προς τη συνολική κεφαλαιακή δομή μιας επιχείρησης, τόσο υψηλότερη κατάσταση η επιχείρηση αυτή θα παίρνει.

Επιπλέον, η μη απόρριψη της μηδενικής υπόθεσης υποστηρίζεται και από τις τιμές που παίρνει ο σταθερός όρος του μοντέλου. Διαχρονικά παρατηρείται μείωση στις τιμές αυτές, κάτι που συμβαδίζει με την εφαρμογή όλο και αυστηρότερων κριτηρίων στη δημιουργία των αξιολογήσεων.

Το δεύτερο άρθρο που εξετάζεται, είναι των Amato και Furfine (2004) και ακολουθεί και αυτό τη μεθοδολογία των Blume et al. (1998), που αναλύθηκε προηγουμένως. Παρ' όλα αυτά, η μελέτη του είναι ουσιαστική γιατί διευρύνει την παραπάνω μεθοδολογία, προσθέτει επιπλέον πιθανές μεταβλητές στο βασικό υπόδειγμα, και εφαρμόζει πρόσθετες τεχνικές για την εξαγωγή πληροφοριών από τα δεδομένα που χρησιμοποιεί, θέματα τα οποία θα φανούν χρήσιμα στη συνέχεια.

Περίληπτικά, στόχος του συγκεκριμένου άρθρου είναι ο έλεγχος για την ύπαρξη προκυκλικότητας στις αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας που αφορούν τους τίτλους των αμερικανικών εταιριών. Συγκεκριμένα, με τη χρήση

ετήσιων στοιχείων για τις αξιολογήσεις του οίκου Standard & Poor's από το 1981 έως το 2001, θέτει ως μηδενική υπόθεση την μη ύπαρξη συσχέτισης μεταξύ των μεταβλητών που απεικονίζουν την κατάσταση της αμερικανικής οικονομίας και τη θέση της στον οικονομικό κύκλο, σε σχέση με τις αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας των αμερικανικών εταιριών. Έτσι, ερευνά αν οι οίκοι αξιολόγησης πετυχαίνουν το στόχο τους για έκδοση μακροπρόθεσμων αναλύσεων, ανεπηρέαστων από παροδικά και αναστρέψιμα περιστατικά, συνδεδεμένα με την πορεία του οικονομικού κύκλου, κάτι το οποίο και επαληθεύει εν γένει. Δύο εξαιρέσεις σε αυτό αφορούν την αξιολόγηση των πιο ακίνδυνων, υψηλότερα βαθμολογημένων επιχειρήσεων, και την αρχική αξιολόγηση των εταιριών, σε συνδυασμό με τις μεταγενέστερες αλλαγές στην κατάταξή τους.

Ξεκινώντας με τα δεδομένα που λαμβάνονται υπόψη στο ordered probit μοντέλο του άρθρου, το οποίο υιοθετείται από την έρευνα των Blume, Lim και MacKinlay, επιπλέον των μεταβλητών σχετικά με τους επιχειρηματικούς και χρηματοοικονομικούς κινδύνους, εντάσσονται μετρήσεις του οικονομικού κύκλου. Συνολικά χρησιμοποιούνται τρεις κατηγορίες ετήσιων στοιχείων.

Η πρώτη κατηγορία αφορά στην εξαρτημένη μεταβλητή του υποδείγματος, και περιέχει δεδομένα για τις ίδιες τις αξιολογήσεις. Το δείγμα του άρθρου περιλαμβάνει όλες τις εταιρίες που αξιολογούνται από την S&P, πλην των πτωχευμένων, και εστιάζει στις οκτώ βασικές κατηγορίες επικινδυνότητας του οίκου, που αυτές κατατάσσονται. Έτσι μεγαλώνει το προηγούμενο εύρος βαθμολογιών που περιείχε μόνο τις τέσσερις υψηλότερες βαθμολογίες πιστοληπτικής ικανότητας, κερδίζοντας μεγαλύτερη πληρότητα στην ανάλυση.

Συνεχίζοντας στις ανεξάρτητες μεταβλητές, η επόμενη κατηγορία δεδομένων περιέχει μετρήσεις για τον επιχειρηματικό και χρηματοοικονομικό κίνδυνο. Η απεικόνιση του πρώτου γίνεται κι εδώ με τη χρήση των τριών ίδιων μεταβλητών. Πρώτη είναι το μέγεθος της εκάστοτε εταιρίας, εκφρασμένο όμως ως η αγοραία αξία των ιδίων κεφαλαίων της, αλλά και ως το συνολικό ενεργητικό της. Οι άλλες δύο μεταβλητές προκύπτουν πάλι από την εκτίμηση του μονοπαραγοντικού μοντέλου της αγοράς, αναλύοντας τον θετικά συσχετισμένο με τον επιχειρηματικό, μετοχικό κίνδυνο, και είναι οι συστηματικός και μη συστηματικός κίνδυνοι.

Σχετικά με τον χρηματοοικονομικό κίνδυνο, η απεικόνισή του γίνεται και εδώ μέσω των ίδιων τεσσάρων αριθμοδεικτών που περιγράφηκαν προηγουμένως. Πάλι, με τους θετικά συσχετισμένους με την ενδογενή, δείκτη κάλυψης τόκων και δείκτη λειτουργικών εσόδων προς τις καθαρές πωλήσεις. Και με τους δύο επόμενους, με αρνητική όπως και πριν συσχέτιση αριθμοδείκτες να είναι το μακροχρόνιο χρέος προς το ενεργητικό και το συνολικό χρέος προς το ενεργητικό.

Τέλος, η τρίτη, επιπλέον κατηγορία για την κυκλική επίδραση στη σύνταξη των αξιολογήσεων, αποτελείται από τρία είδη δεικτών που εκφράζουν μετρήσεις για τον οικονομικό κύκλο. Ο πρώτος δείκτης εκφράζει σε

ποια φάση του βρίσκεται η οικονομία, δηλαδή σε ανάπτυξη ή σε επιβράδυνση. Η δεύτερη μεταβλητή είναι το παραγωγικό κενό, η διαφορά δηλαδή του πραγματικού με το δυνητικό επίπεδο παραγωγής και ο τρίτος δείκτης εκφράζει την ποσοστιαία εξέλιξη του πραγματικού επιπέδου παραγωγής.

Τα συμπεράσματα που προκύπτουν από τη συγκεκριμένη έρευνα, με μια πρώτη, ευρύτερη μελέτη των δεδομένων του δείγματος, δεν απορρίπτουν τη μηδενική υπόθεση για ανεξαρτησία των αξιολογήσεων από τις διακυμάνσεις του κύκλου. Κάτι που όμως δεν επαληθεύεται από τον έλεγχο δύο πιο αυστηρών επιλογών δεδομένων που περιορίζονται, αφενός στις αξιολογήσεις των θετικότερα βαθμολογημένων επιχειρήσεων, και αφετέρου στις κατατάξεις που παίρνουν οι εταιρίες κατά την πρώτη αξιολόγησή τους σε σύγκριση με τις μεταγενέστερες μεταβολές στις κατατάξεις αυτές.

Ο στατιστικός έλεγχος της πρώτης υποπερίπτωσης εξάγει μια διαφοροποίηση των αποτελεσμάτων της από το γενικό δείγμα. Η απόκλιση αυτή, ερμηνεύεται οικονομικά ως διαφορετική επίδραση των επεξηγηματικών μεταβλητών του μοντέλου ανά κατηγορία πιστοληπτικής ικανότητας, και αναδεικνύει την ύπαρξη προκυκλικότητας και μάλιστα σε μεγαλύτερο βαθμό για τις επενδυτικού χαρακτήρα εταιρίες σε σύγκριση με τις πιο επικίνδυνες κερδοσκοπικής φύσης.

Αναφορικά με το δεύτερο υποσύνολο στοιχείων, η επιλογή του γίνεται κάτω από την υπόθεση πως ελλείψει πόρων οι οίκοι αξιολόγησης είναι πιθανό να μην έχουν υπό συνεχή εποπτεία τις αξιολογηθείσες εταιρίες, κάτι που μπορεί να οδηγεί σε ανακριβείς αξιολογήσεις. Οι μόνες περιπτώσεις για τις οποίες είναι βέβαιο πως έχει διενεργηθεί πρόσφατη, εκτενής έρευνα για τις εξεταζόμενες επιχειρήσεις, είναι κατά την αρχική τους αξιολόγηση και κατά την έκδοση μεταβολών στην κατηγορία πιστοληπτικής ικανότητάς που εντάσσονται. Έτσι, το δεύτερο υποδείγμα περιλαμβάνει μόνο τις δύο αυτές περιπτώσεις αξιολογήσεων για τη Standard & Poor's, και ο έλεγχός του δείχνει ακόμα πιο ξεκάθαρα την ύπαρξη προκυκλικότητας στα δεδομένα του.

Ο δεύτερος αυτός υποέλεγχος έχει μεγάλη σημασία για τη συγκεκριμένη διπλωματική εργασία. Λόγος για αυτό, είναι ότι επαληθεύει στην πράξη την εγκυρότητα της δειγματοληπτικής διαδικασίας που θα χρησιμοποιηθεί για τη συγκέντρωση των αντίστοιχων δεδομένων στο τελευταίο τμήμα της, το οποίο αφορά την εμπειρική μελέτη.

Εν τέλει, χρήσιμο είναι να αναφερθεί, πως το άρθρο αυτό αναδεικνύει τον επηρεασμό των αξιολογήσεων πιστοληπτικής ικανότητας από τη θέση του κύκλου που βρίσκεται η οικονομία. Το γεγονός αυτό όμως, με μια πρώτη ανάλυση των δεδομένων, δε φαίνεται να οφείλεται σε αλλαγή των κριτηρίων και της διαδικασίας απόδοσής των αξιολογήσεων από τους οίκους ανάλογα με την κατάσταση της οικονομίας, αλλά στις αναμενόμενες αυξομειώσεις των κινδύνων που αντιμετωπίζουν οι εταιρίες. Με μια πιο προσεκτική προσέγγιση όμως, γίνεται σαφές πως και η ίδια η σύνταξη των αξιολογήσεων παρουσιάζει ευαισθησία στις κυκλικές κινήσεις.

3. Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη

Στο κεφάλαιο αυτό, η έρευνα βιβλιογραφίας συνεχίζει με την έννοια της Εταιρικής Κοινωνικής Ευθύνης. Η ΕΚΕ, ή εναλλακτικά Επιχειρηματική Βιωσιμότητα, αποτελεί ουσιαστικά το αντικείμενο, του οποίου τους πυλώνες επιχειρεί η συγκεκριμένη εργασία να εξετάσει κατά πόσο σχετίζονται με τους βαθμούς πιστοληπτικής ικανότητας.

Ο ορισμός της Εταιρικής Κοινωνικής Ευθύνης, είναι στην πράξη δύσκολο να αποδοθεί με ακρίβεια. Πρόκειται για μια δυναμική έννοια, η οποία συνεχώς εξελίσσεται, και που ανάλογα με παράγοντες όπως η χώρα, η κουλτούρα, το επίπεδο της ανάπτυξης ή ο κλάδος της οικονομίας, μεταφράζεται και κάπως διαφορετικά. Διαφορετική προσέγγιση του όρου υπάρχει, όπως θα φανεί και στη συνέχεια, ανάλογα με την πηγή που τον ορίζει, είτε πρόκειται παραδείγματος χάριν, για κάποιον οίκο ερευνών, είτε για κάποια βάση δεδομένων.

Με μια ευρύτερη, κοινώς αποδεκτή, προσέγγιση παρ' όλα αυτά, η Βιωσιμότητα ερμηνεύεται ως η έννοια, με βάση την οποία μια επιχείρηση ενσωματώνει εθελοντικά ανησυχίες, περιβαλλοντικού, κοινωνικού και αμιγώς οικονομικού χαρακτήρα, στις δραστηριότητές της και στον τρόπο που αλληλεπιδρά με τις υπόλοιπες ομάδες ενδιαφέροντος, με τις οποίες συνδέεται. Τα αντικείμενα, πυλώνες, που αναλύουν την έννοια αυτή, είναι εκείνα του περιβάλλοντος, της κοινωνίας και της εταιρικής διακυβέρνησης (Environment, Society, Corporate Governance). Στην ουσία η έννοια της ΕΚΕ περιέχει την ευθύνη των εταιριών, ή των οργανισμών γενικότερα, για τους τρεις παραπάνω πυλώνες, απέναντι στα ενδιαφερόμενα μέρη τα οποία επηρεάζει, ή από τα οποία επηρεάζεται, μέσω της άσκησης της επιχειρηματικής της δραστηριότητας.

Η βιβλιογραφία γύρω από την πιθανή σύνδεση που έχει η υιοθέτηση βιώσιμων πρακτικών από μια επιχείρηση, σε σχέση με τη χρηματοοικονομική της απόδοση είναι αρκετά εκτενής. Βασική αιτία αυτού, είναι και τα διαχρονικά διαφορετικά συμπεράσματα της έρευνας. Γιατί μπορεί με βάση την κοινή λογική η υψηλή επίδοση στην Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη να αποτιμάται ως κάτι το θετικό, στην πράξη οι απόψεις δίστανται. Ανάλογα με την οπτική που επιλέγει η εκάστοτε μελέτη να ακολουθήσει, τα αποτελέσματα οδηγούν και σε κάτι άλλο.

3.1 Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη και χρηματοοικονομικές επιδόσεις

Στη συνέχεια, αναλύονται κάποια ενδεικτικά άρθρα της βιβλιογραφίας που ερευνούν τη χρηματοοικονομική απόδοση των επιχειρήσεων εκείνων που επιλέγουν να είναι κοινωνικά υπεύθυνες, και ενσωματώνουν πρακτικές βιωσιμότητας στη λειτουργία τους. Πριν όμως την προσέγγιση αυτών των εταιριών, χρήσιμο είναι να ελεγχθεί και η περίπτωση κλάδων της οικονομίας που δεν λαμβάνουν υπόψη τους τέτοια θέματα κατά τις επιχειρηματικές τους

δραστηριότητες. Έτσι, θα θεμελιωθεί περεταίρω και η ίδια η διπλωματική εργασία, που με αφορμή το γεγονός ότι ακόμα και μη κοινωνικά υπεύθυνοι κλάδοι έχουν καλές χρηματοοικονομικές επιδόσεις όπως θα δειχθεί, θα εξετάσει, εάν όντως τελικά μια καλή επίδοση στα αντικείμενα της βιωσιμότητας, συνεισφέρει στην υψηλότερη χρηματοοικονομική απόδοση, και πιο συγκεκριμένα, σε υψηλότερη βαθμολογία πιστοληπτικής ικανότητας.

Αντιπροσωπευτικό παράδειγμα της εστίασης τέτοιων κλάδων, αποτελεί το άρθρο των Hong και Kaszperczyk (2009). Το κείμενο αυτό μελετά την επίδραση που έχουν οι κοινωνικοί κανόνες στις αγορές χρήματος και κεφαλαίων. Πιο συγκεκριμένα, ερευνά την ύπαρξη ή μη, κόστους, σε όρους κυρίως ανεκμετάλλετου κέρδους, με το οποίο επιβαρύνονται κατά βάση οι θεσμικοί, κοινωνικά ελεγχόμενοι επενδυτές, επειδή απέχουν για λόγους ηθικής από την επένδυση σε μετοχές εταιριών που ενώ μπορεί να είναι κερδοφόρες, τα κέρδη τους προέρχονται από δραστηριότητες μη αποδεκτές από το κοινωνικό σύνολο, όπως τα τυχερά παιχνίδια, ο καπνός ή το αλκοόλ.

Έτσι, προκύπτει πως τέτοιοι τίτλοι, αφενός στερούνται αξιολόγησης από αναλυτές, και αφετέρου χρησιμοποιούνται ελάχιστα από επενδυτές που περιορίζονται από κανόνες της κοινής γνώμης, σε σχέση με αντίστοιχα χρεόγραφα εταιριών «αθώων» και κοινωνικά υπεύθυνων κλάδων. Κάτι που συμβαίνει παρά το γεγονός πως τέτοιοι τίτλοι, όπως αναδεικνύεται στη μελέτη αυτή, είναι επικερδείς.

Σε συμπλήρωση της σχετικής βιβλιογραφίας που ενδιαφέρεται για την επίδραση των ηθικών και κοινωνικών κανόνων, η συγκεκριμένη μελέτη εστιάζει στο πως οι παραπάνω κανόνες επηρεάζουν την αγορά μετοχών. Οι λόγοι για τους οποίους επιλέγεται η ενασχόληση με τη μετοχική αγορά και τις «αμαρτωλές» μετοχές για το σκοπό αυτό, περιγράφονται από τα εξής. Αρχικά, η αγορά μετοχών κάνει ευκολότερη την εξαγωγή πιο αξιόπιστων συμπερασμάτων με την πρόσβαση που παρέχει σε αναρίθμητα δεδομένα για πληθώρα παραγόντων. Επιπλέον, στην αγορά αυτή, τα κόστη από την εφαρμογή περιορισμών στις επενδύσεις μπορεί να είναι πολύ σημαντικά και ικανά για το λόγο αυτό να οδηγήσουν σε πιο πλήρη έρευνα. Έπειτα, σχετικά με το είδος των μετοχών που μελετώνται, αυτές επιλέγονται, λόγω των κοινωνικών κινήτρων, που πηγάζουν από τα ηθικά «πρέπει», τα οποία μπορεί να αποτρέψουν έναν επενδυτή να χρηματοδοτήσει μια εταιρία «ανήθικων» δραστηριοτήτων και μακριά από τους πυλώνες της βιωσιμότητας, με την αγορά των μετοχών της.

Βασικές υποθέσεις του κειμένου λοιπόν, είναι η αποφυγή χρήσης τέτοιων μετοχών από επενδυτές υποκείμενους σε κοινωνικό έλεγχο, αντίθετα με άλλους ανεξάρτητους επενδυτές, και η αδιαφορία των αναλυτών για την αξιολόγησή τους. Τα δεδομένα της έρευνας αφορούν στις αμερικανικές εταιρίες των τριών κοινωνικά κατακριτέων κλάδων, που ασχολούνται με τα τυχερά παιχνίδια, τον καπνό και το αλκοόλ, και καλύπτουν τα έτη από το 1962 έως το 2006. Αναλυτικότερα οι κατηγορίες των δεδομένων είναι:

Πρώτον, ετήσιες μετρήσεις για τον αριθμό των μετοχών των παραπάνω επιχειρήσεων, που διατηρείται συνολικά από τις πέντε μορφές θεσμικών επενδυτών. Οι πέντε αυτές ομάδες είναι: τράπεζες, ασφαλιστικές εταιρίες, αμοιβαία κεφάλαια, ανεξάρτητες εταιρίες παροχής επενδυτικών υπηρεσιών, και άλλα ιδρύματα όπως πανεπιστήμια, ή συνταξιοδοτικά ταμεία.

Δεύτερον, χρησιμοποιούνται ετήσια στοιχεία για την εύρεση του μεγέθους της κάλυψης των εταιριών από τους αναλυτές. Δηλαδή, καταγράφεται ο αριθμός των αναλυτών που αξιολόγησαν την εκάστοτε εταιρία για κάθε χρόνο της τριακονταετίας από το 1976 μέχρι το 2006 για την οποία υπάρχουν διαθέσιμες πληροφορίες.

Οι υπόλοιπες μεταβλητές που χρησιμοποιούνται στους ελέγχους του άρθρου περιλαμβάνουν δεδομένα όπως οι ημερήσιες τιμές κλεισίματος των υπό εξέταση μετοχών, ο αριθμός από τις μετοχές αυτές που βρίσκονται σε κυκλοφορία ανά ημέρα, ο ημερήσιος όγκος συναλλαγών των αμερικανικών χρηματιστηρίων, αλλά και μια σειρά από ετήσια στοιχεία όπως χρηματοοικονομικοί αριθμοδείκτες για τα 44 χρόνια του δείγματος.

Τα συμπεράσματα που εξάγονται από τη μελέτη των προαναφερθέντων μεταβλητών χωρίζονται σε τρεις κατηγορίες. Αρχικά, προκύπτουν αποτελέσματα συγκριτικά με το επίπεδο κατοχής των «ανήθικων» τίτλων από τους υπό κοινωνική παρακολούθηση επενδυτές. Με την εκτίμηση παλινδρόμησης με δεδομένα panel, βρίσκονται οι τιμές και τα πρόσημα των συντελεστών ενδιαφέροντος, τέτοια, ώστε να επιβεβαιώνουν την υπόθεση για διαφορετική ιδιοκτησιακή δομή. Μάλιστα οι μετοχές που ερευνώνται χρησιμοποιούνται κατά 18% λιγότερο, έναντι των αντιστοίχων τους από άλλους κλάδους.

Στη συνέχεια το άρθρο φτάνει σε συμπεράσματα που αφορούν την κάλυψη των ενδιαφερόμενων μετοχών από την πλευρά των χρηματοοικονομικών αναλυτών. Με δεδομένο ότι οι γνωμοδοτήσεις των αναλυτών αυτών αποσκοπούν κυρίως στην καθοδήγηση θεσμικών επενδυτών, οι οποίοι όπως αναφέρθηκε ήδη, αποφεύγουν τη χρήση των υπό εξέταση μετοχών, προκύπτουν ερωτήματα και για το κατά πόσο τελικά οι αναλυτές ασχολούνται με τα χρεόγραφα αυτά. Πάλι, τα αποτελέσματα δείχνουν αποδοχή της επιμέρους αυτής υπόθεσης.

Τέλος, γίνεται σαφές, πως η διαχρονικά περιορισμένη θεσμική ζήτηση για μετοχές οι εταιρίες των οποίων δε χαίρουν ηθικής και κοινωνικής αποδοχής, λόγω της μη βιώσιμης εστίασής τους, οδηγεί σε υποτίμησή τους. Αυτό έχει σαν αποτέλεσμα, οι μετοχές αυτές ουσιαστικά να υπεραποδίδουν, συγκρινόμενες με μετοχές εταιριών διαφορετικών κλάδων, αναλόγων όμως οικονομικών χαρακτηριστικών.

Έτσι, με τη βοήθεια των συμπερασμάτων του άρθρου αυτού, γίνεται εξ' αρχής κατανοητό πως η έλλειψη κοινωνικά υπεύθυνης προσέγγισης από μια εταιρία, δεν αποτελεί απαραίτητα αποτρεπτικό παράγοντα για τη θετική χρηματοοικονομική απόδοσή της, τουλάχιστον στην αγορά μετοχών. Κατόπιν αυτής της βασικής παρατήρησης, σχετικά με τις μη κοινωνικά υπεύθυνες

πρακτικές, η ανάλυση μπορεί να συνεχίσει στα αποτελέσματα που επιφέρει στη χρηματοοικονομική απόδοση μιας επιχείρησης η ένταξη κοινωνικά υπεύθυνων πρακτικών.

3.1.1 Μέτρηση επιδόσεων Βιωσιμότητας (ESG)

Στην υποενοότητα αυτή θα ξεκινήσει η σύνδεση των θετικών επιδόσεων σε Εταιρική και Κοινωνική Ευθύνη, με την εταιρική χρηματοοικονομική απόδοση. Βασικό επιπλέον γνώμονα όμως, θα αποτελέσει η ποσοτικοποίηση των θετικών αυτών επιδόσεων, με στόχο τον προσδιορισμό των επεξηγηματικών μεταβλητών που θα χρησιμοποιηθούν και στο υπόδειγμα της παρούσας εργασίας. Συνδυαστικά δηλαδή, με την εξέταση της σύνδεσης αυτής, θα ερευνηθούν και οι παράγοντες που αξιολογούνται για την αποτύπωση και καταμέτρηση της επιχειρηματικής βιωσιμότητας, ώστε να γίνει περισσότερο κατανοητό ποιες είναι οι πρακτικές της διοίκησης οι οποίες λαμβάνονται υπόψη, για να βαθμολογηθεί η επίδοση μιας εταιρίας στην Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη. Επίσης, θα περιγραφούν οι πιο ενδεικτικές βάσεις δεδομένων οι οποίες συγκεντρώνουν και παρέχουν πληροφορίες σχετικές με την επιχειρηματική βιωσιμότητα, αλλά και οι μέθοδοι που οι ποσοτικές και ποιοτικές αυτές πληροφορίες αξιοποιούνται, μέσα από κάποια αντιπροσωπευτικά άρθρα της σχετικής βιβλιογραφίας.

Πρώτο κείμενο που θα μελετηθεί κάτω από τα δύο αυτά επιμέρους πρίσματα είναι το άρθρο των Di Giuli και Kostovetsky (2014). Στο κείμενο αυτό ερευνώνται η επίδραση που έχει η πολιτική ιδεολογία που «ασπάζεται» μια εταιρία, πάνω στις επιδόσεις της σε σχέση με την Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη, και το πώς επιδρούν οι επιδόσεις αυτές, στην αξία της επιχείρησης.

Χρησιμοποιώντας αξιολογήσεις για την ΕΚΕ των αμερικανικών επιχειρήσεων, συμπεραίνεται πως εταιρίες, η ηγεσία των οποίων, ή η πολιτεία δραστηριοποίησής τους, απαρτίζονται κατά βάση από υποστηρικτές του Δημοκρατικού κόμματος, χρησιμοποιούν αναλογικά περισσότερα κεφάλαια αναφορικά με την κοινωνική ευθύνη, και πετυχαίνουν έτσι θετικότερες αξιολογήσεις στον τομέα αυτό, από αντίστοιχες επιχειρήσεις ρεπουμπλικανικών πεποιθήσεων. Επιπλέον, αναδεικνύεται πως τα όποια οφέλη από τις θετικότερες αυτές επιδόσεις είναι παροδικά και περιορισμένα, αφού δεν παρατηρείται να συμβαδίζουν με παράλληλη αύξηση των πωλήσεων. Αντίθετα, αυξήσεις στην ΕΚΕ φαίνεται να ακολουθούνται από μειώσεις στις αποδόσεις των μετοχών και του ενεργητικού (ROA), μιας εταιρίας.

Παίρνοντας ως μηδενική υπόθεση πως εταιρίες, υποστηρικτές του Δημοκρατικού κόμματος, θα ασπάζονται και πιο υπεύθυνες κοινωνικά πολιτικές, η μελέτη αυτή, ελέγχει για πρώτη ουσιαστικά φορά τη σχέση μεταξύ της ΕΚΕ και του πολιτικού «χρώματος» μιας εταιρίας.

Τα δεδομένα που χρησιμοποιούνται στο μοντέλο εκτίμησης ελαχίστων τετραγώνων του άρθρου είναι πέντε ειδών και αναφέρονται στα έτη από το

2003, έως το 2009. Η πρώτη κατηγορία στοιχείων αναπαριστά τη δεσμευμένη μεταβλητή του υποδείγματος. Αφορά στην Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη, και αποτελείται από τις κατατάξεις του οίκου κοινωνικών ερευνών Kinder, Lydenberg, Domini (KLD) - ο οποίος παρέχει δεδομένα κατά βάση σε θεσμικούς επενδυτές - σε σχέση με επτά μορφές κοινωνικής υπευθυνότητας για τις 3.000 αμερικανικές εταιρίες με τη μεγαλύτερη κεφαλαιοποίηση του δείκτη Russell 3000. Οι επτά εκφάνσεις της κοινωνικής ευθύνης που μελετώνται, αποτελούν έναν πιο διευρυμένο ορισμό της Εταιρικής Κοινωνικής Ευθύνης από τον ευρέως αποδεκτό ορισμό που αναλύεται από τους τρεις πυλώνες του περιβάλλοντος, της κοινωνίας, και της εταιρικής διακυβέρνησης, και αναφέρονται στις εταιρικές επιδόσεις για τις πτυχές: της κοινωνίας, της ποικιλομορφίας του εργατικού δυναμικού, του περιβάλλοντος, των εργασιακών σχέσεων, των ανθρωπίνων δικαιωμάτων, της εταιρικής διακυβέρνησης, και του προϊόντος.

Στη συνέχεια, χρησιμοποιούνται μετρήσεις για χαρακτηριστικά της ηγεσίας των εταιριών. Αυτό σημαίνει πως για τους διευθυντές, ιδρυτές και διευθύνοντες συμβούλους, καταγράφονται στοιχεία όπως το όνομα, η ηλικία, το φύλο, η εθνικότητα, η εκπαίδευση ή η εργασιακή τους προϋπηρεσία.

Οι επόμενες δύο ομάδες δεδομένων αφορούν τη βασική ανεξάρτητη μεταβλητή του υποδείγματος, που απεικονίζει το πολιτικό περιβάλλον μιας επιχείρησης. Για το εσωτερικό πολιτικό της περιβάλλον αυτό επιτυγχάνεται με τη συλλογή στοιχείων για την έμπρακτη υποστήριξη της διοίκησης στο κόμμα επιλογής της, μέσω δωρεών.

Για το εξωτερικό πολιτικό περιβάλλον των εταιριών του δείγματος, συγκεντρώνεται η τέταρτη κατηγορία μετρήσεων που δείχνουν τις πολιτικές προτιμήσεις των υπολοίπων παραγόντων που δρουν σε μια επιχείρηση, όπως οι εργαζόμενοι, οι πελάτες, οι μέτοχοι, ή οι προμηθευτές της, μέσω της εύρεσης του κόμματος που κυριαρχεί διαχρονικά στην πολιτεία που η εταιρία εδρεύει. Έτσι, καταγράφονται τα αποτελέσματα από τις προεδρικές εκλογές για την πολιτεία εγκατάστασης της κάθε εταιρίας, η κομματική σύνθεση των πολιτειακών αντιπροσώπων του Κογκρέσου, και τα κόμματα που συνθέτουν την τοπική εξουσία κάθε πολιτείας.

Πέμπτον, γίνεται χρήση κάποιων λογιστικών, χρηματοοικονομικών, και άλλων μεταβλητών για τον έλεγχο εναλλακτικών εξηγήσεων των κατατάξεων της ΕΚΕ πέραν της πολιτικής, όπως χαρακτηριστικά της ίδιας της εταιρίας, ή του κλάδου της βιομηχανίας που αυτή ανήκει. Μερικές από αυτές είναι το μέγεθος της επιχείρησης, ο δείκτης απόδοσης ενεργητικού, τα μετρητά, τα μερίσματα και το χρέος της εκάστοτε εταιρίας.

Εν τέλει, μέσω αυτής της έρευνας συμπεραίνεται πως επιχειρήσεις με δημοκρατικών πολιτικών πεποιθήσεων περιβάλλον, τόσο εσωτερικό, όσο και εξωτερικό, σχετίζονται θετικά με την Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη, και εξάγονται τα κάτωθι οικονομικά συμπεράσματα.

Αρχικά, γίνεται προβολή του χρηματοοικονομικού κόστους της ΕΚΕ πάνω στα έξοδα πώλησης και στα γενικά και διοικητικά έξοδα (SG&A

expenses). Έτσι, διαφαίνεται πως επιχειρήσεις οι οποίες στηρίζουν το Δημοκρατικό κόμμα, ξοδεύουν ετησίως, κατά μέσο όρο ένα επιπλέον 10% των καθαρών τους εσόδων, για να πετύχουν καλύτερες επιδόσεις στην κοινωνική ευθύνη.

Έπειτα, συγκρίνοντας με τη σύνδεση που υπάρχει μεταξύ διαφορετικών κλάδων της βιομηχανίας και της ΕΚΕ, φαίνεται καλύτερα η επίδραση της πολιτικής, και γίνεται ακριβέστερη ποσοτικοποίηση της. Αναλυτικότερα, παίρνοντας ως μέτρο αναφοράς τους κλάδους με τις καλύτερες και τις χειρότερες επιδόσεις στην περιβαλλοντική κοινωνική ευθύνη, αυτούς της πληροφορικής και της ενέργειας αντίστοιχα, προκύπτει η μέση διαφορά μιας δημοκρατικής και μιας ρεπουμπλικανικής επιχείρησης σε όρους περιβαλλοντικής ΕΚΕ, να είναι 20% της διαφοράς μιας τυπικής εταιρίας πληροφορικής και μιας πετρελαϊκής.

Τέλος, διαφαίνεται πως η κοινωνική υπευθυνότητα, έμμεσα προκαλεί χρηματοοικονομική επιβάρυνση σε μια εταιρία, η οποία σε μικρές κυρίως επιχειρήσεις ξεπερνάει κατά πολύ τα όποια οφέλη της. Αυτό γίνεται σαφές από τους επιμέρους ελέγχους του άρθρου, που αναδεικνύουν πως δεν υπάρχει συσχέτιση μεταξύ των θετικότερων επιδόσεων στη βιωσιμότητα με αύξηση στις πωλήσεις. Επιπλέον, αυτό διαφαίνεται καλύτερα και από τη μείωση στις αποδόσεις των μετοχών της εταιρίας αλλά και στην αρνητική επίδραση που φαίνεται να έχουν οι αυξήσεις στην ΕΚΕ πάνω στο δείκτη απόδοσης ενεργητικού (ROA).

Εστιάζοντας περισσότερο, το δεύτερο άρθρο των Khan, Serafeim και Yoon (2015), εμβαθύνει στη βιβλιογραφία που αναλύει τη σπουδαιότητα του κριτηρίου της επιχειρηματικής βιωσιμότητας, και αναδεικνύει την υπό προϋποθέσεις θετική οικονομική σημασία του. Αυτό το πετυχαίνει, ερευνώντας αν η κατηγοριοποίηση των παραγόντων Εταιρικής Κοινωνικής Ευθύνης, σε ουσιώδεις και επουσιώδεις έχει κάποια οικονομική αξία, εξετάζοντας την απόδοση επενδύσεων σε εταιρίες με υψηλές επιδόσεις σε ουσιώδεις αλλά και επουσιώδεις παράγοντες βιωσιμότητας, ανάλογα με τον κλάδο τους.

Για τον έλεγχο αυτό, γίνεται κατασκευή ενός δείκτη που βαθμολογεί την απόδοση επενδύσεων σε επιχειρήσεις που ικανοποιούν επαρκώς, ουσιώδεις και επουσιώδεις παράγοντες βιωσιμότητας. Στην κατασκευή του δείκτη αυτού, συνδυάζονται αφενός οδηγίες του Αμερικανικού Συμβουλίου Λογιστικών Προτύπων και Βιωσιμότητας - Sustainability Accounting Standards Board (SASB) για το ποιοί παράγοντες βιωσιμότητας είναι σημαντικοί για κάθε βιομηχανικό κλάδο, με βάση τον οικονομικό τους αντίκτυπο και την ευρύτητα της χρήσης τους, και αφετέρου, οι εταιρικές κατατάξεις βιωσιμότητας του οίκου κοινωνικών ερευνών Kinder, Lydenberg, Domini (KLD) αναφορικά με τις επιδόσεις επιχειρήσεων στην Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη.

Έτσι, αναδεικνύεται πως επενδύσεις σε εταιρίες με καλές επιδόσεις σε συγκεκριμένους, σημαντικούς ανά κλάδο παράγοντες βιωσιμότητας, αποδίδουν περισσότερο από επενδύσεις σε εταιρίες με χαμηλότερες

επιδόσεις στους παράγοντες αυτούς. Κάτι που δεν ισχύει για εταιρίες με καλές επιδόσεις σε επουσιώδεις παράγοντες βιωσιμότητας, συγκριτικά με χαμηλότερα βαθμολογημένες εταιρίες στους επουσιώδεις αυτούς παράγοντες.

Η υψηλότερη χρηματοοικονομική απόδοση των εταιριών αυτών, διαφαίνεται με τη σύγκριση μετρήσεων όπως το μέγεθος της επιχείρησης, ο δείκτης απόδοσης ενεργητικού (ROA), η χρηματοοικονομική μόχλευση, και ο δείκτης της αγοραίας αξίας προ τη λογιστική (Market to Book value).

Με τον τρόπο αυτό, προκύπτει ότι δεν αρκεί για μια εταιρία να είναι γενικά υψηλά βαθμολογημένη σε θέματα βιωσιμότητας, και να έχει απλά μια υψηλή κατάταξη σε επιδόσεις Εταιρικής Κοινωνικής Ευθύνης, αλλά ανάλογα με τον κλάδο που ανήκει, να έχει καλές αξιολογήσεις σε συγκεκριμένους, ουσιώδεις παράγοντες βιωσιμότητας, ώστε να έχει υψηλές χρηματοοικονομικές αποδόσεις και να είναι επικερδής ως επένδυση.

Το άρθρο αυτό, αναδεικνύει τη σχέση της κατηγοριοποίησης των παραγόντων βιωσιμότητας με τις εταιρικές χρηματοοικονομικές επιδόσεις, και προσφέρει δεδομένα για τη βελτίωση του πληροφοριακού περιεχομένου των αξιολογήσεων των επιδόσεων σε εταιρική υπευθυνότητα, αναφορικά με τους πυλώνες του περιβάλλοντος, της κοινωνίας και της εταιρικής διακυβέρνησης, με τη χρήση των παρακάτω δεδομένων.

Αρχικά, στοιχεία σχετικά με την ταξινόμηση των παραγόντων βιωσιμότητας, συγκεντρώνονται από το SASB, έναν ανεξάρτητο, μη κερδοσκοπικό οργανισμό, που αποσκοπεί στην ένταξη σημαντικού πληροφοριακού περιεχομένου βιωσιμότητας στα αμερικανικά λογιστικά πρότυπα. Η ταξινόμηση αυτή, σε ουσιώδεις και μη παράγοντες γίνεται με βάση επενδυτικά κριτήρια και μόνο.

Έπειτα, τα στοιχεία που αφορούν τις ατομικές, εταιρικές επιδόσεις βιωσιμότητας συλλέγονται όπως και στο προηγούμενο άρθρο, από τον οίκο KLD. Οι αξιολογήσεις του οίκου αυτού, αποτελούν μια ευρέως χρησιμοποιημένη πηγή δεδομένων από τη σχετική βιβλιογραφία, με βασική εστίαση τις αμερικανικές επιχειρήσεις, για μία μεγάλη περίοδο χρόνου. Λαμβάνοντας υπ' όψιν πληροφορίες από τις ίδιες τις εταιρικές δημοσιεύσεις, αλλά και από άλλες αξιόπιστες πηγές, οι αναλυτές της KLD στο τέλος κάθε χρόνου συντάσσουν τις εταιρικές κατατάξεις με βάση 7 τομείς εταιρικής κοινωνικής ευθύνης που αφορούν θέματα περιβάλλοντος, κοινωνίας, εταιρικής διακυβέρνησης, ποικιλομορφίας του εργατικού δυναμικού, εργασιακών σχέσεων, ανθρωπίνων δικαιωμάτων και προϊόντος. Όπως αναφέρθηκε και πριν, η διαφορά αυτή στα αντικείμενα που ορίζουν τη βιωσιμότητα, είναι απλά θέμα διαφορετικής προσέγγισης της KLD, που με τον τρόπο αυτό προσπαθεί να δώσει μεγαλύτερη προστιθέμενη αξία στην πληροφορία που παράγει.

Τρίτο κείμενο που μελετά την επίδραση των πρακτικών βιωσιμότητας πάνω στις χρηματοοικονομικές αποδόσεις μιας εταιρίας, πάλι μέσω της συνολικής βαθμολόγησης των πρακτικών αυτών, είναι το άρθρο των Wu και Shen (2013). Η μελέτη αυτή εξετάζει τα κίνητρα μιας τράπεζας για την

υιοθέτηση κοινωνικά υπεύθυνης προσέγγισης, και αξιολογεί τη χρηματοοικονομική απόδοση που έχει το καθένα.

Αναλυτικότερα, το συγκεκριμένο κείμενο ασχολείται με τη συσχέτιση της Εταιρικής Κοινωνικής Ευθύνης και των χρηματοοικονομικών επιδόσεων, αναδεικνύοντας τα κίνητρα των τραπεζών για να ασχοληθούν με την κοινωνική υπευθυνότητα. Τα τρία κίνητρα που προκύπτουν της έρευνας, δείχνουν και διαφορετική επίπτωση στις τραπεζικές χρηματοοικονομικές επιδόσεις. Αναλυτικά, θετική επίδραση προκύπτει όταν η επίδειξη κοινωνικής ευθύνης προκαλείται από λόγους στρατηγικών επιλογών, ενώ αντίθετα η επίδραση είναι αρνητική, όταν τα κίνητρα που την προκαλούν είναι καθαρά αλτρουιστικά. Τέλος, δεν προκύπτει συσχέτιση όταν η κοινωνική ευθύνη πηγάζει μόνο από επιφανειακούς λόγους όπως η επίδειξη, και δεν είναι ουσιαστική και σε βάθος. Έτσι, οι θετικές χρηματοοικονομικές επιπτώσεις, από την ενασχόληση μιας τράπεζας με τα αντικείμενα της ΕΚΕ φαίνεται να είναι βασικά, αποτέλεσμα στρατηγικής.

Τα εμπειρικά αποτελέσματα του άρθρου, συνοψίζονται αφενός στη θετική σχέση της ΕΚΕ με τις χρηματοοικονομικές επιδόσεις, σε όρους που αφορούν τις αποδόσεις του ενεργητικού και των ιδίων κεφαλαίων, καθώς και τα καθαρά από τόκους έσοδα και τα έσοδα που δεν προέρχονται από τόκους, και αφετέρου στην αρνητική σχέση της ΕΚΕ με τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια. Δηλαδή, μια τράπεζα, ακολουθώντας στρατηγικές επιλογές ενασχόλησης με θέματα ΕΚΕ, θα μπορούσε να επωφεληθεί, αυξάνοντας τα έσοδά της και μειώνοντας τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια που έχει στο ενεργητικό της.

Τα δεδομένα που οδηγούν σε αυτά τα συμπεράσματα, καλύπτουν μια περίοδο από το 2003 έως το 2009, και έχουν συγκεντρωθεί από τη βάση δεδομένων Bankscore, και από τις πληροφορίες που παρέχει στο επενδυτικό κοινό αναφορικά με τις επενδύσεις βιωσιμότητας ο οίκος ερευνών Ethical Investment Research Service (EIRIS). Τα στοιχεία αυτά, αφορούν 162 τράπεζες 22 χωρών, οι οποίες και ταξινομούνται στο άρθρο σε τέσσερις κατηγορίες, ανάλογα με το επίπεδο ενασχόλησής τους με θέματα Εταιρικής Κοινωνικής Ευθύνης.

Συγκεκριμένα, τα στοιχεία που αφορούν τις επιδόσεις σε αντικείμενα της ΕΚΕ, συλλέγονται από τη βάση δεδομένων της EIRIS λόγω του μεγάλου μεγέθους κάλυψης παραγόντων βιωσιμότητας και του μεγάλου πλήθους εταιριών και ετών που αξιολογεί. Έτσι, κατασκευάζεται ένας δείκτης που κατατάσσει τις τράπεζες του δείγματος, ανάλογα με την αξιολόγηση που αυτές έχουν σε σχέση με τη γενική επίδοσή τους στους τομείς της Εταιρικής Κοινωνικής Ευθύνης.

Επόμενο άρθρο με αντίστοιχη εστίαση, είναι η έρευνα των Cheng, Ioannou και Serafeim (2014), που επικεντρώνεται στην επίδραση της βιωσιμότητας στο δανεισμό. Επιπλέον της ανάλυσης για τη χρηματοοικονομική επίδοση των εταιριών που επιδεικνύουν κοινωνική υπευθυνότητα, το άρθρο αυτό είναι ουσιώδες για τη συγκεκριμένη εργασία, γιατί κάνει χρήση, έστω και αθροιστικά, των ίδιων δεικτών περιβαλλοντικής,

εταιρικής και κοινωνικής ευαισθησίας, που θα ακολουθηθούν και στο εμπειρικό τμήμα της.

Στο κείμενο αυτό λοιπόν, ερευνάται αν μια θετική επίδοση στον τομέα της Εταιρικής Κοινωνικής Ευθύνης διευκολύνει για μια επιχείρηση τη λήψη εξωτερικής χρηματοδότησης. Οι εκφάνσεις της εταιρικής υπευθυνότητας που ελέγχονται, είναι αφενός εάν η καλύτερη ποιότητα των σχέσεων ανάμεσα στις ομάδες ενδιαφέροντος μιας επιχείρησης (stakeholders), και αφετέρου η μεγαλύτερη διαφάνεια, οδηγούν αντίστοιχα σε μείωση του συνολικού κόστους λειτουργίας της ίδιας της επιχείρησης, και στη μείωση του προβλήματος της ασύμμετρης πληροφόρησης. Έτσι, αναδεικνύεται πως οι δύο αυτές, συνεπακόλουθες της καλής επίδοσης στην ΕΚΕ μειώσεις, οδηγούν με τη σειρά τους σε ελάττωση των κεφαλαιακών περιορισμών, και άρα σε ευκολότερη πρόσβαση σε κεφάλαια για μια εταιρία.

Η λογική πίσω από την παραπάνω υπόθεση για μείωση των κεφαλαιακών περιορισμών στο δανεισμό, εξαιτίας υψηλών επιδόσεων στο αντικείμενο της Εταιρικής Κοινωνικής Ευθύνης, πηγάζει από τις εξής παρατηρήσεις. Πρώτον, μια παράμετρος που εκφράζει η επίδειξη μεγάλης κοινωνικής υπευθυνότητας από μια επιχείρηση, είναι οι καλές διαπροσωπικές σχέσεις μεταξύ των μερών που συμμετέχουν στη λειτουργία της, όπως είναι οι εργαζόμενοι, η διοίκηση ή οι πελάτες της, σε όρους εμπιστοσύνης και καλής συνεργασίας. Αυτό με τη σειρά του συνεπάγεται μείωση σε δαπάνες όπως το κόστος αντιπροσώπευσης, τα κόστη συναλλαγών και τα λειτουργικά έξοδα, γεγονός που συμβάλλει σε πιο εύρυθμη λειτουργία και σε μεγαλύτερη και πιο σταθερή κερδοφορία. Οι παραπάνω παράγοντες αξιολογούνται θετικά, και επιβραβεύονται από τις αγορές με ελάττωση των τριβών και ευκολότερη πρόσβαση στο δανεισμό.

Δεύτερον, η επίτευξη καλής επίδοσης σε θέματα ΕΚΕ αποτελεί κίνητρο για μια εταιρία να κοινοποιήσει τις ενέργειες που οδήγησαν σε αυτή, ώστε να γίνει ξεκάθαρη στην αγορά η ποιότητα και η μακροπρόθεσμη εστίασή της. Αυτό, προκαλεί με τη σειρά του μια διεύρυνση στο πλήθος και στην ποιότητα των παρεχόμενων πληροφοριών από την εταιρία προς το επενδυτικό κοινό, κάτι που μειώνει το πρόβλημα της ασύμμετρης πληροφόρησης (δυσμενούς επιλογής) μεταξύ επενδυτών και επιχείρησης, συνηγορώντας στο να γίνει πιο εφικτή η απόκτηση χορηγήσεων και επενδυτικών κεφαλαίων.

Το άρθρο αυτό, έρχεται να συμπληρώσει την υπάρχουσα βιβλιογραφία που ασχολείται με τη σημασία της ΕΚΕ για την εταιρική χρηματοοικονομική επίδοση, παρέχοντας στοιχεία αναφορικά με τη σχέση που συνδέει την πρόσβαση στις αγορές χρήματος και κεφαλαίων, με την εταιρική υπευθυνότητα. Χρησιμοποιώντας στοιχεία από 49 χώρες, προσδιορίζει για πρώτη ίσως φορά, τους μηχανισμούς εκείνους μέσω των οποίων η επίδοση μιας εταιρίας σε θέματα εταιρικής κοινωνικής ευθύνης μειώνει τους περιορισμούς που αυτή αντιμετωπίζει στην εύρεση κεφαλαίων.

Τα δεδομένα που χρησιμοποιούνται στους εμπειρικούς ελέγχους του κειμένου, για την ανάδειξη της σημασίας της Εταιρικής Κοινωνικής Ευθύνης

στις χρηματοοικονομικές επιδόσεις μιας εταιρίας, μέσω της μείωσης των κεφαλαιακών περιορισμών στο δανεισμό, αφορούν την περίοδο 2002 με 2009, και χωρίζονται σε δύο κατηγορίες. Σε στοιχεία σχετικά με τις επιδόσεις της ΕΚΕ, και στοιχεία που αφορούν μετρήσεις των κεφαλαιακών περιορισμών.

Αρχικά, για τη μέτρηση της Εταιρικής Κοινωνικής Ευθύνης και της απεικόνισής της ως ανεξάρτητης μεταβλητής, χρησιμοποιείται ένα σετ δεδομένων panel για τις 2.439 εταιρίες της βάσης Thomson Reuters ASSET4. Η βάση δεδομένων αυτή, έχοντας κερδίσει την εμπιστοσύνη των αγορών, λαμβάνει στοιχεία από διάφορες αξιόπιστες πηγές, αναφορικά με 900 ποιοτικούς και ποσοτικούς παράγοντες ενδιαφέροντος, για κάθε εταιρία. Με τη χρήση των 900 αυτών παραγόντων, κατασκευάζει ετησίως 250 επιμέρους δείκτες απόδοσης που χωρίζει σε 15 κατηγορίες, για 3 πυλώνες. Αυτούς του περιβάλλοντος, της κοινωνίας, και της εταιρικής διακυβέρνησης. Έτσι, αξιολογεί και κατατάσσει ετησίως τις εταιρίες του δείγματός της για κάθε έναν από τους 3 αυτούς πυλώνες επίδοσης εταιρικής και κοινωνικής ευθύνης.

Στο άρθρο γίνεται χρήση των τριών αυτών πυλώνων βαθμολόγησης της ASSET4 αθροιστικά για την κατασκευή ενός δείκτη κοινωνικής ευθύνης. Αναλυτικότερα, κατασκευάζεται μια μεταβλητή ΕΚΕ στην οποία κατατάσσονται ετησίως οι εταιρίες ανάλογα με την ισοσταθμισμένη μέση βαθμολογία τους για την επίδοση στους πυλώνες του περιβάλλοντος, της κοινωνίας και της εταιρικής διακυβέρνησης.

Από την άλλη, η αποτύπωση του επιπέδου των κεφαλαιακών περιορισμών ως δεσμευμένης μεταβλητής, γίνεται για κάθε χρόνο της έρευνας, με την κατασκευή ενός εκτενώς χρησιμοποιημένου δείκτη, που εισήχθη το 1997 από τους Kaplan και Zingales. Ο δείκτης KZ, όπως ευρέως αποκαλείται, χρησιμεύει για τη μέτρηση κεφαλαιακών περιορισμών στο δανεισμό. Συγκεκριμένα, γίνεται κατάταξη των εταιριών του δείγματος σε κατηγορίες διαφορετικών επιπέδων κεφαλαιακών περιορισμών, με βάση τα αποτελέσματα πέντε λογιστικών αριθμοδεικτών για κάθε εταιρία.

Τέλος αυτής της υποενότητας, που εκτός από τη χρηματοοικονομική απόδοση των βιώσιμων εταιρικών πρακτικών, ερευνά και τους παράγοντες που προσμετρούνται για την ίδια τη βαθμολόγηση των πρακτικών αυτών, αποτελεί η διαδικτυακά διαθέσιμη έκθεση της RobecoSAM (2015). Η έκθεση αυτή, αποτελεί ίσως το μόνο ξεκάθαρο και ταυτόχρονα ευρέως διαθέσιμο κείμενο, το οποίο περιγράφει αναλυτικά τις διαδικασίες που ακολουθούνται, και τα κριτήρια που λαμβάνονται υπόψη, στην αξιολόγηση των επιδόσεων μιας επιχείρησης στην Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη.

Αν και πρόκειται για μια πολύ συγκεκριμένη και υποκειμενική προσέγγιση των παραγόντων οι οποίοι κρίνονται σημαντικοί για τη βιωσιμότητα, και σε μεγάλο βαθμό προορίζεται για ιδιοχρησία, η αξία της μελέτης της έκθεσης αυτής είναι μεγάλη. Αφ' ενός, παρουσιάζει και κάνει κατανοητούς τους τρόπους μέτρησης των επιδόσεων στη βιωσιμότητα που ακολουθούνται από έναν διεθνώς αναγνωρισμένο επενδυτικό οίκο με εστίαση

στις επενδύσεις βιωσιμότητας, και αφετέρου εξηγεί τον τρόπο σύνταξης ενός από τους πιο σημαντικούς δείκτες βιωσιμότητας, του Dow Jones Sustainability Index. Δείκτες, τη συμμετοχή μιας εταιρίας στους οποίους, καλείται να αξιολογήσει η επόμενη υποενότητα.

Η RobecoSAM, ένας επενδυτικός οίκος με βασική κατευθυντήρια της επενδυτικής του στρατηγικής, την επιχειρηματική βιωσιμότητα των εταιριών που εξετάζει, από το 1999 συντάσσει και εκδίδει ετησίως, την Εταιρική Έκθεση Βιωσιμότητας (Corporate Sustainability Assessment), στην οποία αξιολογεί και κατατάσσει επιχειρήσεις με βάση την εταιρική και κοινωνική υπευθυνότητα ου επιδεικνύουν. Το παρόν κείμενο αναλύει τα κριτήρια και τον τρόπο σύνταξης της έκθεσης αυτής, και εξηγεί τη δομή του ερωτηματολογίου μέσω του οποίου συλλέγονται από τις ίδιες τις υπό εξέταση επιχειρήσεις τα δεδομένα που χρησιμοποιούνται για τη συγγραφή της.

Κάθε χρόνο η RobecoSAM καλεί τις 2.500 επιχειρήσεις του δείκτη Dow Jones Global Total Stock Market Index (DJGI) με τη μεγαλύτερη κεφαλαιοποίηση παγκοσμίως, να συμμετάσχουν στην έρευνα για τη συγγραφή της Εταιρικής Έκθεσης Βιωσιμότητας. Οι εταιρίες αυτές συμπληρώνουν ένα ερωτηματολόγιο αποτελούμενο από περίπου 80 με 120 ερωτήσεις, ο αριθμός και το περιεχόμενο των οποίων ποικίλει ανάλογα με το σε ποιον από τους 59 κλάδους της βιομηχανίας ανήκουν.

Οι ερωτήσεις αυτές αφορούν σχεδόν ισομερώς, γενικούς και κλαδικά εξειδικευμένους μη χρηματοοικονομικούς παράγοντες, που καλύπτουν τους 3 πυλώνες της επιχειρηματικής βιωσιμότητας σε σχέση με το περιβάλλον, την κοινωνία και την εταιρική διακυβέρνηση. Κάθε ένας από τους τρεις αυτούς πυλώνες αντιπροσωπεύεται από 6 με 10 κριτήρια και αυτά με τη σειρά τους από 2 με 10 ερωτήσεις το καθένα. Οι πυλώνες, τα κριτήριά τους, και συνολικά οι ερωτήσεις του ερωτηματολογίου, που απεικονίζουν τους παράγοντες βιωσιμότητας, σταθμίζονται με διαφορετική βαρύτητα ανάλογα με τον κλάδο στον οποίο απευθύνονται.

Το περιεχόμενο της πληροφορίας που συγκεντρώνεται έτσι, αφορά χρήσιμους παράγοντες, η γνώση των οποίων οδηγεί σε πιο πλήρεις επενδυτικές επιλογές. Συγκεκριμένα, η μεθοδολογία εστιάζει σε ανεπαρκώς ερευνημένους από τη συμβατική χρηματοοικονομική ανάλυση, μακροχρόνιους παράγοντες βιωσιμότητας, οι οποίοι σχετίζονται με κάθε κλάδο και είναι σημαντικοί για την εταιρική χρηματοοικονομική απόδοση. Παραδείγματα τέτοιων παραγόντων αφορούν θέματα που συνεχώς μεταβάλλουν το περιβάλλον λειτουργίας μιας επιχείρησης, όπως είναι η κλιματική αλλαγή, η γήρανση του πληθυσμού, ή ο περιορισμός των πρώτων υλών. Αναλυτικότερα, ερευνάται αν η υπό εξέταση εταιρία έχει επίγνωση για τους παράγοντες βιωσιμότητας και την επίδρασή τους στην οικονομική της απόδοση, αν έχει εντάξει στη λειτουργία της στρατηγικές βιωσιμότητας που να αντιμετωπίζουν ή να επωφελούνται από τους παράγοντες αυτούς, με στόχο τη βελτίωση της οικονομικής της κατάστασης, και αν και κατά πόσο οι πρακτικές αυτές αποδίδουν.

Με τη συλλογή λοιπόν των απαντήσεων των εταιριών, και αφού διασταυρωθεί και επαληθευτεί και με άλλες διαθέσιμες, αξιόπιστες πηγές η ακρίβεια τους, συγκεντρώνονται τα στοιχεία που χρησιμοποιούνται στην ανάλυση. Έτσι, η RobecoSAM αναγνωρίζει τις εταιρίες εκείνες που ακολουθούν τις πιο συμβατές με την επιχειρηματική βιωσιμότητα πρακτικές, και τις κατατάσσει ανά κλάδο, βαθμολογώντας τις από το μηδέν μέχρι το εκατό. Σε δεύτερο χρόνο, χρησιμοποιώντας τις κατατάξεις αυτές, κατασκευάζει το δείκτη βιωσιμότητας Dow Jones Sustainability Index (DJSI), με τη χρήση των 10% υψηλότερα βαθμολογημένων εταιριών ανά κλάδο.

Για την περαιτέρω διασφάλιση της εγκυρότητας των αξιολογήσεων με βάση τις οποίες κατατάσσονται οι εταιρίες, πέραν των ερωτηματολογίων, στη σύνταξη της Εταιρικής Έκθεσης Βιωσιμότητας χρησιμοποιούνται και πραγματικά δεδομένα των εταιριών αυτών από την επικαιρότητα σχετικά με τους παραπάνω παράγοντες. Τα δεδομένα αυτά λαμβάνονται καθημερινά από τον οίκο ερευνών RepRisk, που αποτελεί μια από τις μεγαλύτερες και πιο αξιόπιστες εταιρίες στη συγκέντρωση και δημοσίευση πληροφοριών, αναφορικά με τις εταιρικές επιδόσεις σε θέματα περιβάλλοντος, κοινωνίας και εταιρικής διακυβέρνησης. Στην περίπτωση που από τα δεδομένα αυτά προκύψει πως μια επιχείρηση έχει εμπλακεί σε κάποιο περιστατικό πιθανώς επιζήμιο για τη φήμη και την οικονομική της κατάσταση, διενεργείται έρευνα για τη σημασία των επιπτώσεων του περιστατικού αυτού στη ίδια την εταιρία, και αξιολογούνται οι ενέργειες της εταιρίας για την αποκατάστασή του. Με τον τρόπο αυτό, αναπροσαρμόζεται όπου χρειάζεται η βαθμολογία και η κατάταξη των εταιριών, για να απεικονίζει στο βέλτιστο την πραγματική τους εικόνα, κάτι που μπορεί να συνεπάγεται και επανεξέταση για την ίδια τη συμμετοχή τους στο δείκτη βιωσιμότητας Dow Jones.

Τέλος, στην ίδια κατεύθυνση για τη διασφάλιση της εγκυρότητας, επιπλέον των παραπάνω, κάθε χρόνο γίνεται αναθεώρηση της μεθοδολογίας συγγραφής της Εταιρικής Έκθεσης Βιωσιμότητας. Όπου κρίνεται απαραίτητο, γίνονται τροποποιήσεις στο περιεχόμενο των ερωτήσεων και στη στάθμιση της σημασίας τους, με στόχο την κάλυψη νέων παραγόντων βιωσιμότητας που κρίνονται σημαντικοί για τη χρηματοοικονομική απόδοση και την αξιολόγηση μιας εταιρίας.

3.1.2 Συμμετοχή σε δείκτες Βιωσιμότητας (Sustainable Indices)

Στο δεύτερο μισό αυτής της ενότητας, συνεχίζει η μελέτη της βιβλιογραφίας που ερευνά την επίδραση των επιδόσεων στην επιχειρηματική βιωσιμότητα πάνω στις εταιρικές χρηματοοικονομικές αποδόσεις. Με μία βασική διαφορά. Η επίδοση στην Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη δεν αποτιμάται πλέον μέσα από μια συνολική βαθμολογία βιωσιμότητας που αποδίδεται στην εκάστοτε επιχείρηση που εξετάζεται. Αντ' αυτού, η θετική αυτή επίδοση διαφαίνεται μέσα από τη συμμετοχή της υπό εξέταση εταιρίας σε κάποιο δείκτη βιωσιμότητας. Οι δύο βασικοί δείκτες βιωσιμότητας που εξετάζονται

παρακάτω είναι ο Dow Jones Sustainability Index και ο FTSE4Good, με το μεγαλύτερο μέρος της βιβλιογραφικής ανασκόπησης να καλύπτει ο πρώτος, για τον οποίο η υπάρχουσα έρευνα είναι εκτενέστερη για λόγους όπως το μέγεθός του, η μεγάλη διάρκεια ύπαρξής του, και κυρίως η ευρεία διαθεσιμότητα σε στοιχεία που τον αφορούν.

Τα συμπεράσματα αυτής της υποενοότητας παρουσιάζουν και πάλι αποκλίσεις, αναφορικά με τη σχέση που συνδέει τη χρηματοοικονομική απόδοση μιας επιχείρησης, και τη συμμετοχή της σε κάποιο δείκτη βιωσιμότητας αν και οι απόψεις για θετική σχέση είναι περισσότερες.

Το πρώτο κείμενο που εισάγει στην ανάλυση των δεικτών βιωσιμότητας, είναι το άρθρο των Fowler και Hope (2007). Η μελέτη αυτή, έρχεται να συμπληρώσει την υπάρχουσα βιβλιογραφία που ερευνά τη χρηματοοικονομική απόδοση επενδύσεων οι οποίες έχουν ως βασικό κριτήριο επιλογής υποκείμενων, τις υψηλές επιδόσεις στην Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη, με το να μελετήσει τα εξής τρία αντικείμενα. Αρχικά, τις αποδόσεις χρηματιστηριακών δεικτών με βασικό γνώμονα κατάρτισης τις επενδύσεις στη βιωσιμότητα (Sustainable investment indices), σε σύγκριση με αντίστοιχους δείκτες, που κατασκευάζονται όμως με άλλα κριτήρια. Δεύτερον, τη μεθοδολογία και τον τρόπο με τον οποίο οι κυριότεροι δείκτες βιωσιμότητας καταρτίζονται. Και τρίτον, τον αντίκτυπο που οι δείκτες αυτοί έχουν στις επιχειρήσεις και εν γένει στην επενδυτική κοινότητα.

Εισαγωγικά, συνοψίζοντας τη βιβλιογραφία για την απόδοση των κοινωνικά υπεύθυνων αμοιβαίων κεφαλαίων, τα συμπεράσματα της έρευνας είναι αντικρουόμενα. Διάφορες μελέτες δείχνουν πως δεν υπάρχει εμφανής διαφορά μεταξύ των αποδόσεων βιώσιμων και μη αμοιβαίων κεφαλαίων. Άλλες θεωρούν πως η ένταξη ενός βιώσιμου επενδυτικού κεφαλαίου σε ένα χαρτοφυλάκιο, μειώνει αισθητά τον κίνδυνο που αυτό αντιμετωπίζει, ενώ υπάρχουν ερευνητές που υποστηρίζουν πως η επένδυση σε τέτοια επενδυτικά οχήματα συνοδεύεται από σημαντικά οικονομικά κόστη. Όλα τα προηγούμενα, αναδεικνύουν την ανάγκη διεξαγωγής περαιτέρω έρευνας για την εξαγωγή αξιόπιστων συμπερασμάτων σχετικά με τις αποδόσεις των βιώσιμων αμοιβαίων κεφαλαίων.

Αναφορικά με τις οικονομικές αποδόσεις των δεικτών βιωσιμότητας, η έρευνα είναι λιγότερο διευρυμένη και τα αποτελέσματά της εξίσου αντικρουόμενα. Λόγοι για αυτό, πέραν της σχετικά πρόσφατης εισαγωγής τέτοιων δεικτών στο χώρο των επενδύσεων, είναι και διαφορές που προκύπτουν σε αντικείμενα όπως το μέγεθος, η χώρα προέλευσης ή οι διαφορετικές σταθμίσεις των βιομηχανικών κλάδων, σε σχέση με άλλους συγκρίσιμους δείκτες. Μόνη εξαίρεση στο βαθμό κάλυψης της έρευνας αποτελεί ίσως ο Domini 400 Social Index, δείκτης με μεγαλύτερη από τους υπόλοιπους διάρκεια ύπαρξης. Στην περίπτωση αυτή, τα αποτελέσματα δεν δείχνουν διαφορά στις αποδόσεις από αντίστοιχους δείκτες, όπως ο S&P 500.

Η μεθοδολογία κατασκευής ποικίλει ανάμεσα στους διάφορους δείκτες βιωσιμότητας, με κύρια προσέγγιση την αποφυγή της συμμετοχή κλάδων της

οικονομίας, οι δραστηριότητες των οποίων χαρακτηρίζονται ως επιβλαβείς, ή κοινωνικά μη αποδεκτές και ανήθικες. Άλλη μέθοδος αποτελεί η σύνθεση του εκάστοτε δείκτη με τη συμμετοχή εταιριών που πληρούν κάποια κριτήρια αναφορικά με τις επιδόσεις τους στον τομέα της Εταιρικής Κοινωνικής Ευθύνης, ή ακόμα και τη συμμετοχή μόνο των εταιριών με τις υψηλότερες επιδόσεις ανά κλάδο.

Χαρακτηριστικό παράδειγμα δείκτη βιωσιμότητας αποτελεί ο Dow Jones Sustainability Index. Λόγοι για τη σημασία του DJSI είναι, η συγκριτικά με άλλους δείκτες βιωσιμότητας, μεγάλη διάρκεια ύπαρξής του, η παγκόσμια εμβέλεια και μεγάλη αποδοχή του από τις αγορές, καθώς και η δυνατότητα πρόσβασης στο πληροφοριακό περιεχόμενό του από το ευρύ κοινό.

Από την άλλη, κριτική ασκείται από τους Fowler και Hope, στο άρθρο τους αυτό, για τη διαδικασία κατασκευής του. Η βασικότερη παρατήρηση έχει να κάνει με τη μεγαλύτερη βαρύτητα που έχουν για την ένταξη των εταιριών στο δείκτη, οι οικονομικές πτυχές των παραγόντων της Κοινωνικής Ευθύνης, που μελετώνται. Η καθαρά οικονομική αυτή εστίαση, αφενός οδηγεί σε αντίστοιχες σταθμίσεις των κλάδων της βιομηχανίας, με αυτές στην κατασκευή του Dow Jones Global Index, βασικό δείκτη σύγκρισης του DJSI, και αφετέρου στην αποδεδειγμένα ευκολότερη ένταξη στο δείκτη για τις μεγάλες εταιρίες.

Τέλος, σε ανάλυση του αντίκτυπου που οι δείκτες βιωσιμότητας έχουν για τις εταιρίες και την ευρύτερη επενδυτική κοινότητα, πάλι η υπάρχουσα έρευνα είναι περιορισμένη, αν και κύρια άποψη που επικρατεί είναι πως δεν υπάρχει σοβαρός αντίκτυπος των δεικτών αυτών. Η άποψη αυτή υποστηρίζεται και στο παρόν κείμενο, μέσα από τα εξής συμπεράσματα.

Αρχικά, υπάρχει μικρή ζήτηση από τις εταιρίες διαχείρισης επενδυτικών κεφαλαίων για την απόκτηση άδειας με στόχο τη χρήση της πληροφορίας που παρέχουν οι δείκτες βιωσιμότητας, κάτι που φαίνεται ξεκάθαρα από δεδομένα σε σχέση με τον DJSI, για τον οποίο υπάρχουν διαθέσιμες πληροφορίες.

Επίσης, τα διαχειριζόμενα κεφάλαια με τη χρήση και καθοδήγηση των δεικτών βιωσιμότητας για τις ΗΠΑ, αποτελούν ένα πολύ μικρό ποσοστό των συνολικών επενδυτικών κεφαλαίων για τη χώρα.

Δεύτερο κείμενο πάνω στη μελέτη των δεικτών βιωσιμότητας είναι το άρθρο των Belghitar, Clark και Deshmukh (2014). Με αφορμή την αύξηση των επενδυτικών κεφαλαίων, που η διαχείρισή τους γίνεται με γνώμονα την επιχειρηματική βιωσιμότητα τα τελευταία χρόνια, το άρθρο αυτό έρχεται να εξετάσει τις χρηματοοικονομικές αποδόσεις των κοινωνικά υπεύθυνων μορφών επενδύσεων (SRI) σε σύγκριση με άλλες συμβατικές μορφές επενδύσεων.

Αντίθετα με την υπάρχουσα βιβλιογραφία που υποστηρίζει τη μη ύπαρξη ουσιαστικών διαφορών μεταξύ των δύο, αναδεικνύει την επιβάρυνση των βιώσιμων επενδύσεων με σημαντικά χρηματοοικονομικά κόστη. Με τη δημιουργία εικονικών χαρτοφυλακίων που συνδυάζουν κοινωνικά υπεύθυνους και μη δείκτες, διαφαίνεται η υπεροχή των συμβατικών δεικτών έναντι των δεικτών βιωσιμότητας, και η αντίστοιχη υπεροχή απέναντι και στις

δύο κατηγορίες δεικτών μεμονωμένα, από χαρτοφυλάκια που τους συνδυάζουν.

Αυτό επιτυγχάνεται παρακάμπτοντας τους παραδοσιακούς ελέγχους και υποδείγματα της Χρηματοοικονομικής, που περιλαμβάνουν πολλές ελλείψεις και υποθέσεις οι οποίες στον πραγματικό κόσμο δεν ισχύουν, με τη χρήση της θεωρίας πιθανοτήτων, και βασική υπόθεση την αποστροφή των επενδυτών στον κίνδυνο. Δηλαδή, σε όρους προτίμησης του μικρότερου αναλαμβανόμενου κινδύνου από έναν μέσο ορθολογικό επενδυτή για τη μεγιστοποίηση της απόδοσης που θα έχει, μελετάται η υπεροχή ή όχι ενός υπεύθυνου κοινωνικά επενδυτικού οχήματος, σε σύγκριση με κάποιο άλλο. Έτσι, ενώ σύμφωνα με τους παραδοσιακούς ελέγχους της μέσης τιμής και της διακύμανσης των αποδόσεων, οι δείκτες βιωσιμότητας δεν διαφέρουν από τους υπόλοιπους συμβατικούς δείκτες, η μελέτη αυτή δείχνει πως υπό την έννοια της ατομικής χρησιμότητας του επενδυτή, είναι υποδεέστεροι.

Οι δείκτες βιωσιμότητας που χρησιμοποιούνται στους ελέγχους του άρθρου είναι οι FTSE4-GOOD, οι οποίοι καλύπτουν τέσσερις γεωγραφικές περιοχές. Αυτές των ΗΠΑ, της Βρετανίας, της Ευρώπης και ένας που παρέχει παγκόσμια κάλυψη, για μία περίοδο από τον Ιούλιο του 2001, μέχρι και το Νοέμβριο του 2010, με τη χρήση εβδομαδιαίων παρατηρήσεων.

Με βάση την παραπάνω προσέγγιση λοιπόν, γίνεται σύγκριση των τεσσάρων δεικτών βιωσιμότητας FTSE4-GOOD με αντιστοίχων χαρακτηριστικών συμβατικούς δείκτες, αλλά και με συνδυαστικά κατασκευασμένους δείκτες που απαρτίζονται από εταιρίες, επιλεγμένες από τις δύο παραπάνω κατηγορίες δεικτών. Τα αποτελέσματα των πρώτων αυτών ελέγχων σύγκρισης δείχνουν σημαντική υπεροχή των συμβατικών δεικτών. Επίσης εμφανίζουν στοιχεία και για την κυριαρχία των συνδυαστικών δεικτών πάνω στους αντίστοιχους δείκτες βιωσιμότητας.

Από τις παρατηρήσεις αυτές, προκύπτει πως ένας επενδυτής μπορεί να μεγιστοποιήσει τη χρησιμότητά του με το να μειώσει την κατοχή του στους δείκτες βιωσιμότητας και να αυξήσει τα κεφάλαια που επενδύει στους συμβατικούς. Για το λόγο αυτό, συντίθενται χαρτοφυλάκια μηδενικού κόστους, με την πώληση του εκάστοτε δείκτη βιωσιμότητας και με τα έσοδα από την πώληση αυτή, την αγορά του συγκρινόμενου συμβατικού. Με τον έλεγχο αυτό, εξάγεται πως τα χαρτοφυλάκια αυτά υπερέχουν από μεμονωμένους τους δείκτες που τα αποτελούν, τόσο με βάση παραδοσιακά κριτήρια, όσο και με την αυξημένη αναμενόμενη χρησιμότητα που προσφέρουν.

Στο σημείο αυτό, η βιβλιογραφική ανασκόπηση συνεχίζει εστιάζοντας περισσότερο στο δείκτη βιωσιμότητας Dow Jones Sustainability Index, και στην επίδραση που έχει στη χρηματοοικονομική απόδοση μιας εταιρίας, η συμμετοχή της σε αυτόν. Βασικές αιτίες για την εστίαση αυτή, όπως αναφέρθηκε και προηγουμένως, είναι ουσιαστικά, η εκτενέστερη κάλυψη του DJSI από την αντίστοιχη βιβλιογραφία, και κυρίως, η ευρέως αναγνωρισμένη εγκυρότητα και πληρότητα της διαδικασίας σύνταξής του, όπως αυτή περιγράφεται στην προηγούμενη ενότητα. Μια διαδικασία που δεν αθροίζει

απλώς βαθμολογίες για εταιρικές πρακτικές, αλλά σταθμίζει τη σημασία που οι πρακτικές αυτές έχουν ανά κλάδο, κατασκευάζοντας έτσι ένα αξιόπιστο μέτρο απόδειξης εταιρικής κοινωνικής ευθύνης.

Η ανάλυση θα ξεκινήσει με ένα κείμενο το οποίο αναδεικνύει την ύπαρξη αρνητικής σχέσης, τουλάχιστον σε βραχυχρόνιο ορίζοντα, μεταξύ της συμμετοχής μιας επιχείρησης στον DJSI και των χρηματοοικονομικών της αποδόσεων. Η μελέτη που στρέφεται σε αυτή την κατεύθυνση, είναι το άρθρο των López, García, και Rodríguez (2007).

Το κείμενο αυτό μελετά πόσο διαφοροποιείται η χρηματοοικονομική απόδοση μεταξύ δυο ομάδων, αποτελούμενες από 110 αντιστοίχων χαρακτηριστικών, ευρωπαϊκές επιχειρήσεις, μέσα από τη σύγκριση κάποιων σημαντικών λογιστικών μεταβλητών, στην περίπτωση που οι επιχειρήσεις αυτές συμμετέχουν ή όχι στον DJSI. Ειδικότερα οι ομάδες αυτές αποτελούνται αμφότερες από 55 επιχειρήσεις που ανήκουν αφενός στον DJSI, και αφετέρου από εταιρίες που είναι μέλη του Dow Jones Global Index (DJGI), αλλά όχι του DJSI για μια περίοδο 7 ετών, από το 1998 έως το 2004. Τα συμπεράσματα στα οποία καταλήγει η εμπειρική μελέτη του άρθρου, αναδεικνύουν την ύπαρξη βραχυπρόθεσμης χρηματοοικονομικής επιβάρυνσης, από την υιοθέτηση πρακτικών που έγκεινται στο πλαίσιο της Εταιρικής Κοινωνικής Ευθύνης.

Εστιάζοντας στις βραχυχρόνιες επιπτώσεις πάνω στην απόδοση μιας εταιρίας και στο αν οι επιπτώσεις αυτές έχουν διάρκεια, ως αποτέλεσμα της υιοθέτησης επιχειρηματικά βιώσιμων πρακτικών, το άρθρο αυτό χρησιμοποιεί τα εξής δεδομένα. Συγκεκριμένα, για την αποτύπωση των χρηματοοικονομικών αποδόσεων μιας εταιρίας, γίνεται χρήση λογιστικών μετρήσεων, σε αντίθεση με μεταβλητές που επικεντρώνονται στην αποτίμηση μιας επιχείρησης από την αγορά και μπορεί να περιέχουν θόρυβο που να προέρχεται από άλλους παράγοντες.

Οι πρώτες δύο λογιστικές μεταβλητές οι οποίες αποτελούν τις δεσμευμένες μεταβλητές των δύο ελέγχων του άρθρου, συνοψίζονται στα κέρδη προ φόρων (profit before tax), και στα έσοδα (revenues). Οι υπόλοιπες μεταβλητές που αναπαριστούν τους παλινδρομητές των ελέγχων αυτών, είναι μετρήσεις όπως το σύνολο του ενεργητικού, το περιθώριο κέρδους, το κόστος κεφαλαίου, ο δείκτης απόδοσης ενεργητικού, και ψευδομεταβλητές για τη χώρα προέλευσης και τον κλάδο της κάθε εταιρίας.

Οι δύο αυτοί έλεγχοι, που πραγματοποιούνται στις δύο ομάδες εταιριών, στόχο έχουν από τη μία την έρευνα της επίδρασης της συμμετοχής ή όχι στον DJSI, πάνω στα κέρδη προ φόρων, και από την άλλη, σε δεύτερο χρόνο, να εξετάσουν εάν οι επιδράσεις αυτές, έχουν διάρκεια στο χρόνο.

Τα αποτελέσματα των δύο αυτών ελέγχων είναι τα παρακάτω. Αρχικά, προκύπτει μια αρνητική σχέση ανάμεσα στη συμμετοχή στον DJSI, και στις χρηματοοικονομικές αποδόσεις μιας εταιρίας, για τα πρώτα χρόνια μετά από την ένταξή της στο δείκτη. Κάτι που αναδεικνύει πως μια επιχείρηση που αποφασίζει να ενσωματώσει στη λειτουργία της κοινωνικά υπεύθυνες

πρακτικές, στο άμεσο μέλλον από την υλοποίηση αυτής της απόφασης, αντιμετωπίζει χρηματοοικονομική επιβάρυνση, συγκριτικά με επιχειρήσεις χωρίς αυτόν τον προσανατολισμό. Εξήγηση σε αυτό δίνει το γεγονός πως για την κάλυψη των εξόδων, που προκύπτουν από την επένδυση σε επιχειρηματικά βιώσιμες στρατηγικές, απορροφώνται κεφάλαια και πόροι από άλλες διεργασίες, αφού σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα δεν είναι δυνατό να οριστούν οι απαραίτητες προβλέψεις ή να ληφθεί εξωτερική χρηματοδότηση.

Παρ' όλα αυτά στο χρονικό διάστημα που καλύπτει η έρευνα, δεν διαφαίνεται η επιβάρυνση αυτή να επιμένει για μεγάλη διάρκεια. Κάτι που επίσης σημαίνει πως τα 7 έτη που καλύπτει το δείγμα της μελέτης, δεν είναι αρκετά για να διερευνηθεί με ακρίβεια η όποια μακροπρόθεσμη, θετική ή αρνητική επίδραση της συμμετοχής στο δείκτη πάνω στις εταιρικές χρηματοοικονομικές αποδόσεις.

Τα υπόλοιπα άρθρα της υποενοτήτας αυτής στρέφονται σε συμπεράσματα για αμιγώς θετική επίδραση της εταιρικής κοινωνικής υπευθυνότητας στις εταιρικές χρηματοοικονομικές αποδόσεις. Το επόμενο άρθρο που αναλύεται, είναι αυτό των Lourenço et al. (2012), όπου σε αντίθεση με το προηγούμενο κείμενο των López, Garcia, και Rodriguez (2007), αναδεικνύει την ύπαρξη θετικής συσχέτισης, μεταξύ των επιδόσεων στην επιχειρηματική βιωσιμότητα, με τις χρηματοοικονομικές αποδόσεις μιας εταιρίας, και πιο συγκεκριμένα, με την αγοραία αξία των ιδίων κεφαλαίων της (Market value of equity). Ερμηνεύοντας ουσιαστικά τη συμμετοχή μιας επιχείρησης στον Dow Jones Sustainability Index, ως σημαντική ένδειξη υψηλής κοινωνικής υπευθυνότητας, εξετάζει εάν η συμμετοχή αυτή έχει κάποια προβλεπτική ικανότητα, αναλογικά με το μέγεθος και την κερδοφορία της εταιρίας, πάνω στη χρηματοοικονομική της απόδοση.

Βασική υπόθεση του άρθρου, είναι πως μια επιχείρηση υιοθετεί στοχευμένα πρακτικές βιωσιμότητας στη λειτουργία της, με απώτερο σκοπό την ικανοποίηση των απαιτήσεων και προσδοκιών των ομάδων ενδιαφέροντος με τις οποίες αλληλεπιδρά, ώστε να κερδίσει έτσι την υποστήριξη και επιβράβυσή τους, καθώς και τα πιθανά χρηματοοικονομικά οφέλη που αυτές συνεπάγονται, μέσω της δημιουργίας ανταγωνιστικών πλεονεκτημάτων και αύξησης της φήμης τους.

Με δεδομένη λοιπόν την παραπάνω υπόθεση, η μελέτη αυτή εξετάζει την ύπαρξη αρνητικών χρηματοοικονομικών επιπτώσεων για μια εταιρία, ως αντίδραση των επενδυτών και εν γένει της αγοράς, στην πιθανότητα επίδειξης από αυτή, χαμηλής εταιρικής και κοινωνικής υπευθυνότητας. Εάν δηλαδή η αγορά «τιμωρεί» τις επιχειρήσεις εκείνες που ενώ έχουν τα κίνητρα να ακολουθήσουν επιχειρηματικά βιώσιμες πρακτικές, δεν το κάνουν. Μια επιβάρυνση, που αναμένεται μάλιστα να είναι αναλογικά πιο έντονη σε μεγαλύτερες και επικερδέστερες εταιρίες, εξαιτίας του λεπτομερέστερου ελέγχου στον οποίο υπόκεινται από την αγορά, λόγω της μεγαλύτερης προβολής και της μεγαλύτερης διαθεσιμότητας κεφαλαίων για επένδυση σε βιώσιμες πρακτικές.

Το δείγμα της έρευνας καλύπτει την περίοδο από το 2007 έως το 2010, και τα δεδομένα που περιέχει, αφορούν τις 600 μεγαλύτερες επιχειρήσεις του δείκτη Dow Jones Global Total Stock Market Index για το 2010, οι οποίες εδρεύουν στον Καναδά και τις ΗΠΑ.

Περιληπτικά, για τη δημιουργία της κύριας ανεξάρτητης μεταβλητής, από τις 600 αυτές εταιρίες, κατασκευάζονται δύο υποομάδες επιχειρήσεων. Η πρώτη αποτελείται μόνο από τις εταιρίες εκείνες οι οποίες και τα 4 χρόνια του δείγματος συμμετείχαν στον Dow Jones Sustainability Index. Η δεύτερη απαρτίζεται, μόνο από τις επιχειρήσεις που απείχαν από τον DJSI, πάλι για όλη τη διάρκεια του δείγματος. Έτσι, απεικονίζονται αφενός οι εταιρίες εκείνες με την υψηλότερη επίδοση σε Εταιρική και Κοινωνική Ευθύνη, οι οποίες αποτελούν το 20% του δείγματος, και αφετέρου, εκείνες που δεν επενδύουν καθόλου στην επιχειρηματική βιωσιμότητα.

Οι υπόλοιπες ανεξάρτητες μεταβλητές αποτελούν λογιστικούς κατά βάση, προσδιοριστικούς παράγοντες για την προσέγγιση της εξαρτημένης, της αγοραίας δηλαδή αξίας των ιδίων κεφαλαίων (Market value of equity), όπως η λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων (Book value of equity) ή τα καθαρά λειτουργικά έσοδα (Net operating income). Επίσης, στις παλινδρομήσεις του άρθρου χρησιμοποιούνται μεταβλητές που απεικονίζουν πληροφορίες όπως το μέγεθος, η κερδοφορία, το επίπεδο της μόχλευσης, οι ταμειακές ροές ή ο βιομηχανικός κλάδος της εκάστοτε επιχείρησης, δεδομένα που συμπληρώνουν τον έλεγχο της χρηματοοικονομικής απόδοσης για μια επιχείρηση.

Συνοπτικά, αυτό που αναδεικνύει το συγκεκριμένο άρθρο, είναι πως οι επενδυτές αξιολογούν θετικά την επίδειξη εταιρικής και κοινωνικής υπευθυνότητας από μια εταιρία. Η ανάληψη επιχειρηματικά βιώσιμων πρακτικών, οδηγεί σε θετικότερες χρηματοοικονομικές αποδόσεις, και μάλιστα η μη ένταξη τέτοιων πρακτικών στη λειτουργία μιας επιχείρησης είναι κατακριτέα από την αγορά, και έχει αρνητικότερες συνέπειες, για τις μεγάλες και πιο επικερδείς εταιρίες.

Το άρθρο των Robinson, Kleffner και Bertels (2011), είναι ακόμα ένα κείμενο που ερευνά την επίδραση της υψηλής εταιρικής και κοινωνικής ευθύνης, όπως αυτή εκφράζεται μέσω της συμμετοχής στον Dow Jones Sustainability Index, πάνω στις εταιρικές χρηματοοικονομικές αποδόσεις. Τα συμπεράσματά του συνηγορούν πάλι, υπέρ της θετικής συσχέτισης των δύο, αφού η ανακοίνωση για την εισαγωγή μιας εταιρίας στο δείκτη, συνδέεται με αύξηση στην αξία της επιχείρησης, τόσο βραχυπρόθεσμα, όσο και μεσοπρόθεσμα, και πιο συγκεκριμένα συνδέεται με μια διαρκή αύξηση στην τιμή της μετοχής.

Το κείμενο αυτό, παίρνει σαν βασική υπόθεση πως η απόδειξη υψηλής εταιρικής και κοινωνικής υπευθυνότητας, που συνεπάγεται η συμμετοχή στον DJSI, δρα θετικά στην αξία της επιχείρησης, μέσω της αυξημένης, θετικότερης φήμης που της προσφέρει απέναντι στις ομάδες ενδιαφέροντος αλλά και στο ευρύτερο κοινωνικό σύνολο. Έτσι, για τις εταιρίες των ΗΠΑ και του Καναδά,

που συμμετέχουν στο δείκτη, και αποτελούν περίπου το $\frac{1}{4}$ του πλήθους των μελών του, έρχεται να ελέγξει την αντίδραση της μετοχικής αγοράς στην εισαγωγή ή διαγραφή τους, για μια περίοδο 6 μηνών που περικλείει την ανακοίνωσή της. Η διάρκεια της έρευνας καλύπτει τα έτη από το 2003 έως το 2007.

Αναλυτικότερα, με τη χρήση του όρου των σωρευτικών υπερβαλλουσών αποδόσεων (cumulative abnormal returns), εξετάζονται οι τέσσερις επόμενες επιμέρους υποθέσεις. Πρώτον, εάν υπάρχει μέση αύξηση στην τιμή των μετοχών, κατόπιν της ανακοίνωσης πως οι εκδότριες εταιρίες τους εντάσσονται στον DJSI. Δεύτερον, εάν εταιρίες οι οποίες διαγράφονται από το δείκτη, παρατηρούν πτώση στην τιμή των μετοχών τους, μετά την ανακοίνωση της διαγραφής τους αυτής. Τρίτον, εάν η χρονική στιγμή κατά την οποία η ένταξη τίθεται σε ισχύ, ακολουθείται από αύξηση στην τιμή των μετοχών. Και τέταρτον, πάλι για το διάστημα μετά την ημερομηνία εφαρμογής, εάν μια διαγραφή από το δείκτη συνεπάγεται πτώση στη μέση τιμή των μετοχών.

Ο έλεγχος δηλαδή των παραπάνω υποθέσεων γίνεται με τον υπολογισμό της μέσης απόδοσης των αμερικανικών μετοχών που αλληλεπιδρούν με τον DJSI, είτε αυτό σημαίνει την προσθήκη, είτε τη διαγραφή τους από αυτόν.

Ενώ τα αποτελέσματα των ελέγχων δεν είναι τόσο σημαντικά για την περίοδο που ακολουθεί άμεσα την ανακοίνωση των εταιριών που συνθέτουν τον DJSI σε σχέση με τις πρώτες δύο υποθέσεις του άρθρου, μετά την ημερομηνία εφαρμογής η κατάσταση αλλάζει. Τα αποτελέσματα δείχνουν μια θετική και στατιστικά σημαντική συσχέτιση της ένταξης μιας εταιρίας στο δείκτη, με την αύξηση της μέσης τιμής της μετοχής της, επιβεβαιώνοντας με τον τρόπο αυτό την τρίτη υπόθεση. Αντίθετα, τα στοιχεία για την τελευταία υπόθεση δεν είναι σημαντικά.

Συμπερασματικά, αναδεικνύεται πάλι, πως η στρατηγική επιλογή μιας εταιρίας να ακολουθήσει βιώσιμες πολιτικές, και να επενδύσει στην ευρεία κοινοποίησή τους, μέσω της συμμετοχής της σε έναν αναγνωρισμένο δείκτη βιωσιμότητας, όπως ο DJSI, ωφελεί την αξία της επιχείρησης, υπερκαλύπτοντας τα όποια κόστη.

Στη συνέχεια, εξετάζεται ακόμα μία μελέτη η οποία ερευνά την επίδραση που έχει στις χρηματοοικονομικές αποδόσεις μιας επιχείρησης, η συμμετοχή στον Dow Jones Sustainability Index, συμμετοχή η οποία για μια εταιρία εκφράζει την υιοθέτηση επιχειρηματικά βιώσιμων πρακτικών. Η μελέτη αυτή είναι το άρθρο των Antzoulatos και Syrmos (2016).

Τα στοιχεία που παρέχει το άρθρο αυτό, οδηγούν επίσης στο συμπέρασμα πως η ένταξη μιας επιχείρησης στον DJSI αποτιμάται σαν κάτι το θετικό, αφού προκαλεί αύξηση του λόγου της αγοράς προς τη λογιστική αξία του ενεργητικού (market to book ratio), παρά το επιπλέον κόστος που επισύρει η επίδειξη εταιρικής υπευθυνότητας, και τον μεγαλύτερο έλεγχο που προϋποθέτει η απόδειξή της.

Τα δεδομένα που χρησιμοποιούνται, χωρίς να περιορίζονται από γεωγραφικούς περιορισμούς, αφορούν πληροφορίες για όλες τις εταιρίες οι οποίες καλούνται να συμμετάσχουν στην ετήσια έρευνα που προηγείται της σύνταξης του δείκτη. Για μια περίοδο επτά ετών, από το 2004 έως το 2010, συγκεντρώνονται στοιχεία και για τις 2.500 επιχειρήσεις που εξετάζονται από τη RobecoSAM, αναφορικά με την μακροπρόθεσμη απόδοσή τους, και τη θέση τους σε σχέση με τον DJSI.

Συγκεκριμένα, λαμβάνοντας υπόψη παράγοντες όπως η χώρα και ο κλάδος δραστηριοποίησης της κάθε εταιρίας του δείγματος, συλλέγονται τα εξής στοιχεία. Αρχικά, η εξαρτημένη μεταβλητή των παλινδρομήσεων του άρθρου είναι ο λόγος MV to BV, και επιλέγεται απέναντι στις σωρευτικές υπερβάλλουσες αποδόσεις (cumulative abnormal returns), ως καλύτερη αποτύπωση των αποφάσεων των επενδυτών.

Οι ανεξάρτητες μεταβλητές, πέραν της ψευδομεταβλητής ενδιαφέροντος που αποτυπώνει τη συμμετοχή ή όχι στο δείκτη, αφορούν μετρήσεις σχετικές με παράγοντες όπως η απόδοση του ενεργητικού, ο κίνδυνος που η εταιρία αντιμετωπίζει, το μέγεθός της, ή η μερισματική της απόδοση.

Τα αποτελέσματα της έρευνας συμβαδίζουν με τις υποθέσεις της, όπως φαίνεται από τα πρόσημα και τη σημαντικότητα των συντελεστών των παλινδρομήσεων, που δεν διαφέρουν από τα αναμενόμενα. Η εισαγωγή μιας εταιρίας στο δείκτη επιδρά θετικά στην αποτίμηση και χρηματοοικονομική της απόδοση, ενώ η διαγραφή της το αντίθετο.

Ένα επιπλέον ενδιαφέρον συμπέρασμα που απορρέει από τα αποτελέσματα, είναι το γεγονός πως η επίδραση αυτή είναι σαφώς εντονότερη σε χώρες όπου υπάρχει αφενός μεγαλύτερη κοινωνική απαίτηση για επίδειξη κοινωνικής υπευθυνότητας, και αφετέρου καλύτερα οργανωμένο χρηματοοικονομικό σύστημα με πιο πειθαρχημένη αγορά. Έτσι, σε χώρες όπως οι ΗΠΑ ή το Ηνωμένο Βασίλειο, χαρακτηριστικά παραδείγματα κρατών με ισχυρότερους μηχανισμούς στη δόμηση των αγορών τους, διαφαίνεται πως η υιοθέτηση βιώσιμων πρακτικών επιδρά θετικότερα στο λόγο MV/BV, γεγονός που σημαίνει πως τα οφέλη της εταιρικής υπευθυνότητας ξεπερνούν τα σημαντικά κόστη για την επίδειξή της.

Τελευταίο άρθρο αυτής της υποενότητας, που εξετάζει τη σύνδεση της χρηματοοικονομικής απόδοσης μιας επιχείρησης με τη συμμετοχή της σε κάποιο δείκτη βιωσιμότητας, είναι η μελέτη των Hawn, Chatterji, και Mitchell (2016). Το άρθρο αυτό παρουσιάζει ενδιαφέρον όχι τόσο γιατί αποκλίνει από τα συμπεράσματα των υπολοίπων αυτής της ενότητας, αλλά κυρίως, γιατί εστιάζει στην έρευνα κάπως διαφορετικά. Ενώ η μεθοδολογία που χρησιμοποιεί δεν απέχει ιδιαίτερα από αυτή των υπολοίπων άρθρων που αναλύθηκαν προηγουμένως, τα συμπεράσματα στα οποία οδηγείται παρουσιάζουν κάποιες ενδιαφέρουσες, επιμέρους, αποκλίσεις.

Συγκεκριμένα, έρχεται σε αντίθεση με τη μελέτη των Lourenço et al. (2012) η οποία καταλήγει στην άποψη πως όσο μεγαλύτερη και πιο κερδοφόρα είναι μια επιχείρηση, τόσο δυσμενέστερη είναι η αντίδραση των

επενδυτών στη μη υιοθέτηση βιώσιμων πρακτικών, αναφορικά με την αποτίμησή της. Το συγκεκριμένο άρθρο από την άλλη, συμπεραίνει πως όσο καλύτερες χρηματοοικονομικές αποδόσεις πετυχαίνει μια εταιρία, τόσο πιο αδιάφορα είναι τα οφέλη από την εταιρική και κοινωνική υπευθυνότητα, και κυρίως, τόσο πιο «ανώδυνες» είναι οι κυρώσεις της αγοράς για την μη τήρησής της.

Αναλυτικότερα το κείμενο αυτό εξετάζει το πώς η επενδυτική κοινότητα προσαρμόζει τις εκτιμήσεις της για την αποτίμηση μιας επιχείρησης, ανάλογα με το αν η επιχείρηση αυτή εντάσσεται ή διαγράφεται από τον Dow Jones Sustainability Index. Έτσι, φτάνει στο συμπέρασμα, πως η εταιρική χρηματοοικονομική απόδοση μετριάξει τις αντιδράσεις της αγοράς στην αναπροσαρμογή της αποτίμησης μιας επιχείρησης, ανάλογα με την επίδειξη ή όχι εταιρικής υπευθυνότητας.

Οι βασικές υποθέσεις που λαμβάνονται υπόψη στη διαδικασία αυτή, συνοψίζονται από τα παρακάτω. Αρχικά, σημαντικό ρόλο στο πόσο θα επηρεάσει η χρηματοοικονομική κατάσταση μιας εταιρίας, την αλλαγή της γνώμης των επενδυτών για την αξία της, με την έλευση πληροφορίας για τη βιωσιμότητα των πρακτικών που εφαρμόζει, παίζει το γεγονός ότι στην επενδυτική κοινότητα επικρατεί η άποψη πως η αναγνώριση της υψηλής εταιρικής υπευθυνότητας για μια ήδη μεγάλη και κερδοφόρα επιχείρηση δεν είναι σε θέση να της προσφέρει κάποιο επιπλέον πλεονέκτημα από αυτά που ήδη απολαμβάνει. Κάτι που δεν ισχύει για μικρότερες επιχειρήσεις. Επιπλέον υπόθεση που το άρθρο αυτό λαμβάνει υπόψη, είναι το γεγονός πως ενώ μια μεγάλη επιχείρηση είναι σχετικά εύκολο να αποχαρακτηρισθεί από τον τίτλο της κοινωνικά υπεύθυνης, δεν είναι τόσο εύκολο να χάσει την υποστήριξη των αγορών και να υποστεί για το λόγο αυτό σημαντικές απώλειες.

Τα δεδομένα που χρησιμοποιούνται στην παραπάνω ανάλυση, αφορούν εταιρίες 27 χωρών από 53 βιομηχανικούς κλάδους, για μια περίοδο χρόνου από το 1999 έως το 2007. Συγκεκριμένα το δείγμα της έρευνας περιλαμβάνει 268 προσθήκες εταιριών στο δείκτη, και 150 διαγραφές από αυτόν, για τα 8 χρόνια της μελέτης.

Οι μεταβλητές που περιλαμβάνονται στη μελέτη για την εξαγωγή των παραπάνω συμπερασμάτων, είναι κατά κύριο λόγο αντίστοιχες με όσες έχουν χρησιμοποιηθεί και στα υπόλοιπα άρθρα αυτής της ενότητας, πλην μίας αξιοσημείωτης διαφοράς. Σαν εξαρτημένη μεταβλητή, για την αποτύπωση της αξίας της εκάστοτε επιχείρησης που εξετάζεται, χρησιμοποιούνται οι επιπλέον αποδόσεις της, σε σύγκριση με τις αποδόσεις ενός περιουσιακού στοιχείου μηδενικού κινδύνου. Μέτρηση η οποία επιλέγεται σαν πληρέστερη των σωρευτικών υπερβαλλουσών αποδόσεων (cumulative abnormal returns). Οι υπόλοιπες μεταβλητές που χρησιμοποιούνται σαν ανεξάρτητες, πέραν της ένταξης ή διαγραφής στο DJSI, είναι πάλι μετρήσεις για παράγοντες όπως η κερδοφορία, η ρευστότητα, και η συνολική χρηματοοικονομική κατάσταση των εταιριών, καθώς και ψευδομεταβλητές για την αποτύπωση της χώρας και του κλάδου.

3.2 Μέτρηση – Η βάση δεδομένων Thomson Reuters ASSET4

Στην υποενότητα αυτή, κρίνεται σκόπιμο να ακολουθήσει μια σύντομη περιγραφή της βάσης δεδομένων Thomson Reuters ASSET4, ώστε να γίνουν περισσότερο αντιληπτές και κατανοητές οι ανεξάρτητες μεταβλητές ενδιαφέροντος που θα χρησιμοποιηθούν στη συνέχεια, από τη συγκεκριμένη διπλωματική εργασία. Με τον τρόπο αυτό, θα αναδειχθεί το τι αντιπροσωπεύουν στην πράξη οι βαθμολογίες για τους τρεις πυλώνες που ορίζουν την έννοια της Εταιρικής Κοινωνικής Ευθύνης, την επίδραση των οποίων, πάνω στους βαθμούς πιστοληπτικής ικανότητας, καλείται να μελετήσει η παρούσα εργασία.

Η ASSET4 είναι θυγατρική εταιρία της Thomson Reuters, με έδρα την Ελβετία. Από το 2002 που ξεκίνησε η λειτουργία της, αντικείμενο της εταιρίας αυτής, αποτελεί η συλλογή και διάθεση δεδομένων σχετικών με την Εταιρική και Κοινωνική Ευθύνη. Η παραγόμενη αυτή πληροφορία συγκεντρώνεται σε ένα προϊόν με την ονομασία ASSET4 ESG, όπου τα αρχικά ESG αναπαριστούν τους τρεις πυλώνες της Εταιρικής Κοινωνικής Ευθύνης σχετικά με το Περιβάλλον (Environment), την Κοινωνία (Society), και την Εταιρική Διακυβέρνηση (Governance). Η πληροφορία αυτή αξιοποιείται ευρέως από επαγγελματίες επενδυτές ανά τον κόσμο, για τον καθορισμό και την αξιολόγηση ενός μεγάλου φάσματος επιχειρηματικά βιώσιμων επενδυτικών στρατηγικών, με στόχο τη συμπλήρωση και ενίσχυση των παραδοσιακών μεθόδων επενδυτικής που χρησιμοποιούν.

Εξετάζοντας σήμερα περισσότερες από 5000 επιχειρήσεις παγκοσμίως, αριθμός ο οποίος συνεχώς αυξάνεται, και παρέχοντας δεδομένα κατ' ελάχιστο σε βάθος τετραετίας για την πλειοψηφία των εταιριών αυτών, η ASSET4 καλύπτει πλήρως διεθνώς αναγνωρισμένους δείκτες όπως, ο Russell 1000, ο FTSE 250, ο MSCI World Index και ο S&P 500. Γνώμονα στη διαδικασία αυτή, όπως αναφέρεται ξεκάθαρα στο κείμενο της Thomson Reuters ASSET4 (2010), αποτελεί η δημιουργία πληροφορίας που θα είναι αντικειμενική, σχετική, άμεσα αξιοποιήσιμη και με υψηλή προστιθέμενη αξία, η οποία θα ενημερώνει όσο το δυνατόν καλύτερα, το επίπεδο κατά το οποίο μια επιχείρηση λειτουργεί στο πλαίσιο της Επιχειρηματικής Βιωσιμότητας.

Η διαδικασία συλλογής και επεξεργασίας των πληροφοριών αυτών συνοψίζεται ως εξής. Αρχικά, οι αναλυτές της ASSET4 συγκεντρώνουν στοιχεία από διάφορες αξιόπιστες πηγές, σε σχέση με 900 ποιοτικούς και ποσοτικούς παράγοντες ενδιαφέροντος, για την εκάστοτε επιχείρηση που ερευνάται. Με τη χρήση των 900 αυτών παραγόντων, κατασκευάζονται στη συνέχεια 250 επιμέρους δείκτες απόδοσης ανά έτος, που χωρίζονται σε 15 κατηγορίες, για 3 πυλώνες Εταιρικής και Κοινωνικής Ευθύνης. Αυτούς του περιβάλλοντος, της κοινωνίας, και της εταιρικής διακυβέρνησης. Έτσι, αξιολογούνται και κατατάσσονται ετησίως οι εταιρίες που μελετώνται για κάθε έναν από τους 3 αυτούς πυλώνες απόδοσης.

Οι τρεις αυτές τελικές βαθμολογίες επίδοσης περιγράφονται από την ASSET4 στην έκθεση της Thomson Reuters (2013), ώστε να γίνει γνωστό στο ευρύ κοινό το τι αντιπροσωπεύουν. Πρώτον, η βαθμολογία για τον πυλώνα της περιβαλλοντικής επίδοσης (Environmental Score), όπως τον ορίζει η ίδια η ASSET4, μετρά και καταγράφει τον συνολικό αντίκτυπο της επιχείρησης στο φυσικό περιβάλλον που την περιβάλλει. Βαθμολογεί ουσιαστικά την επίδραση που η εταιρία έχει, τόσο στους έμβιους οργανισμούς, όσο και στην άβια ύλη, περιλαμβάνοντας τον αέρα, τη γη και το νερό, καθώς επίσης και αυτοτελή οικοσυστήματα. Με τον τρόπο αυτό αναδεικνύει το κατά πόσο η εκάστοτε επιχείρηση, εντάσσει στη λειτουργία της, τις κατάλληλες διοικητικές πρακτικές εκείνες, ώστε να αποφύγει τυχόν περιβαλλοντικούς κινδύνους, και να αξιοποιήσει πιθανές περιβαλλοντικές ευκαιρίες που προκύπτουν, με απώτερο στόχο τη μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων της.

Με ίδιο το κίνητρο της δημιουργίας μακροπρόθεσμης αξίας για τους μετόχους, ορίζεται και η βαθμολογία της κοινωνικής επίδοσης (Social Score). Ο πυλώνας της κοινωνίας βαθμολογεί τη δυνατότητα της επιχείρησης να δημιουργήσει δεσμούς εμπιστοσύνης και αφοσίωσης με το εργατικό δυναμικό της, τους πελάτες και το ευρύτερο κοινωνικό σύνολο, με την επιλογή και χρήση των απαραίτητων διοικητικών διαδικασιών. Αποτυπώνει εν ολίγοις τη φήμη, αλλά και το επίπεδο της κοινωνικής αποδοχής που απολαμβάνει η εταιρία.

Η τρίτη βαθμολογία για την επίδοση στον πυλώνα της εταιρικής διακυβέρνησης (Corporate Governance Score), βαθμολογεί τα συστήματα και τις διαδικασίες της εταιρίας, τα οποία διασφαλίζουν ότι τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου και η διοίκηση εν γένει, δρουν με γνώμονα τα συμφέροντα της επιχείρησης και των μετόχων της. Αξιολογεί στην πράξη, τις εταιρικές πρακτικές που έχουν σαν στόχο την επίβλεψη και τον έλεγχο των δικαιωμάτων και των υποχρεώσεων της διοίκησης, καθώς και τα κίνητρα και τους ελέγχους που οι πρακτικές αυτές περιλαμβάνουν.

Οι τρεις αυτές βαθμολογίες αναλύονται περεταίρω σε 15 υποκατηγορίες. Ο πυλώνας της περιβαλλοντικής επίδοσης αποτελείται από τρεις υποκατηγορίες σχετικές με τη μείωση των χρησιμοποιούμενων πόρων (Resource Reduction), τη μείωση των εκπομπών ρίπων (Emission Reduction), και την αύξηση στην καινοτομία του παραγόμενου προϊόντος (Product Innovation).

Επτά υποκατηγορίες συνθέτουν τη βαθμολογία για τον πυλώνα της κοινωνίας. Πρώτη η κατηγορία που αφορά στην ποιότητα της απασχόλησης και τις συνθήκες εργασίας (Employment Quality). Δεύτερη κατηγορία, αυτή της υγείας και ασφάλειας του εργατικού δυναμικού (Health and Safety). Τρίτον, το επίπεδο των παρεχόμενων δυνατοτήτων για ανάπτυξη και εκπαίδευση του εταιρικού προσωπικού (Training and Development). Στη συνέχεια το επίπεδο της ποικιλομορφίας του προσωπικού και των ευκαιριών που δίνονται για εργασία, ανεξάρτητα με χαρακτηριστικά όπως το φύλο, η φυλή ή η ηλικία (Diversity and Opportunity). Πέμπτον, ο σεβασμός των ανθρωπίνων

δικαιωμάτων (Human Rights). Και τέλος, προτελευταία και τελευταία κατηγορία της κοινωνικής επίδοσης αποτελούν η φήμη της εταιρίας στην κοινωνία και η ανοχή της δεύτερης ως προς τη λειτουργία της (Community), και η προστιθέμενη αξία των προϊόντων και υπηρεσιών της (Customer – Product Responsibility).

Ο τελευταίος πυλώνας της Εταιρικής Κοινωνικής Ευθύνης που βαθμολογεί τις πρακτικές της εταιρίας οι οποίες σχετίζονται με την εταιρική διακυβέρνηση αναλύεται σε πέντε επιμέρους κατηγορίες. Πρώτη κατηγορία είναι αυτή που αφορά στη δομή και ποικιλομορφία του διοικητικού συμβουλίου (Board Structure). Έπειτα ακολουθεί η πολιτική μισθολογικών αποζημιώσεων της διοίκησης που υιοθετείται (Compensation Policy). Στη συνέχεια βρίσκεται η αποτελεσματικότητα του διοικητικού συμβουλίου μέσω της κατανομής καθηκόντων και υποχρεώσεων (Boards Functions). Τέταρτη κατηγορία είναι τα ίσα δικαιώματα και η κοινή αντιμετώπιση των μετόχων (Shareholders Rights), και πέμπτον βρίσκεται ο καθορισμός κοινού στόχου και ενιαίας πολιτικής (Vision and Strategy).

4. Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη και πιστωτικός κίνδυνος

Στο προηγούμενο κεφάλαιο αναλύθηκε εκτενώς ένα αντιπροσωπευτικό δείγμα της διαθέσιμης βιβλιογραφίας που ερευνά την επίδραση που έχει η επίδειξη εταιρικής και κοινωνικής υπευθυνότητας, πάνω στις χρηματοοικονομικές επιδόσεις μιας επιχείρησης. Προσεγγίζοντας περισσότερο το ερώτημα που καλείται η συγκεκριμένη διπλωματική εργασία να απαντήσει, στο κεφάλαιο αυτό η βιβλιογραφική ανασκόπηση θα στραφεί στην ανάλυση της σύνδεσης μεταξύ της υιοθέτησης επιχειρηματικά βιώσιμων πρακτικών από μια εταιρία, και στο μέγεθος του πιστωτικού κινδύνου που η επιχείρηση αυτή αντιμετωπίζει, καθώς και επιπρόσθετα στο βαθμό πιστοληπτικής ικανότητας που της αποδίδεται.

Αναφορικά με την ανάπτυξη αυτού του ερωτήματος, η σχετική, διαθέσιμη βιβλιογραφία είναι σαφώς πιο περιορισμένη από την αντίστοιχη για τη συσχέτιση της εταιρικής υπευθυνότητας, γενικά με τις χρηματοοικονομικές επιδόσεις. Επιπλέον αυτού, αντιμετωπίζει πάλι την εταιρική Κοινωνική Ευθύνη, ως κάτι το συνολικό και ενιαίο, χωρίς να εμβαθύνει στην εξέταση μεμονωμένα των παραγόντων και των πυλώνων που την αποτελούν.

Η πρώτη μελέτη που ερευνά τη σχέση της Επιχειρηματικής Βιωσιμότητας με τον πιστωτικό κίνδυνο είναι το άρθρο των Weber, Scholz και Michalik (2008), και εστιάζει στον τραπεζικό δανεισμό. Το κείμενο αυτό έρχεται να ερευνήσει εάν η Επιχειρηματική Βιωσιμότητα αποτελεί επιπλέον προσδιοριστικό παράγοντα των βαθμών πιστοληπτικής ικανότητας. Έτσι, εστιάζοντας στην επίδραση της Εταιρικής Κοινωνικής Ευθύνης, από τις γενικότερες χρηματοοικονομικές επιδόσεις μιας επιχείρησης, ειδικότερα, στον πιστωτικό της κίνδυνο, η μελέτη αυτή αναδεικνύει, πως η ένταξη μετρήσεων για την επίδοση της Επιχειρηματικής Βιωσιμότητας μιας εταιρίας, αυξάνει την προβλεπτική ικανότητα της διαδικασίας αξιολόγησης της πιστοληπτικής της ικανότητας.

Ο τρόπος που το άρθρο αυτό επιλέγει να απαντήσει στο παραπάνω ερώτημα, μέσα από ένα ευρύ φάσμα μεθοδολογιών με πολλές φορές αντικρουόμενα συμπεράσματα, αναλύεται παρακάτω. Η μελέτη εστιάζει στον τραπεζικό δανεισμό και στη μέτρηση και διαχείριση του πιστωτικού κινδύνου των δανειοληπτών από μια τράπεζα, λαμβάνοντας επιπλέον υπόψη κινδύνους σχετικούς με την επιχειρηματική βιωσιμότητα του οφειλέτη, αναφορικά με το περιβάλλον, την κοινωνία και τη διακυβέρνηση. Τέτοιοι κίνδυνοι, δυσχεραίνουν τη συνολική χρηματοοικονομική κατάσταση του εκάστοτε δανειολήπτη, και για το λόγο αυτό είναι πιθανό να επιβαρύνουν τη δυνατότητα του να αποπληρώσει τα δανειζόμενα κεφάλαια, αυξάνοντας με τον τρόπο αυτό τον πιστωτικό κίνδυνο που αντιμετωπίζει η ίδια η τράπεζα.

Με βάση τα παραπάνω, η μελέτη διενεργείται σε δύο διαφορετικές ομάδες δανείων. Η πρώτη ομάδα αποτελείται από δάνεια τα οποία αποπληρώθηκαν στο ακέραιο. Η δεύτερη από την άλλη, περιλαμβάνει δανειακές υποχρεώσεις που για οποιοδήποτε λόγο αποδείχθηκαν επιζήμιες

για την τράπεζα. Το δείγμα της έρευνας απαρτίζεται από 180 δάνεια των προηγούμενων δύο κατηγοριών για 40 γερμανικές τράπεζες, που χορηγήθηκαν κυρίως σε μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις με κριτήρια αμιγώς παραδοσιακές μεθόδους της τραπεζικής, χωρίς ιδιαίτερο έλεγχο των σχετικών με την Επιχειρηματική Βιωσιμότητα κινδύνων του κάθε πιθανού δανειολήπτη.

Η ανάλυση των δύο αυτών κατηγοριών δανείων λοιπόν συνεχίζει με γνώμονα την εύρεση των αποτελεσμάτων της διαδικασίας αξιολόγησης του πιστωτικού κινδύνου από τις τράπεζες και τη διερεύνηση των αποκλίσεών τους. Αρχικά, εξετάζεται εάν η επιχειρηματική βιωσιμότητα μόνη της είναι αρκετή για να προβλέψει τον πιστωτικό κίνδυνο. Στη συνέχεια συνδυάζονται παραδοσιακά κριτήρια με κριτήρια της βιωσιμότητας ώστε να εξεταστεί εάν η από κοινού χρήση τους στην αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας αποδίδει καλύτερα στην πρόβλεψη της κατηγορίας στην οποία έχει ταξινομηθεί το κάθε δάνειο.

Τα αποτελέσματα της ανάλυσης αυτής συνοψίζονται στην παρατήρηση ότι η επιχειρηματική βιωσιμότητα και οι καταμέτρηση και ποσοτικοποίηση των κινδύνων που αφορά, αποτελούν έναν σημαντικό προβλεπτικό παράγοντα του πιθανού πιστωτικού κινδύνου, που όταν συνδυαστούν με τα παραδοσιακά κριτήρια και μεθόδους της τραπεζικής, η αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας γίνεται πολύ πιο ακριβής.

Το επόμενο άρθρο είναι γραμμένο από τους Bauer και Hann (2010). Αντικείμενο του κειμένου αυτού αποτελεί η σύνδεση των εταιρικών πολιτικών για τη διαχείριση περιβαλλοντικών θεμάτων, με τον πιστωτικό κίνδυνο που αντιμετωπίζει η ίδια η επιχείρηση, κατά βάση στο δανεισμό της από την αγορά, μέσω της έκδοσης ομολογιών. Πιο συγκεκριμένα, με τη χρήση δεδομένων που αφορούν το περιβαλλοντικό προφίλ 582 εισηγμένων αμερικανικών επιχειρήσεων, διαφόρων κλάδων, για μια περίοδο από το 1995 έως το 2006, η μελέτη αυτή αναδεικνύει τη σύνδεση της ύπαρξης περιβαλλοντικών προβλημάτων και κινδύνων με την αύξηση του κόστους χρηματοδότησης και τη μείωση των βαθμών πιστοληπτικής ικανότητας. Αντίθετα, περιβαλλοντικά υπεύθυνες πολιτικές φαίνεται να συνδέονται με μικρότερο κόστος δανεισμού, και υψηλότερες κατατάξεις.

Υπόβαθρο του άρθρου αποτελεί η άποψη πως πρακτικές περιβαλλοντικού περιεχομένου, επηρεάζουν την αξιοπιστία μιας εταιρίας στο δανεισμό, αφού κάνουν εμφανή την έκθεσή της σε πιθανούς κινδύνους, είτε νομικής φύσεως, είτε σχετικούς με τη φήμη της. Η εμπλοκή μιας επιχείρησης σε κάποιο αρνητικό περιβαλλοντικό συμβάν, μπορεί πέρα από τα πιθανά πρόστιμα που θα επιφέρει, και τις επιπλέον υποχρεώσεις που θα δημιουργήσει, να προκαλέσει και τη γενική κοινωνική κατακραυγή, με κοινό αποτέλεσμα των επιπτώσεων αυτών, την επιβάρυνση της πιστοληπτικής ικανότητας της ίδιας της εταιρίας.

Αναλυτικότερα, οι υποθέσεις που λαμβάνονται υπόψη και ελέγχονται, είναι οι εξής. Πρώτον, εξετάζεται η περίπτωση κατά την οποία τα περιβαλλοντικά προβλήματα που αντιμετωπίζει μια επιχείρηση επιδρούν

αρνητικά στην πιστοληπτική της ικανότητα, ενισχύοντας τον πιστωτικό κίνδυνο που αντιμετωπίζει. Βάση αυτού αποτελεί η γνώμη πως εταιρίες με κακές πρακτικές περιβαλλοντικής διαχείρισης, είναι πιθανότερο να αποτύχουν να καλύψουν τις δανειακές υποχρεώσεις τους, λόγω της μεγαλύτερης έκθεσής τους σε παράγοντες που μπορούν να επιφέρουν πλήγματα στη φήμη τους, ή σημαντικές ποινές όπως πρόστιμα και έξοδα περιβαλλοντικής αποκατάστασης. Κατά συνέπεια, αναμένεται τέτοιες επιχειρήσεις να επιβαρύνονται με μεγαλύτερα κόστη δανεισμού, και χαμηλότερους βαθμούς πιστοληπτικής ικανότητας, ως αποτέλεσμα για τους επιπρόσθετους αυτούς κινδύνους που αντιμετωπίζουν.

Αντίθετα, η δεύτερη υπόθεση που μελετάται, προβλέπει τη μείωση της πιθανότητας περιβαλλοντικών παραβάσεων, καθώς και των αρνητικών επιπτώσεων που οι παραβάσεις αυτές θα έχουν στην ίδια την επιχείρηση, ως αποτέλεσμα μιας υπεύθυνης εταιρικής περιβαλλοντικής πολιτικής. Το γεγονός αυτό σηματοδοτεί έτσι, πως συνέπειες αυτής της αυξημένης περιβαλλοντικής υπευθυνότητας, όπως οι καλύτερες σχέσεις με τις ομάδες ενδιαφέροντος, ή η αυξημένη κερδοφορία, συνεπάγονται με τη σειρά τους ελάττωση του πιστωτικού κινδύνου, μείωση στα κόστη δανεισμού και άνοδο στο βαθμό πιστοληπτικής ικανότητας.

Έτσι, η μελέτη αυτή χρησιμοποιώντας μετρήσεις για τις εταιρικές επιδόσεις στην περιβαλλοντική υπευθυνότητα, ερευνά την επίδραση που οι επιδόσεις αυτές έχουν αφενός στο κόστος δανεισμού, και αφετέρου στο βαθμό πιστοληπτικής ικανότητας για μια επιχείρηση που στοχεύει σε χρηματοδότηση από την αγορά ομολόγων.

Τα δεδομένα τα οποία χρησιμοποιούνται στη διαδικασία για την εξαγωγή των παραπάνω συμπερασμάτων, αναλύονται παρακάτω. Αρχικά, οι δύο εξαρτημένες μεταβλητές, αντίστοιχα για τα δύο υποδείγματα που ερευνώνται, είναι το κόστος δανεισμού για μια εταιρία, και ο βαθμός πιστοληπτικής ικανότητας που αποδίδεται συνολικά σε μια εκδότη επιχείρηση, από τον όικο αξιολόγησης Standard & Poor's.

Στη συνέχεια, η βασική ανεξάρτητη μεταβλητή και για τα δύο υποδείγματα της έρευνας, αποτελείται από μετρήσεις του οίκου κοινωνικών και περιβαλλοντικών ερευνών Kinder, Lydenberg, and Domini (KLD), σχετικές με τις εταιρικές επιδόσεις στα αντικείμενα της περιβαλλοντικής υπευθυνότητας. Με τη συνολική άθροιση των μετρήσεων – βαθμολογιών αυτών, κατασκευάζεται έτσι μια συνολική βαθμολογία για την κάθε επιχείρηση που ερευνάται, η οποία αποτυπώνει το συνολικό της επίπεδο περιβαλλοντικής υπευθυνότητας.

Τέλος, οι υπόλοιποι παλινδρομητές ελέγχου και των δύο μοντέλων, αποτελούνται από μεταβλητές που θεωρούνται και από τις υπόλοιπες σχετικές μελέτες που έχουν εξεταστεί, άμεσα συσχετισμένες με το ύψος του πιστωτικού κινδύνου, και πιο συγκεκριμένα, τόσο με τη διαμόρφωση του κόστους δανεισμού, όσο και με τον καθορισμό του βαθμού πιστοληπτικής ικανότητας για μια εκδότη εταιρία. Περιληπτικά, αυτές είναι το ύψος της

μόχλευσης ως ο λόγος του συνολικού χρέους προς το συνολικό ενεργητικό μιας επιχείρησης, το μέγεθός της ως ο φυσικός λογάριθμος του ενεργητικού της, οι δείκτες κάλυψης τόκων και απόδοσης ενεργητικού, ο λόγος των ενσώματων παγίων προς το ενεργητικό, και τέλος μια ψευδομεταβλητή που ισούται με τη μονάδα, εάν τα καθαρά κέρδη προ έκτακτων αποτελεσμάτων της εταιρίας είναι αρνητικά για την τρέχουσα και την προηγούμενη χρονιά, ή αντίθετα με το μηδέν.

Τελευταίο κείμενο αυτής της ενότητας αποτελεί το άρθρο των Attig et al. (2013). Το κείμενο αυτό ερευνά τη συσχέτιση των επιδόσεων στην Εταιρική και Κοινωνική Ευθύνη με τους βαθμούς πιστοληπτικής ικανότητας, και αναδεικνύει την ύπαρξη θετικής σχέσης μεταξύ των δύο. Επιπλέον, από επιμέρους ελέγχους του άρθρου διαφαίνεται πως οι υποκατηγορίες που περιγράφουν την έννοια της ΕΚΕ επιδρούν με διαφορετικό τρόπο μεταξύ τους πάνω στη διαμόρφωση των βαθμών πιστοληπτικής ικανότητας.

Βασική υπόθεση της μελέτης αυτής, είναι αρχικά η μακροπρόθεσμη επίδραση που έχουν οι επιχειρηματικά βιώσιμες πρακτικές που υιοθετούνται από μια εταιρία πάνω στη λειτουργία της. Επίδραση που κατά βάση επηρεάζει θετικά την επιχείρηση μέσω της αύξησης της φήμης της, και μέσω της βελτίωσης των σχέσεων με τις ομάδες ενδιαφέροντος με τις οποίες αλληλεπιδρά. Έτσι, γίνεται σαφές πως μια κοινωνικά υπεύθυνη εταιρία, θα παρουσιάζει μεγαλύτερη και πιο μακροπρόθεσμη χρηματοοικονομική απόδοση, καθώς και το γεγονός πως θα αντιμετωπίζει μικρότερη πιθανότητα να επιβαρυνθεί με κόστη τα οποία θα προέκυπταν από μια ανεύθυνη κοινωνική πολιτική.

Δεύτερη παρατήρηση στην οποία στηρίζεται η έρευνα αυτή, αποτελεί η άποψη πως οι εταιρίες ακολουθούν κοινωνικά υπεύθυνες πολιτικές με απώτερο στόχο να εκμεταλλευτούν τα παραπάνω πλεονεκτήματα. Έτσι, με δεδομένες τις δύο παραπάνω προτάσεις, η συγκεκριμένη μελέτη, αναμένει πως μια εταιρικά και κοινωνικά υπεύθυνη επιχείρηση θα αντιμετωπίζει μικρότερο κίνδυνο οικονομικής δυσπραγίας, κάτι που αποτυπώνεται σε μικρότερο πιστωτικό κίνδυνο, και κατ' επέκταση, σε υψηλότερες βαθμολογίες πιστοληπτικής ικανότητας.

Στην έρευνα των παραπάνω, εξετάζονται στοιχεία για 1585 αμερικανικές εταιρίες σε μια περίοδο χρόνου 19 ετών, από το 1991 έως το 2010. Αρχικά σε μια μοντελοποίηση, αντίστοιχη με αυτές των υπολοίπων άρθρων που έχουν μέχρι τώρα εξεταστεί, ως εξαρτημένη για την επίδειξη της πιστοληπτικής ικανότητας, χρησιμοποιούνται οι βαθμοί πιστοληπτικής ικανότητας για μια εκδότηρια επιχείρηση τις οποίες εκδίδει ο οίκος αξιολογήσεων Standard & Poor's. Και εδώ, όπως και στην υπόλοιπη διαθέσιμη βιβλιογραφία, η αποτύπωσή τους γίνεται σε αριθμητική κλίμακα.

Στη συνέχεια, οι παλινδρομητές ελέγχου, οι οποίοι έχουν αναδειχθεί από τη βιβλιογραφία ως σημαντικοί για την εξέταση των βαθμών πιστοληπτικής ικανότητας, περιλαμβάνουν και στο άρθρο αυτό μετρήσεις για τον επιχειρηματικό και χρηματοοικονομικό κίνδυνο. Συνοπτικά, οι μεταβλητές

αυτές αποτελούνται από το μέγεθος της εκάστοτε επιχείρησης, τον αριθμοδείκτη κάλυψης τόκων, το περιθώριο λειτουργικού κέρδους, μετρήσεις για το επίπεδο της μόχλευσης, το ύψος του συστηματικού κινδύνου, το δείκτη έντασης κεφαλαίου και μια ψευδομεταβλητή που αποτυπώνει την ύπαρξη αρνητικών καθαρών εσόδων προ εκτάκτων εγγραφών, για δύο συναπτά έτη.

Τέλος, η ανεξάρτητη μεταβλητή ενδιαφέροντος, η συνολική δηλαδή βαθμολογία για την Εταιρική και Κοινωνική Ευθύνη της κάθε εταιρίας του δείγματος, υπολογίζεται και στο άρθρο αυτό, μέσω της άθροισης των μετρήσεων που συγκεντρώνονται από τη βάση δεδομένων Kinder - Lydenberg - Domini (KLD).

5. Εμπειρική μελέτη

Η υπόθεση που η μεταπτυχιακή αυτή διατριβή καλείται να ελέγξει, είναι κατά πόσο ο βαθμός πιστοληπτικής ικανότητας μιας εταιρίας, επηρεάζεται διαχρονικά από την επίδοσή της στους τομείς της βιωσιμότητας. Εάν δηλαδή οι επιδόσεις μιας επιχείρησης σε κάθε έναν από τους τρεις πυλώνες της Εταιρικής Κοινωνικής Ευθύνης, αυτούς του περιβάλλοντος, της κοινωνίας και της εταιρικής διακυβέρνησης, αποτελούν ή όχι και σε τι βαθμό, προσδιοριστικούς παράγοντες για τη βαθμολογία πιστοληπτικής ικανότητας που της αποδίδεται.

Όπως αναπτύχθηκε και σε προηγούμενο κεφάλαιο, πολυάριθμες είναι οι μελέτες που σχετίζουν τις χρηματοοικονομικές επιδόσεις με τις επιδόσεις στους τομείς της Εταιρικής και Κοινωνικής Ευθύνης. Εστιάζοντας περισσότερο, αρκετά είναι και τα άρθρα εκείνα που συνοψίζουν την έρευνα με αντικείμενο τον πιστωτικό κίνδυνο και τη διαχείρισή του, σε σχέση με την επίδοση σε ΕΚΕ. Όλα όμως τα κείμενα που μελετήθηκαν, εξετάζουν την επίδραση της ΕΚΕ ως κάτι συνολικό.

Είτε πρόκειται για τη συμμετοχή ή όχι σε κάποιο δείκτη βιωσιμότητας, όπως στις μελέτες των: Antzoulatos και Syrmos (2016), Belghitar, Clark και Deshmukh (2014), Fowler και Hope (2007), Lourenço, Branco, Curto και Eugénio (2012), Robinson, Kleffner και Bertels (2011), López, Garcia και Rodriguez (2007), Hawn, Chatterji και Mitchell (2016), είτε για μια ενιαία και συνολική επίδοση ή βαθμολογική κατάταξη σε ΕΚΕ, όπως στα άρθρα των: Giuli και Kostovetsky (2014), Khan, Serafeim και Yoon (2015), Wu και Shen (2013), Cheng, Ioannou και Serafeim (2014), Weber, Scholz και Michalik (2008), Attig et al. (2013), και Bauer και Hann (2010), η εκάστοτε έρευνα προσθέτει τη βιωσιμότητα, συγκεντρωτικά, ως έναν αυτοτελή επιπλέον πιθανό προσδιοριστικό παράγοντα στο αντίστοιχο υπόδειγμα, αγνοώντας ατομικά τα μέρη που τη συνθέτουν.

Η συγκεκριμένη εργασία, και κατ' επέκταση το ερώτημα που προσπαθεί να απαντήσει, παρουσιάζει ενδιαφέρον γιατί προσπαθεί να συμπληρώσει την υπάρχουσα, διαθέσιμη βιβλιογραφία, αφού μελετά μεμονωμένα τις εταιρικές επιδόσεις στους τρεις πυλώνες που αποτελούν τη βιωσιμότητα. Με το να εξεταστούν οι τρεις αυτές βαθμολογίες ξεχωριστά, είναι πιθανό να προκύψουν ενδιαφέροντα συμπεράσματα για την πιστοληπτική ικανότητα των εταιριών, και χρήσιμες προτάσεις πολιτικών για τη διαχείριση του πιστωτικού κινδύνου.

5.1 Δεδομένα

Τα δεδομένα που λαμβάνονται υπ' όψιν, στο προτεινόμενο οικονομετρικό πλαίσιο, επιπλέον των μεταβλητών σχετικά με τους επιχειρηματικούς και χρηματοοικονομικούς κινδύνους, στις οποίες βασίζονται οι οίκοι αξιολόγησης για τη διαμόρφωση των αποφάσεών τους, αποτελούνται και από τις βαθμολογίες για την Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη. Στόχος αυτού, ο

έλεγχος της επίδρασης τους στη δημιουργία και έκδοση των αξιολογήσεων πιστοληπτικής ικανότητας.

Οι επόμενες μεταβλητές, ακολουθούνται από πολυάριθμα άρθρα της σχετικής βιβλιογραφίας, που μελετούν την επίδραση διαφόρων παραγόντων πάνω στις κατατάξεις πιστοληπτικής ικανότητας όπως των Blume, Lim και MacKinlay (1998), Amato και Furfine (2004), Attig et al. (2013), και Bauer και Hann (2010).

Το δείγμα της έρευνας εστιάζει στις εταιρίες της ενέργειας και των χημικών της αμερικανικής οικονομίας. Οι δύο αυτοί βιομηχανικοί κλάδοι επιλέγονται με βάση τη βιβλιογραφία, ως οι πιο αντιπροσωπευτικοί για τις επιδόσεις σε ΕΚΕ. Αυτό σημαίνει πως για τις επιχειρήσεις των κλάδων αυτών αναμένεται να παρουσιαστεί ισχυρότερη και εμφανέστερη σύνδεση μεταξύ των παραγόντων και πρακτικών βιωσιμότητας και της πιστοληπτικής τους κατάταξης. Ότι δηλαδή για τους οικονομικούς αυτούς κλάδους είναι λογικό πως οι επιδόσεις στη βιωσιμότητα, ως επιπλέον προσδιοριστικός παράγοντας των βαθμών πιστοληπτικής ικανότητας, θα παρουσιάζουν μεγαλύτερη προβλεπτική ικανότητα, και για το λόγο αυτό, θα πρέπει να χρησιμοποιούνται σε μεγαλύτερο βαθμό και με μεγαλύτερη βαρύτητα, πρακτικές βιωσιμότητας από τις επιχειρήσεις για τη μείωση του πιστωτικού τους κινδύνου, και την ευκολότερη πρόσβασή τους στο δανεισμό. Εξήγηση σε αυτό δίνει το γεγονός πως οι οικονομικές δραστηριότητες τέτοιων επιχειρήσεων είναι συνυφασμένες με τη λήψη περισσότερων περιβαλλοντικών και κοινωνικών ρίσκων, συγκριτικά με άλλους κλάδους, τα οποία θα μπορούσαν να οδηγήσουν στην περαιτέρω αύξηση του πιστωτικού κινδύνου.

Στόχος αυτού είναι να μελετηθούν οι διαφοροποιήσεις που θα επιφέρει η επίδραση των τριών διαστάσεων της κοινωνικής υπευθυνότητας στην πιστοληπτική κατάταξη των εταιριών των δύο αυτών κλάδων, και ίσως να αναδειχθεί ανά κλάδο ποιος πυλώνας της ΕΚΕ είναι σημαντικότερος για τον καθορισμό του πιστωτικού κινδύνου. Η σύνθεση των κλάδων γίνεται με βάση το Bloomberg Industrial Classification System (BICS). Το σύστημα ταξινόμησης αυτό χρησιμοποιείται ευρέως από άρθρα της σχετικής βιβλιογραφίας όπως των Khan, Serafeim και Yoon (2015), Cheng, Ioannou και Serafeim (2014), και Bauer και Hann (2010).

Η περίοδος του δείγματος αποτελείται από 14 έτη, από το 2002 έως το 2015, για τα οποία υπήρχαν διαθέσιμα δεδομένα για όλες τις μεταβλητές που χρησιμοποιούνται. Οι 13 αυτές μεταβλητές συνθέτουν τρεις κατηγορίες ετήσιων στοιχείων, για την τελευταία ημέρα του χρόνου. Των ίδιων των βαθμών πιστοληπτικής ικανότητας, του επιχειρηματικού και χρηματοοικονομικού κινδύνου, και τρίτον, των βαθμολογιών για την Εταιρική και Κοινωνική Ευθύνη.

5.1.1 Βαθμοί Πιστοληπτικής Ικανότητας

Η πρώτη ομάδα αφορά την εξαρτημένη μεταβλητή του υποδείγματος, και περιέχει δεδομένα για τις ίδιες τις αξιολογήσεις. Το δείγμα της εργασίας περιλαμβάνει όλες τις διαθέσιμες βαθμολογίες για τις αμερικανικές εταιρίες των δύο κλάδων, ενέργειας και χημικών, που αξιολογούνται από την Standard & Poor's για την υπό εξέταση περίοδο, και εστιάζει στις 21 βασικές κατηγορίες επικινδυνότητας του οίκου που αυτές κατατάσσονται (AAA, AA+, AA, ... , D).

Βαθμοί πιστοληπτικής ικανότητας εκδίδονται και για τις ίδιες τις εκδότριες εταιρίες, και για συγκεκριμένες υποχρεώσεις τους. Εδώ επιλέγονται οι βαθμοί που αφορούν τις εκδότριες επιχειρήσεις (long-term issuer / corporate credit ratings), ως η πλέον ξεκάθαρη αποτύπωση πιστωτικού κινδύνου, αφού προορίζονται να καταγράψουν τη δυνατότητα και θέληση μιας εταιρίας να ανταπεξέλθει συνολικά στις χρηματοοικονομικές της υποχρεώσεις. Για τον ίδιο λόγο επιλέγονται και οι μακροπρόθεσμες βαθμολογίες (long-term), με χρονικό ορίζοντα μεγαλύτερο του ενός έτους.

Η συγκέντρωση των δεδομένων έγινε κατασκευαστικά με τη βοήθεια της βάσης δεδομένων Bloomberg database. Πάγια τακτική των οίκων αξιολόγησης είναι να μην επιτρέπουν σε βάσεις δεδομένων όπως της Bloomberg να διατηρούν αρχεία που να περιέχουν χρονοσειρές με τις ιστορικές τιμές των αξιολογήσεών τους (historical ratings). Για το λόγο αυτό, με τη λήψη των μεταβολών των βαθμών πιστοληπτικής ικανότητας των εταιριών του δείγματος, οι οποίες είναι διαθέσιμες, και για διάστημα μεγαλύτερο από τα 14 έτη της ίδιας της έρευνας, δημιουργούνται και χρησιμοποιούνται σε μορφή χρονοσειράς οι κατατάξεις πιστοληπτικής ικανότητας, στις οποίες βρίσκονταν στο τέλος κάθε έτους οι εταιρίες ενδιαφέροντος.

Χρήσιμο είναι να αναφερθεί, πως η διαδικασία αυτή δεν μειώνει σε αξιοπιστία τα τελικά δεδομένα. Αντιθέτως, είναι σχεδόν σίγουρο, πως όταν μια αλλαγή στη βαθμολογία μιας επιχείρησης λαμβάνει χώρα, έχει προηγηθεί πρόσφατος, εκτενής έλεγχος από την πλευρά του οίκου αξιολόγησης, κάτι που συνεπάγεται πως η νέα βαθμολογία που αποδίδεται, αντανakλά πλήρως τις αποφάσεις και τα κριτήρια του οίκου.

Στη συνέχεια, περιγράφονται οι παλινδρομητές του οικονομετρικού μοντέλου. Τόσο οι ανεξάρτητες μεταβλητές ενδιαφέροντος, όσο και οι υπόλοιπες μεταβλητές ελέγχου, συλλέγονται για το τέλος του έτους από τις βάσεις δεδομένων της πλατφόρμας Thomson Reuters Datastream.

5.1.2 Δυνητικές επεξηγηματικές μεταβλητές

Επιχειρηματικός και χρηματοοικονομικός κίνδυνος

Όπως η ίδια η S&P γνωστοποιεί στο διαδικτυακά διαθέσιμο κείμενό της: Standard & Poor's - Corporate ratings criteria, για τον υπολογισμό της

πιστοληπτικής ικανότητας λαμβάνει υπόψη, τόσο τον επιχειρηματικό, όσο και τον χρηματοοικονομικό κίνδυνο. Η ανάλυση του επιχειρηματικού κινδύνου περιλαμβάνει μετρήσεις για παράγοντες όπως χαρακτηριστικά του κλάδου της εκάστοτε εταιρίας, την ανταγωνιστικότητα της θέσης της σε αυτόν, ή το μέγεθός της. Αντίθετα, η ανάλυση του χρηματοοικονομικού κινδύνου, επικεντρώνεται σε στοιχεία όπως η ποιότητα των λογιστικών διαδικασιών που ακολουθούνται από μια εταιρία, η κερδοφορία της, η κεφαλαιακή της δομή, η κατάσταση των ταμειακών της ροών, και γενικότερα, θέματα που απεικονίζουν την εταιρική χρηματοοικονομική πολιτική.

Αναφορικά με τον επιχειρηματικό κίνδυνο, που αντιμετωπίζει η κάθε επιχείρηση, η αποτύπωσή του στην εμπειρική μελέτη της εργασίας γίνεται μέσα από δύο μεταβλητές. Το μέγεθος της εταιρίας και το συστηματικό κίνδυνο. Η πρώτη, μετράται ως ο φυσικός λογάριθμος του συνολικού ενεργητικού της επιχείρησης (Natural logarithm of total assets), και είναι θετικά συσχετισμένη με την εταιρική βαθμολογία πιστοληπτικής ικανότητας. Ο λογάριθμος προτιμάται εξ' αιτίας της μεγάλης διασποράς των δεδομένων. Εξήγηση της θετικής συσχέτισης, αποτελεί το γεγονός ότι μεγαλύτερες και συνήθως παλαιότερες εταιρίες, τείνουν να έχουν περισσότερο αναγνωρίσιμα προϊόντα και να είναι καλύτερα διαφοροποιημένες, με πιο ποικίλες πηγές εσόδων. Για το λόγο αυτό, έρχονται αντιμέτωπες με μικρότερο επιχειρηματικό κίνδυνο, και έτσι αναμένεται να βαθμολογούνται υψηλότερα.

Η δεύτερη μεταβλητή που αναπαριστά τον επιχειρηματικό κίνδυνο, είναι ο συστηματικός κίνδυνος (Beta risk). Σχετίζεται με τη δεσμευμένη μεταβλητή αρνητικά, και προκύπτει από την εκτίμηση του μονοπαραγοντικού μοντέλου της αγοράς (market model), λαμβάνοντας υπ' όψιν το μέγεθος της μόχλευσης και τη μεταβλητότητα των χρηματικών ροών μιας εταιρίας. Ο υψηλός συστηματικός κίνδυνος, υποδηλώνει πως η φύση των επιχειρηματικών δραστηριοτήτων μιας εταιρίας, παρουσιάζει μεγάλη ευαισθησία στις συνολικές οικονομικές συνθήκες της αγοράς. Έτσι, υποθέτοντας πως όλοι οι υπόλοιποι παράγοντες παραμένουν σταθεροί, όσο μεγαλύτερος είναι ο συστηματικός, και κατ' επέκταση, ο μετοχικός κίνδυνος για μια επιχείρηση, τόσο πιο δύσκολο γίνεται για αυτή να εξυπηρετήσει το χρέος της, και τόσο χαμηλότερη βαθμολογία θα αναμένεται. Στο υπόδειγμα της εργασίας γίνεται χρήση μιας έτοιμης προϋπολογισμένης, ετησιοποιημένης εκτίμησης για τον συστηματικό κίνδυνο από την Thomson Reuters Worldscope. Η εκτίμηση αυτή δείχνει τη σχέση της μεταβλητότητας της μετοχής της κάθε εταιρίας, σε σύγκριση με τη μεταβλητότητα του δείκτη S&P 500, και υπολογίζεται με στοιχεία από μια περίοδο 23 έως 35 διαδοχικών μηνών πριν την υπό εξέταση ημερομηνία.

Παρακάτω, αναλύονται οι 7 επεξηγηματικές μεταβλητές χρηματοοικονομικού κινδύνου. Πρώτος, είναι ο δείκτης κάλυψης τόκων (Interest coverage ratio). Ο λογιστικός αυτός αριθμοδείκτης δείχνει τη σχέση μεταξύ των καθαρών εσόδων μιας επιχείρησης και των τόκων με τους οποίους αυτή επιβαρύνεται. Η σχέση του με το βαθμό πιστοληπτικής ικανότητας, αναμένεται να είναι θετική. Ο τρόπος υπολογισμού του είναι μέσω

της διαίρεσης των λειτουργικών εσόδων προ αποσβέσεων, προς τα έξοδα από τόκους (Operating income before depreciation / interest expense).

Δεύτερος αριθμοδείκτης απεικόνισης του χρηματοοικονομικού κινδύνου είναι ο λόγος των λειτουργικών εσόδων προ αποσβέσεων, προς τις καθαρές πωλήσεις (Operating income before depreciation / net sales). Η αναμενόμενη σχέση του με την εξαρτημένη είναι θετική, αφού όσο μεγαλύτερο είναι το λειτουργικό περιθώριο κέρδους, (operating margin) τόσο μικρότερος θα είναι και ο πιστωτικός κίνδυνος, κάτι που οδηγεί σε υψηλότερη βαθμολογία.

Η τρίτη και τέταρτη μεταβλητή αποτελούν παρόμοιους αριθμοδείκτες χρηματοοικονομικής μόχλευσης και είναι το μακροπρόθεσμο χρέος προς το ενεργητικό (Long-term debt / total assets) και το συνολικό χρέος, πάλι προς το συνολικό ενεργητικό της επιχείρησης (Total debt / total assets), και αμφότεροι συνδέονται με την κεφαλαιακή δομή της εταιρίας. Και οι δύο θα πρέπει να έχουν αρνητική σχέση με την πιστοληπτική ικανότητα. Ερμηνεία σε αυτό δίνει το εξής. Η μόχλευση αποτελεί ουσιαστικά μια άμεση έκφραση του μεγέθους των χρηματοοικονομικών υποχρεώσεων μιας εταιρίας. Από τη στιγμή που οι βαθμοί πιστοληπτικής ικανότητας απεικονίζουν τη δυνατότητα μιας επιχείρησης να ανταποκριθεί σε όλες αυτές τις υποχρεώσεις της, τόσο το μακροχρόνιο, όσο και το βραχυχρόνιο χρέος της, παίζουν σημαντικό ρόλο. Έτσι, όσο μεγαλύτερες τιμές παρουσιάζουν οι δύο αυτοί αριθμοδείκτες, τόσο μεγαλύτερη η επικινδυνότητα της εταιρίας και τόσο χαμηλότερη η βαθμολογία της.

Η πέμπτη εξωγενής μεταβλητή του μοντέλου, ουσιαστικά εκφράζει την ένταση κεφαλαίου σε μια επιχείρηση (Capital Intensity), η οποία υπολογίζεται διαιρώντας τα ενσώματα πάγια με το συνολικό ενεργητικό της (Gross property, plant & equipment / total assets). Σχετίζεται με το βαθμό πιστοληπτικής ικανότητας θετικά, αφού όσο περισσότερα είναι τα ενσώματα πάγια, τόσο πιο εύκολος γίνεται ο δανεισμός μέσω της ενεχυρίασης τους, για μια εταιρία και τόσο μικρότερο πιστωτικό κίνδυνο αντιμετωπίζει.

Ο δείκτης αποδοτικότητας ενεργητικού (ROA) αποτελεί την έκτη μεταβλητή που χρησιμοποιείται ως προσδιοριστικός παράγοντας των βαθμών πιστοληπτικής ικανότητας. Η απόδοση επί των περιουσιακών στοιχείων, προκύπτει ως ο λόγος των εσόδων προ έκτακτων αποτελεσμάτων της εταιρίας προς το μέγεθος του ενεργητικού της (Income before extraordinary items / total assets), και για μεγαλύτερη αξιοπιστία χρησιμοποιείται αυτούσιος από τα δεδομένα της Thomson Reuters Datastream. Η σχέση του με την εξαρτημένη αναμένεται να είναι θετική.

Τελευταίος παλινδρομητής ελέγχου είναι η κατασκευασμένη ψευδομεταβλητή **LOSS**. Παίρνει την τιμή 1 εάν τα καθαρά κέρδη προ έκτακτων αποτελεσμάτων της εταιρίας (Net income before extraordinary items) είναι αρνητικά για την τρέχουσα και την προηγούμενη χρονιά, και την τιμή 0 σε αντίθετη περίπτωση. Η σχέση της με την ενδογενή μεταβλητή του υποδείγματος θα πρέπει να είναι αρνητική, αφού η επαναλαμβανόμενη

εκδήλωση ζημίας για δύο συναπτά έτη, είναι σημαντική ένδειξη οικονομικής δυσπραγίας και λογικά μειώνει την πιστοληπτική ικανότητα.

Εταιρική και Κοινωνική Ευθύνη

Οι τελευταίες τρεις μεταβλητές που συμπεριλαμβάνονται στο υπόδειγμα της εργασίας, αντιπροσωπεύουν τις βαθμολογίες της Thomson Reuters ASSET4 για την επίδοση των εταιριών του δείγματος στους τρεις πυλώνες της Εταιρικής Κοινωνικής Ευθύνης. Σε αυτούς του περιβάλλοντος, της κοινωνίας, και της εταιρικής διακυβέρνησης.

Ο βαθμός για τον πυλώνα της περιβαλλοντικής επίδοσης (Environmental Score), όπως τον ορίζει η ίδια η ASSET4, μετρά και καταγράφει τον συνολικό αντίκτυπο της επιχείρησης στο φυσικό περιβάλλον που την περιβάλλει. Βαθμολογεί δηλαδή την εταιρική επίδραση, τόσο στους έμβιους οργανισμούς, όσο και στην άβια ύλη, περιλαμβάνοντας τον αέρα, τη γη και το νερό, καθώς επίσης και αυτοτελή οικοσυστήματα. Με τον τρόπο αυτό αναδεικνύει το κατά πόσο η εκάστοτε επιχείρηση, εντάσσει στη λειτουργία της, τις κατάλληλες διοικητικές πρακτικές εκείνες, ώστε να αποφύγει τυχόν περιβαλλοντικούς κινδύνους, και να αξιοποιήσει πιθανές περιβαλλοντικές ευκαιρίες που προκύπτουν, με απώτερο στόχο τη μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων της.

Με ίδιο το κίνητρο της δημιουργίας μακροπρόθεσμης αξίας για τους μετόχους, ορίζεται και η βαθμολογία της κοινωνικής επίδοσης (Social Score). Ο πυλώνας της κοινωνίας καταμετρά την ικανότητα της επιχείρησης να δημιουργήσει δεσμούς εμπιστοσύνης και αφοσίωσης με το εργατικό δυναμικό της, τους πελάτες και το ευρύτερο κοινωνικό σύνολο, με την επιλογή και χρήση των απαραίτητων διοικητικών διαδικασιών. Αντανακλά ουσιαστικά τη φήμη, αλλά και το επίπεδο της κοινωνικής αποδοχής που απολαμβάνει η εταιρία.

Η τρίτη μεταβλητή της EKE, που προέρχεται από την Thomson Reuters ASSET4, είναι η βαθμολογία για την επίδοση στον πυλώνα της εταιρικής διακυβέρνησης (Corporate Governance Score). Ο πυλώνας αυτός βαθμολογεί τα συστήματα και τις διαδικασίες της εταιρίας, τα οποία διασφαλίζουν ότι τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου και η διοίκηση εν γένει, δρουν με γνώμονα τα συμφέροντα της επιχείρησης και των μετόχων της. Αξιολογεί στην πράξη, τις εταιρικές πρακτικές που έχουν σαν στόχο την επίβλεψη και τον έλεγχο των δικαιωμάτων και υποχρεώσεων της διοίκησης, καθώς και τα κίνητρα και τους ελέγχους που οι πρακτικές αυτές περιλαμβάνουν.

Οι καλές επιδόσεις σε κάθε ένα από τα τρία αυτά αντικείμενα της βιωσιμότητας ξεχωριστά, αναμένεται να αυξάνουν την πιστοληπτική ικανότητα, και για το λόγο αυτό και οι τρεις βαθμολογίες αναμένεται να σχετίζονται με την εξαρτημένη θετικά.

Συγκεντρωτικά, τα ονόματα, ο τρόπος συλλογής ή υπολογισμού, και η αναμενόμενη σχέση των συντελεστών, από τις μεταβλητές που περιγράφηκαν παραπάνω, παρουσιάζονται περιληπτικά στον Πίνακα 2 των Παραρτημάτων.

5.2 Οικονομετρική τεχνική

Η εμπειρική ανάλυση της συγκεκριμένης διπλωματικής εργασίας γίνεται με τη χρήση ενός panel least squares μοντέλου, με την εκτίμηση τόσο time fixed, όσο και firm fixed effects.

Στα δύο υποδείγματα που θα εξεταστούν, για τις αμερικανικές εταιρίες των κλάδων ενέργειας και χημικών αντίστοιχα, η εξαρτημένη μεταβλητή αναπαριστάται ως μια πολυχοτομική ψευδομεταβλητή, ή κατηγορική πολλών επιπέδων. Η αναπαράσταση αυτή, επιλέχθηκε με βάση τη φύση της δεσμευμένης μεταβλητής, δηλαδή των βαθμών πιστοληπτικής ικανότητας, οι οποίοι εξ' ορισμού, είναι ποιοτικοί δείκτες πιστωτικού κινδύνου που παίρνουν διακριτές τιμές και απεικονίζονται σε κατάταξη. Όπως αναφέρθηκε και στο προηγούμενο τμήμα, η απεικόνιση αυτή χρησιμοποιείται ευρέως σε άρθρα της αντίστοιχης βιβλιογραφίας.

Το ευρύτερο, κοινό για τους δύο κλάδους εταιριών μοντέλο, που σχετίζει τις ανεξάρτητες μεταβλητές με την εξαρτημένη, μπορεί να περιγραφεί ως εξής. Έστω $RATING_{it}$ ο βαθμός πιστοληπτικής ικανότητας για την εταιρία i τη χρονική στιγμή t , και X_{it} ένα διάνυσμα από παρατηρούμενες μεταβλητές, διαθέσιμες για τη στιγμή t , που επηρεάζουν τον καθορισμό του βαθμού πιστοληπτικής ικανότητας για την εταιρία i . Η μεταβλητή $RATING_{it}$ παίρνει τιμές ακέραιους αριθμούς από το 0 έως το 20, ανάλογα με την κατηγορία πιστοληπτικής ικανότητας στην οποία η S&P έχει κατατάξει την εταιρία i για τη στιγμή t . Το 20 αναπαριστά την πιο αξιόπιστη ομάδα επιχειρήσεων (AAA), το 19 την αμέσως μικρότερη βαθμολογία πιστοληπτικής ικανότητας για μια εκδότηρα εταιρία (AA+), κοκ, μέχρι το 0 που δείχνει τις εταιρίες εκείνες με τη μέγιστη επικινδυνότητα, οι οποίες βρίσκονται στη χαμηλότερη βαθμίδα της κλίμακας (D). Η βαθμίδα αυτή ουσιαστικά περιλαμβάνει επιχειρήσεις οι οποίες σύμφωνα με την S&P θεωρούνται πτωχευμένες και αθετούν οποιαδήποτε πληρωμή τόκων και αρχικού κεφαλαίου. Οι βαθμοί C και SD (selective default) ενσωματώνονται στη βαθμολογία D ως παραπλήσιες εκφράσεις μερικής χρεοκοπίας που δεν οδηγούν σε ξεκάθαρα συμπεράσματα για τα κριτήρια απόδοσής τους, και κυρίως λόγω της μηδενικής εμφάνισής τους στο panel των δεδομένων, για τις εταιρίες και την περίοδο του δείγματος.

Η σύνδεση των επεξηγηματικών μεταβλητών X_{it} με τη δεσμευμένη $RATING_{it}$ περιγράφεται από την παρακάτω εξίσωση:

$$RATING_{it} = \alpha + \beta_{it}X_{it} + \delta_i + \zeta_t + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

όπου α είναι ο σταθερός όρος για τη στιγμή t , β_{it} είναι ο συντελεστής κλίσης για την εκάστοτε ανεξάρτητη μεταβλητή X , για την επιχείρηση i και τη

χρονική στιγμή t , και δ_i και ζ_t οι όροι για την αποτύπωση των firm fixed και time fixed effects. Τέλος, ε_{it} είναι ο διαταρακτικός όρος της παλινδρόμησης.

Συμπερασματικά, το συγκεκριμένο οικονομετρικό μοντέλο ελέγχει την υπό εξέταση μηδενική υπόθεση, την ύπαρξη δηλαδή θετικής συσχέτισης των βαθμών πιστοληπτικής ικανότητας, με τις βαθμολογίες για τις εταιρικές επιδόσεις στους πυλώνες του περιβάλλοντος, της κοινωνίας, και της εταιρικής διακυβέρνησης, όπως αυτή διατυπώθηκε παραπάνω, κάνοντας χρήση των μεταβλητών που περιγράφηκαν στην προηγούμενη ενότητα σε μορφή δεδομένων panel.

Πιθανά προβλήματα:

Πρώτο πρόβλημα που προκύπτει, είναι η υψηλή συσχέτιση που παρουσιάζουν οι μεταβλητές **LEVERAGE_LONG** και **LEVERAGE_TOT**, και για τους δύο κλάδους της έρευνας, όπως φαίνεται και στους πίνακες 5 και 6 (0,98 στον κλάδο ενέργειας και 0,89 στον κλάδο χημικών). Για να αντιμετωπιστεί το πιθανό πρόβλημα πολυσυγγραμμικότητας, επιλέγεται να αφαιρεθεί και από τα δύο μοντέλα η μεταβλητή **LEVERAGE_LONG** αφού η μεταβλητή για τη συνολική μόχλευση **LEVERAGE_TOT** περιλαμβάνει στην κατασκευή της τόσο το μακροχρόνιο, όσο και το βραχυχρόνιο χρέος και περιέχει για το λόγο αυτό από μόνη της αρκετό πληροφοριακό περιεχόμενο.

Επίσης, η μεταβλητή **BETA** για το συστηματικό κίνδυνο, εν τέλει απορρίπτεται από το μοντέλο επειδή ανά διαστρωμάτωση οι τιμές της διαχρονικά δεν μεταβάλλονται. Από τη στιγμή λοιπόν που για κάθε εταιρία η μεταβλητή αυτή παραμένει διαχρονικά αμετάβλητη, δεν μπορεί να χρησιμοποιηθεί στην εκτίμηση παλινδρόμησης του panel με fixed effects.

5.3 Αποτελέσματα

Για τον κλάδο των χημικών, αφαιρώντας σταδιακά από την παλινδρόμηση τις μεταβλητές με μη-στατιστικά σημαντικούς συντελεστές για επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 10%, η τελική εξίσωση, που εμφανίζεται αναλυτικά στον πίνακα 10 των παραρτημάτων, είναι η παρακάτω:

$$\begin{aligned}
 \mathbf{RATING}_{it} = & - \frac{18,339}{(-3,194)} + \frac{1,944}{(5,380)} \mathbf{SIZE}_{it} + \frac{8,455}{(4,803)} \mathbf{MARGIN}_{it} \\
 & - \frac{7,087}{(-8,217)} \mathbf{LEVERAGE_TOT}_{it} + \frac{0,853}{(2,026)} \mathbf{CAP_INTENSITY}_{it} \\
 & - \frac{0,022}{(-1,932)} \mathbf{ROA}_{it} - \frac{2,673}{(-4,355)} \mathbf{LOSS}_{it} + \frac{0,005}{(2,022)} \mathbf{SOC_SCORE}_{it}
 \end{aligned}$$

Στις παρενθέσεις κάτω από τους συντελεστές εμφανίζονται τα t-Statistics.

Αντίστοιχα για τον κλάδο της ενέργειας, ακολουθώντας την ίδια διαδικασία, αφαιρώντας δηλαδή σταδιακά τις μεταβλητές εκείνες οι οποίες παρουσίαζαν το μεγαλύτερο p-Value, σε σύγκριση με το επιθυμητό επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 0,1 τα τελικά αποτελέσματα είναι τα εξής:

$$\begin{aligned}
 RATING_{it} = & + \frac{1,805}{(1,422)} + \frac{0,553}{(6,898)} SIZE_{it} - \frac{1,345}{(-4,584)} LEVERAGE_TOT_{it} \\
 & - \frac{0,112}{(-1,712)} CAP_INTENSITY_{it} - \frac{0,578}{(-5,193)} LOSS_{it}
 \end{aligned}$$

Πάλι, οι παρενθέσεις περιέχουν το t-Statistic του εκάστοτε συντελεστή.

Η ερμηνεία των αποτελεσμάτων ξεκινά με τις ανεξάρτητες μεταβλητές ενδιαφέροντος, τις τρεις δηλαδή βαθμολογίες της Thomson Reuters ASSET4 για τους πυλώνες της Εταιρικής Κοινωνικής Ευθύνης. Έτσι, γίνεται αντιληπτό πως μόνο στον κλάδο των χημικών και μόνο για τη μεταβλητή που αναπαριστά τη βαθμολογία για την κοινωνική επίδοση, SOC_SCORE, εμφανίζεται ένας στατιστικά σημαντικός, και όπως ήταν αναμενόμενο, θετικός συντελεστής. Το αποτέλεσμα αυτό δείχνει πως για τις επιχειρήσεις χημικών, η πιστοληπτική τους κατάταξη επηρεάζεται επίσης από παράγοντες και εταιρικές πρακτικές που εντάσσονται στο πλαίσιο της κοινωνικής διάστασης της βιωσιμότητας. Στην περίπτωση αυτή δηλαδή, η συγκεκριμένη βαθμολογία της ASSET4 παρέχει επιπλέον πληροφόρηση, σχετική με την εταιρική πιστοληπτική ικανότητα.

Τα παραπάνω, υπόλοιπα πρόσημα και οι συντελεστές των στατιστικά σημαντικών μεταβλητών κατά βάση ταυτίζονται με τα αναμενόμενα και για τους δύο κλάδους, δείχνοντας πως για μεταβολή μιας μεταβλητής, με όλους τους υπόλοιπους παράγοντες να παραμένουν σταθεροί, η μεταβολή της πιστοληπτικής ικανότητας για μια επιχείρηση, θα κινηθεί στην αναμενόμενη από τη θεωρία κατεύθυνση. Εξαίρεση αποτελούν μόνο, στον κλάδο των χημικών το πρόσημο για τη μεταβλητή **ROA** που παρουσιάζεται να είναι αρνητικό και όχι ιδιαίτερα στατιστικά σημαντικό, και στον κλάδο της ενέργειας το πρόσημο για τη μεταβλητή **CAP_INTENSITY** που αντίθετα με το αναμενόμενο, δείχνει αρνητική συσχέτιση του μεγέθους των ενσώματων παγίων ως ποσοστό του συνολικού ενεργητικού, με την πιστοληπτική κατάταξη για μια εταιρία. Αυτό μπορεί να ερμηνεύεται σαν τη δυσκολία για ρευστοποίηση, και άμεση απόκτηση κεφαλαίων σε βραχυχρόνια εστίαση, όταν το μεγαλύτερο μέρος του ενεργητικού αποτελείται από δύσκολα ρευστοποιήσιμα πάγια, γεγονός που μπορεί να οδηγήσει μια επιχείρηση σε οικονομική δυσπραγία και αύξηση του πιστωτικού της κινδύνου.

Συγκεντρωτικά, μπορεί να αναφερθεί πως δυστυχώς τα αποτελέσματα αναφορικά με την παρατηρούμενη σχέση των τριών ανεξάρτητων μεταβλητών ενδιαφέροντος, των βαθμολογιών δηλαδή για τις διαστάσεις της Εταιρικής

Κοινωνικής Ευθύνης, και των βαθμών πιστοληπτικής ικανότητας δεν είναι ξεκάθαρα. Μόνο στον κλάδο των χημικών παρουσιάζεται η ύπαρξη μιας ελαφρώς θετικής συσχέτισης της βαθμολογίας για τον πυλώνα της κοινωνίας με το βαθμό πιστοληπτικής ικανότητας, αλλά ακόμα και στην περίπτωση αυτή η επίδραση δεν είναι μεγάλη.

Εξήγηση σε αυτό, θα μπορούσε να δώσει η άποψη πως οι οίκοι αξιολόγησης συμπεριλαμβάνουν εκ των προτέρων κριτήρια και μετρήσεις βιωσιμότητας στην απόδοση των βαθμών πιστοληπτικής ικανότητας που κοινοποιούν. Έτσι, οι βαθμολογίες στην Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη δεν παρουσιάζουν μεγάλη προβλεπτική ικανότητα, και δεν παρέχουν κάποια επιπλέον πληροφόρηση.

Άλλοι λόγοι για την πιθανή αυτή αδυναμία του υποδείγματος αποτελούν οι περιορισμοί στη δειγματοληψία των Rating changes που οδήγησαν στην εξαγωγή των credit ratings σε χρονοσειρά, και κυρίως στο μικρό μέγεθος των διαθέσιμων δεδομένων από την ASSET4 για τις επιδόσεις σε ESG των εταιριών του δείγματος, γεγονός που εμφάνιζε την όποια σχέση μη στατιστικά σημαντική.

6. Συμπεράσματα και προτάσεις

Διαχρονικά, η έντονη κριτική στους οίκους αξιολόγησης έχει οδηγήσει ένα μεγάλο μέρος της επιστημονικής έρευνας να στραφεί στη μελέτη των παραγόντων οι οποίοι λαμβάνονται υπόψη στην αξιολόγηση του πιστωτικού κινδύνου, και στην απόδοση των βαθμών πιστοληπτικής ικανότητας από τους οίκους αυτούς.

Από την άλλη, κλιμακούμενο ενδιαφέρον υπάρχει στην επιστημονική και επενδυτική κοινότητα για το κατά πόσο η υψηλή επίδοση Εταιρικής Κοινωνικής Ευθύνης από μια επιχείρηση ωφελεί εν τέλει στη βελτίωση των χρηματοοικονομικών της επιδόσεων, και πιο κοντά στο ερώτημα της παρούσας διπλωματικής εργασίας, κατά πόσο μειώνει τον πιστωτικό κίνδυνο που αυτή αντιμετωπίζει.

Με μια πρώτη, ευρεία προσέγγιση της επίδρασης που έχει η σχετικά ασαφής ακόμα έννοια της Επιχειρηματικής Βιωσιμότητας, πάνω στα δύο αυτά αντικείμενα, τα συμπεράσματα είναι αντικρουόμενα και ίσως αμφισβητήσιμα.

Εστιάζοντας όμως περισσότερο στο ποιοι συγκεκριμένα παράγοντες της Εταιρικής Κοινωνικής Ευθύνης επηρεάζουν και με ποιόν τρόπο, εταιρίες διαφορετικών κλάδων, με διαφορετικά χαρακτηριστικά, που αντιμετωπίζουν διαφορετικές προκλήσεις, τα συμπεράσματα της σχετικής βιβλιογραφίας παρουσιάζουν ενδιαφέρον. Με την εστίαση αυτή, αναδεικνύεται, πως το να αξιολογήσει κανείς μια επιχείρηση απλά βαθμολογώντας και αθροίζοντας συνολικά πρακτικές που προωθούν την επιχειρηματική υπευθυνότητα, είναι ανεπαρκές.

Αντίθετα, με τη μελέτη της διαθέσιμης σχετικής βιβλιογραφίας, γίνεται σαφές πως ανάλογα με ατομικά χαρακτηριστικά της κάθε εταιρίας, όπως ο κλάδος της, η χώρα προέλευσής της, ή το θεσμικό πλαίσιο κάτω από το οποίο λειτουργεί, η υιοθέτηση συγκεκριμένων, σημαντικών ανά περίπτωση, πρακτικών Επιχειρηματικής Βιωσιμότητας μόνο, είναι σε θέση να ενισχύσει τη συνολική, μακροχρόνια χρηματοοικονομική της επίδοση και να συμβάλλει στη μείωση του πιστωτικού της κινδύνου.

Σε αυτή την κατεύθυνση, η συγκεκριμένη διπλωματική διατριβή, προσπάθησε να εξετάσει την επίδραση που έχουν ατομικά οι βαθμολογικές επιδόσεις για μια επιχείρηση, στους τρεις πυλώνες του Περιβάλλοντος, της Κοινωνίας και της Εταιρικής Διακυβέρνησης που συνθέτουν τον όρο της Εταιρικής Κοινωνικής Ευθύνης, πάνω στο βαθμό πιστοληπτικής ικανότητας που της αποδίδεται, ανάλογα σε ποιον από τους δύο κλάδους της αμερικανικής οικονομίας που εξετάζονται ανήκει. Έτσι, θα προέκυπταν ουσιώδη συμπεράσματα για το ποιοι στην πράξη πυλώνες της ΕΚΕ επηρεάζουν θετικά, και σε τι βαθμό την πιστοληπτική κατάταξη μιας εταιρίας, ανάλογα πάντα με το ποιόν από τους κλάδους της ενέργειας ή των χημικών η εταιρία αυτή αντιπροσωπεύει.

Τα συμπεράσματα της εμπειρικής αυτής έρευνας, δυστυχώς δεν είναι σε θέση να οδηγήσουν σε αξιοσημείωτες παρατηρήσεις σχετικά με το πώς επηρεάζονται οι βαθμοί πιστοληπτικής ικανότητας από τις εταιρικές επιδόσεις σε πρακτικές που εντάσσονται σε κάθε έναν από τους τρεις πυλώνες της Επιχειρηματικής Βιωσιμότητας ή στο πόσο διαφοροποιείται η επίδραση αυτή ανάμεσα στους δύο κλάδους που μελετήθηκαν.

Λόγοι για την αδυναμία αυτή αποτελούν αφενός οι δειγματοληπτικοί περιορισμοί στη συλλογή των βαθμών πιστοληπτικής ικανότητας που περιόρισαν αρκετά το εν δυνάμει εξεταζόμενο δείγμα εταιριών, και αφετέρου ο μικρός αριθμός διαθέσιμων βαθμολογιών για τους πυλώνες της ΕΚΕ για τις εξεταζόμενες αυτές επιχειρήσεις.

Συμπερασματικά, κρίνεται απαραίτητο να πραγματοποιηθεί εκτενέστερη έρευνα σχετικά με το ποιες πρακτικές της εταιρικής υπευθυνότητας επηρεάζουν, και με ποιόν τρόπο, την έκδοση των βαθμών πιστοληπτικής ικανότητας για μια εταιρία.

Με τη χρήση ενός μεγαλύτερου δείγματος, αποτελούμενο από επιχειρήσεις περισσότερων κλάδων και ίσως χωρών, θα προκύψουν χρήσιμα συμπεράσματα για την επίδραση και τη βαρύτητα, της κάθε επιχειρηματικά βιώσιμης πρακτικής, πάνω στη διαμόρφωση του πιστωτικού κινδύνου και στην επακόλουθη απόδοση του βαθμού πιστοληπτικής ικανότητας, λαμβάνοντας υπόψη διαφορές στη λειτουργία και στις ευκαιρίες και προκλήσεις του κάθε βιομηχανικού κλάδου, σε συνδυασμό με διαφορές του θεσμικού πλαισίου λειτουργίας της κάθε χώρας.

Τα συμπεράσματα αυτά θα έχουν άμεση εφαρμογή στις στρατηγικές που λαμβάνει η διοίκηση μιας εταιρίας για τον περιορισμό του πιστωτικού κινδύνου, και κατ' επέκταση για την πρόσβαση σε φθηνότερο δανεισμό, και στον εμπλουτισμό των ουσιαστικών κριτηρίων που ελέγχονται από τους οίκους αξιολόγησης για την ακριβέστερη εκτίμηση των βαθμών πιστοληπτικής ικανότητας.

Βιβλιογραφικές αναφορές

Ξένη βιβλιογραφία

Άρθρα:

- Amato, J.D. and Furfine, C.H. (2004) “Are credit ratings procyclical?”, *Journal of Banking & Finance*, Vol. 28, pp. 2641–2677
- Antzoulatos, A.A. and Syrmos, T. (2016) ‘The valuation benefits of inclusion in the Dow Jones Sustainability Index’, mimeo
- Attig, N., El Ghouli, S., Guedhami, O. and Suh, J. (2013) “Corporate Social Responsibility and Credit Ratings”, *Journal of Business Ethics*, Vol. 117, Issue 4, pp. 679-694
- Bauer, R. and Hann, D. (2010) “Corporate Environmental Management and Credit Risk”, European Centre for Corporate Engagement; Maastricht University December 23, 2010
- Belghitar, Y., Clark, E. and Deshmukh, N. (2014) “Does it pay to be ethical? Evidence from the FTSE4Good”, *Journal of Banking and Finance*, Vol. 47, pp. 54 – 62.
- Blume, M., Lim, F. and MacKinlay, A. (1998) “The declining credit quality of US corporate debt: Myth or reality?”, *Journal of Finance*, Vol. 53, pp. 1389–1413
- Cantor, R. and Packer, F. (1994) “The Credit Rating Industry”, *Quarterly Review*, Federal Reserve Bank of New York, Vol. 19, pp. 1 – 26
- Cheng, B., Ioannou, I. and Serafeim, G. (2014) “Corporate social responsibility and access to finance”, *Strategic Management Journal*, Vol. 35, pp. 1 – 23
- Fowler, S.J. and Hope, C. (2007) “A Critical Review of Sustainable Business Indices and their Impact”, *Journal of Business Ethics*, Vol. 76, Issue 3, pp. 243–252
- Giuli, A. and Kostovetsky, L. (2014) “Are red or blue companies more likely to green?, Politics and corporate social responsibility”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 111, pp. 158 – 180
- Hawn, O., Chatterji, A. and Mitchell, W. (2016) “How Do Financial Markets Value Corporate Social Responsibility? Investor Perceptions of Additions and Deletions by the Dow Jones Sustainability Index”, available at SSRN http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2418300

- Hong, H. and Kacperczyk, M. (2009) “The price of sin: the effects of social norms on markets”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 93, pp. 15 – 36
- Khan, M., Serafeim, G. and Yoon, A. (2015) “Corporate sustainability: first evidence on materiality”, available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2575912>.
- López, M.V., Garcia, A. and Rodriguez, L. (2007) “Sustainable Development and Corporate Performance: A Study Based on the Dow Jones Sustainability Index”, *Journal of Business Ethics*, Vol. 75, Issue 3, pp 285–300
- Lourenço, I.C., Branco, M.C., Curto, J.D. and Eugénio, T. (2012) “How does the market value corporate sustainability performance?”, *Journal of Business Ethics*, Vol. 108, Issue 4, pp. 417–428
- Robinson, M., Kleffner, A. and Bertels, S. (2011) “Signaling sustainability leadership: Empirical evidence of the value of DJSI membership”, *Journal of Business Ethics*, Vol. 101, Issue 3, pp. 493–505
- Weber, O., Scholz, R.W. and Michalik, G. (2008) “Incorporating sustainability criteria into credit risk management”, *Business Strategy and the Environment*, Vol. 19, pp. 39-50
- White, L.J. (2010) “The Credit Rating Agencies”, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 24, No. 2, pp. 211 – 236
- Wu, M.W. and Shen, C.H. (2013) “Corporate social responsibility in the banking industry: motives and financial performance”, *Journal of Banking and Finance*, Vol. 37, pp. 3529 – 3547

Βιβλία:

Mishkin, F.S. (2004) *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets* 7th edition, Pearson Addison Wesley

Ελληνική Βιβλιογραφία

“Σημειώσεις Τραπεζικής”, Αντζουλάτος Α. Άγγελος, Οκτώβριος 2016

Διαδικτυακές Πηγές

- CSR HELLAS NETWORK (2016). “ΤΙ ΕΙΝΑΙ ΕΚΕ”
<http://csrhellas.net/network/themata-eke/ti-einai-eke/>

- Green Dot (2016). “Επιχειρηματική Βιωσιμότητα: Περιβαλλοντική, Κοινωνική και Οικονομική Υπευθυνότητα”, <http://www.greendot.com.cy/gr/view-subpage-greeniversity/97/Επιχειρηματική-Βιωσιμότητα:-Περιβαλλοντική,-Κοινωνική-και-Οικονομική-υπευθυνότητα>
- RobecoSAM (2015). “Measuring intangibles – RobecoSAM’s corporate sustainability assessment methodology”, http://www.sustainability-indices.com/images/Measuring_Intangibles_CSA_methodology.pdf
- Standard & Poor’s <https://www.standardandpoors.com/>
- Standard & Poor’s (2013). “Corporate Ratings Criteria”, http://regulationbodyofknowledge.org/wp-content/uploads/2013/03/StandardAndPoors_Corporate_Ratings_Criteria.pdf
- Standard & Poor’s (2016). “S&P Global Ratings Definitions”, https://www.standardandpoors.com/en_US/web/guest/article/-/view/sourceId/504352
- Thomson Reuters ASSET4. “ASSET4 ESG Scores” <https://customers.reuters.com/community/fixedincome/material/ASSET4ESGSCORES.pdf>
- Thomson Reuters ASSET4 (2010). “A New Quality Factor: Finding Alpha with ASSET4 ESG Data”, <http://thomsonreuters.com/content/dam/openweb/documents/pdf/tr-com-financial/report/starmine-quant-research-note-on-asset4-data.pdf>
- Thomson Reuters (2013). “Corporate Responsibility Ratings”, <http://financial.thomsonreuters.com/content/dam/openweb/documents/pdf/tr-com-financial/methodology/corporate-responsibility-ratings.pdf>

Παραρτήματα – Πίνακες

Πίνακας 1 Οι Πυλώνες της Thomson Reuters ASSET4 και τι περιλαμβάνουν

ΠΥΛΩΝΕΣ	ΥΠΟΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ
Περιβαλλοντικής Επίδοσης Environmental performance	Resource Reduction Emission Reduction Product Innovation
Κοινωνικής Επίδοσης Social Performance	Employment Quality Health and Safety Training and Development Diversity and Opportunity Human Rights Community Customer – Product Responsibility
Επίδοσης στην Εταιρική Διακυβέρνηση Corporate Governance Performance	Board Structure Compensation Policy Boards Functions Shareholders Rights Vision and Strategy

Ο παραπάνω πίνακας παρουσιάζει συγκεντρωτικά τις 15 υποκατηγορίες που συνθέτουν τον κάθε έναν από τους τρεις πυλώνες της Εταιρικής Κοινωνικής Ευθύνης ή Επιχειρηματικής Βιωσιμότητας, τους οποίους βαθμολογεί η Thomson Reuters ASSET4.

Πίνακας 2 Εξαρτημένη και Ανεξάρτητες Μεταβλητές

Εξαρτημένη Μεταβλητή	Ερμηνεία	
Κατάταξη Πιστοληπτικής Ικανότητας RATING	Παίρνει τιμές ακέραιους αριθμούς από το 0 ως το 20 ανάλογα με τις 21 κατηγορίες πιστοληπτικής ικανότητας της Standard & Poor's (D, CC, CCC-, CCC, CCC+, ..., A+, AA-, AA, AA+, AAA)	
Ανεξάρτητες Μεταβλητές	Ερμηνεία	Αναμενόμενη σχέση με την εξαρτημένη
Επιχειρηματικού και Χρηματοοικονομικού Κινδύνου		
Μέγεθος Εταιρίας SIZE	Natural logarithm of total assets	Θετική
Συστηματικός κίνδυνος (Beta risk) BETA	Προκύπτει από την εκτίμηση του μονοπαραγοντικού μοντέλου	Αρνητική
Αριθμοδείκτης κάλυψης τόκων (Interest coverage ratio) COVERAGE	Operating income before depreciation / interest expense	Θετική
Δείκτης Λειτουργικών Εσόδων προς τις Καθαρές Πωλήσεις MARGIN	Operating income before depreciation / net sales	Θετική
Δείκτης Μακροχρόνιου Χρέους προς το Ενεργητικό LEVERAGE_LONG	Long-term debt / total assets	Αρνητική
Δείκτης Συνολικού Χρέους προς το Ενεργητικό LEVERAGE_TOT	Total debt / total assets	Αρνητική
Capital Intensity CAP_INTENSITY	Gross property, plant & equipment / total assets	Θετική
Return on Assets ROA	Income before extraordinary items / total assets	Θετική
Loss LOSS	Ισούται με 1 εάν το net income before extraordinary items είναι αρνητικό στο τρέχον και στο προηγούμενο έτος, διαφορετικά ισούται με 0.	Αρνητική
Ανεξάρτητες Μεταβλητές Ενδιαφέροντος Διπλωματικής		
Περιβαλλοντική Επίδοση ENV_SCORE	Βαθμολογία από Thomson Reuters ASSET4	Θετική
Κοινωνική Επίδοση SOC_SCORE	Βαθμολογία από Thomson Reuters ASSET4	Θετική
Επίδοση στην Εταιρική Διακυβέρνηση GOV_SCORE	Βαθμολογία από Thomson Reuters ASSET4	Θετική

Ο παραπάνω πίνακας περιγράφει τις μεταβλητές που χρησιμοποιούνται στην ανάλυση της συγκεκριμένης διπλωματικής. Η πρώτη στήλη αναφέρει το όνομα της κάθε μεταβλητής και την κωδική ονομασία της στις παλινδρομήσεις της εργασίας. Στη δεύτερη στήλη φαίνεται ο τρόπος εύρεσης και κατασκευής της εκάστοτε μεταβλητής, και η τρίτη στήλη εμφανίζει τα αναμενόμενα πρόσημα των συντελεστών τους σε σχέση με την εξαρτημένη, που είναι οι βαθμοί πιστοληπτικής ικανότητας της S&P.

Πίνακας 3 Περιγραφικά στατιστικά – Κλάδος ενέργειας

Variables	Observations	Mean	Median	Maximum	Minimum	Std. Dev	Skewness	Kurtosis
RATING	1570	9,68	9,00	19,00	0,00	3,65	-0,01	3,49
SIZE	1452	15,14	15,06	18,99	9,74	1,44	-0,07	2,97
BETA	1053	1,50	1,32	4,30	-4,08	1,20	-0,90	8,19
COVERAGE	1451	12,54	6,23	469,41	-171,09	28,18	9,07	121,14
MARGIN	1461	0,10	0,28	0,83	-243,47	6,49	-36,22	1354,43
LEVERAGE_LONG	1448	0,31	0,30	1,49	0,00	0,17	1,27	8,06
LEVERAGE_TOT	1448	0,34	0,32	1,70	0,00	0,18	1,72	11,21
CAP_INTENSITY	1432	1,07	0,97	11,49	0,06	0,71	5,05	51,69
ROA	1423	4,02	5,37	38,37	-133,07	11,15	-4,12	37,69
LOSS	1450	0,08	0,00	1,00	0,00	0,27	3,04	10,27
ENV_SCORE	633	37,53	26,06	97,12	9,04	26,50	0,79	2,21
SOC_SCORE	633	42,62	36,15	98,38	5,60	27,18	0,44	1,92
GOV_SCORE	633	74,86	78,68	97,86	4,88	16,15	-1,48	5,72

Στον παραπάνω πίνακα παρουσιάζονται τα περιγραφικά στατιστικά για τις μεταβλητές του υποδείγματος, αναφορικά με τον κλάδο ενέργειας. Η πρώτη στήλη εμφανίζει τον αριθμό παρατηρήσεων της κάθε μεταβλητής, ενώ οι υπόλοιπες στήλες εμφανίζουν αντίστοιχα τιμές για το Μέσο, τη Διάμεσο, τη Μέγιστη και Ελάχιστη τιμή, την Τυπική Απόκλιση, την Ασυμμετρία και την Κύρτωση.

Πίνακας 4 Περιγραφικά στατιστικά – Κλάδος χημικών

Variables	Observations	Mean	Median	Maximum	Minimum	Std. Dev	Skewness	Kurtosis
RATING	669	10,00	10,00	17,00	0,00	3,47	-0,43	3,20
SIZE	563	14,99	14,84	18,02	11,39	1,16	0,21	3,22
BETA	377	1,58	1,41	3,07	0,88	0,55	1,24	4,09
COVERAGE	563	14,83	7,78	2257,92	-2,88	95,87	22,82	534,12
MARGIN	564	0,15	0,13	0,36	-0,08	0,06	0,50	3,26
LEVERAGE_LONG	560	0,29	0,27	0,99	0,00	0,14	0,67	4,10
LEVERAGE_TOT	560	0,32	0,30	1,01	0,00	0,14	0,76	4,73
CAP_INTENSITY	559	0,74	0,70	1,88	0,16	0,29	0,75	3,40
ROA	555	6,19	6,71	52,22	-33,07	7,61	-0,47	10,92
LOSS	561	0,07	0,00	1,00	0,00	0,26	3,23	11,43
ENV_SCORE	291	66,82	82,32	97,06	9,96	29,27	-0,72	1,91
SOC_SCORE	291	63,57	75,92	97,70	6,12	29,38	-0,55	1,84
GOV_SCORE	291	81,18	85,01	97,83	16,81	13,54	-1,54	5,84

Στον παραπάνω πίνακα παρουσιάζονται τα περιγραφικά στατιστικά για τις μεταβλητές του υποδείγματος, αναφορικά με τον κλάδο χημικών. Η πρώτη στήλη εμφανίζει τον αριθμό παρατηρήσεων της κάθε μεταβλητής, ενώ οι υπόλοιπες στήλες εμφανίζουν αντίστοιχα τιμές για το Μέσο, τη Διάμεσο, τη Μέγιστη και Ελάχιστη τιμή, την Τυπική Απόκλιση, την Ασυμμετρία και την Κύρτωση.

Πίνακας 5 Πίνακας συσχετίσεων – Κλάδος ενέργειας

	RATING	SIZE	BETA	COVERAGE	MARGIN	LEVERAGE LONG	LEVERAGE TOT	CAP INTENSITY	ROA	LOSS	ENV SCORE	SOC SCORE	GOV SCORE
RATING	1,00												
SIZE	0,59	1,00											
BETA	-0,11	-0,07	1,00										
COVERAGE	0,40	0,13	-0,02	1,00									
MARGIN	-0,05	-0,13	0,15	0,11	1,00								
LEVERAGE_LONG	-0,44	-0,13	-0,07	-0,49	-0,01	1,00							
LEVERAGE_TOT	-0,39	-0,10	-0,07	-0,50	-0,03	0,98	1,00						
CAP_INTENSITY	-0,21	-0,12	0,14	-0,11	0,47	0,25	0,23	1,00					
ROA	0,28	0,10	-0,02	0,35	0,03	-0,50	-0,47	-0,51	1,00				
LOSS	-0,20	-0,12	-0,08	-0,15	-0,19	0,29	0,28	0,15	-0,35	1,00			
ENV_SCORE	0,54	0,64	-0,13	0,16	-0,15	-0,24	-0,22	-0,06	0,07	-0,09	1,00		
SOC_SCORE	0,56	0,67	-0,17	0,11	-0,19	-0,19	-0,16	-0,08	0,06	-0,07	0,81	1,00	
GOV_SCORE	0,17	0,25	-0,03	0,05	-0,09	-0,18	-0,16	-0,07	-0,04	-0,07	0,45	0,46	1,00

Ο παραπάνω πίνακας παρουσιάζει ανά ζεύγη τους συντελεστές συσχέτισης μεταξύ όλων των μεταβλητών του υποδείγματος για τον κλάδο ενέργειας.

Πίνακας 6 Πίνακας συσχετίσεων – Κλάδος χημικών

	RATING	SIZE	BETA	COVERAGE	MARGIN	LEVERAGE LONG	LEVERAGE TOT	CAP INTENSITY	ROA	LOSS	ENV SCORE	SOC SCORE	GOV SCORE
RATING	1,00												
SIZE	0,42	1,00											
BETA	-0,35	-0,10	1,00										
COVERAGE	0,00	0,06	-0,02	1,00									
MARGIN	0,45	0,17	-0,26	0,15	1,00								
LEVERAGE_LONG	-0,34	-0,05	0,34	-0,15	-0,08	1,00							
LEVERAGE_TOT	-0,29	-0,05	0,31	-0,18	-0,14	0,89	1,00						
CAP_INTENSITY	0,08	0,12	0,03	-0,02	0,17	0,19	0,14	1,00					
ROA	0,25	0,14	-0,15	0,07	0,38	-0,08	-0,23	-0,09	1,00				
LOSS	-0,27	-0,11	-0,12	-0,02	-0,14	-0,04	0,03	-0,11	-0,38	1,00			
ENV_SCORE	0,32	0,51	0,11	0,06	0,10	0,08	0,08	0,33	0,06	-0,13	1,00		
SOC_SCORE	0,42	0,53	-0,10	0,06	0,27	-0,09	-0,06	0,38	0,15	-0,17	0,79	1,00	
GOV_SCORE	0,20	0,28	0,02	0,06	0,27	0,10	0,13	0,18	0,06	-0,03	0,58	0,59	1,00

Ο παραπάνω πίνακας παρουσιάζει ανά ζεύγη τους συντελεστές συσχέτισης μεταξύ όλων των μεταβλητών του υποδείγματος για τον κλάδο χημικών.

Πίνακας 7 Αρχικό υπόδειγμα - Κλάδος ενέργειας

Dependent Variable: RATING
 Method: Panel Least Squares
 Sector: Energy
 Sample: 2002 - 2015
 Years Included: 14
 Firms Included: 65
 Total Panel (Unbalanced) Observations: 580

Variable	Coefficient	p-Value
INTERCEPT	5,666 (2,719)	0,0068
SIZE	0,344 (2,739)	0,0064
COVERAGE	0,000 (0,306)	0,7597
MARGIN	0,395 (0,941)	0,3468
LEVERAGE_TOT	-2,363 (-5,118)	0,0000
CAP_INTENSITY	0,127 (1,156)	0,2479
ROA	-0,000 (-0,161)	0,8715
LOSS	-0,385 (-2,404)	0,0166
ENV_SCORE	0,000 (0,329)	0,7416
SOC_SCORE	-0,001 (-0,414)	0,6788
GOV_SCORE	0,000 (0,251)	0,8015

Firm Fixed Effects: Yes
 Year Fixed Effects: Yes

Adj. R²: 0,91
 N: 580

Ο παραπάνω πίνακας παρουσιάζει το αρχικό υπόδειγμα παλινδρόμησης ελαχίστων τετραγώνων σε panel, του κλάδου ενέργειας, για την επίδραση που έχουν στα Credit Ratings τα ESG scores και μια σειρά άλλοι παλινδρομητές. Οι βαθμοί της Standard & Poor's (S&P long-term credit issuer ratings) έχουν αντικατασταθεί σε σειρά κατάταξης ως εξής: 20 (AAA), 19 (AA+), 18 (AA), 17 (AA-), ..., 0 (D). Στη δεύτερη στήλη εμφανίζονται οι συντελεστές των μεταβλητών και τα πρόσημά τους καθώς και τα t-Statistics στις παρενθέσεις. Στην τρίτη στήλη εμφανίζονται τα p-Values.

Πίνακας 8 Τελικό υπόδειγμα ελαχίστων τετραγώνων σε panel για την επίδραση των επιδόσεων σε ESG πάνω στους βαθμούς πιστοληπτικής ικανότητας
- Κλάδος ενέργειας -

Dependent Variable: RATING
Method: Panel Least Squares
Sector: Energy
Sample: 2002 - 2015
Years Included: 14
Firms Included: 117
Total Panel (Unbalanced) Observations: 1222

Variable	Coefficient	p-Value
INTERCEPT	1,805 (1,422)	0,1551
SIZE	0,553 (6,898)	0,0000
LEVERAGE_TOT	-1,345 (-4,584)	0,0000
CAP_INTENSITY	-0,112 (-1,712)	0,0871
LOSS	-0,578 (-5,193)	0,0000

Firm Fixed Effects: Yes
Year Fixed Effects: Yes

Adj. R²: 0,90
N: 1222

Ο παραπάνω πίνακας παρουσιάζει τα τελικά αποτελέσματα της παλινδρόμησης ελαχίστων τετραγώνων σε panel, για την επίδραση που έχουν στα Credit Ratings τα ESG scores και μια σειρά άλλοι παλινδρομητές, **για στατιστικά σημαντικές εκτιμήσεις σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 10%**. Οι βαθμοί της Standard & Poor's (S&P long-term issuer credit ratings) έχουν αντικατασταθεί σε σειρά κατάταξης ως εξής: 20 (AAA), 19 (AA+), 18 (AA), 17 (AA-), ..., 0 (D). Στη δεύτερη στήλη εμφανίζονται οι συντελεστές των μεταβλητών και τα πρόσημά τους καθώς και τα t-Statistics στις παρενθέσεις. Στην τρίτη στήλη εμφανίζονται τα p-Values. Το δείγμα περιλαμβάνει τις 117 αμερικανικές εταιρίες του κλάδου της ενέργειας, για τις οποίες υπήρχαν διαθέσιμα δεδομένα για την περίοδο 2002 – 2015, και στο σύνολο 1222 firm-year observations.

Πίνακας 9 Αρχικό υπόδειγμα - Κλάδος χημικών

Dependent Variable: RATING
 Method: Panel Least Squares
 Sector: Chemicals
 Sample: 2002 - 2015
 Years Included: 14
 Firms Included: 34
 Total Panel (Unbalanced) Observations: 278

Variable	Coefficient	p-Value
INTERCEPT	-17,728 (-3,036)	0,0027
SIZE	1,882 (5,074)	0,0000
COVERAGE	-0,000 (-0,598)	0,5500
MARGIN	8,597 (4,651)	0,0000
LEVERAGE_TOT	-7,044 (-7,917)	0,0000
CAP_INTENSITY	0,806 (1,875)	0,0620
ROA	-0,020 (-1,801)	0,0730
LOSS	-2,541 (-4,023)	0,0001
ENV_SCORE	0,002 (0,589)	0,5558
SOC_SCORE	0,003 (0,981)	0,3274
GOV_SCORE	0,004 (0,771)	0,4414

Firm Fixed Effects: Yes
 Year Fixed Effects: Yes

Adj. R²: 0,90
 N: 278

Ο παραπάνω πίνακας παρουσιάζει το αρχικό υπόδειγμα παλινδρόμησης ελαχίστων τετραγώνων σε panel, του κλάδου χημικών, για την επίδραση που έχουν στα Credit Ratings τα ESG scores και μια σειρά άλλοι παλινδρομητές. Οι βαθμοί της Standard & Poor's (S&P long-term issuer ratings) έχουν αντικατασταθεί σε σειρά κατάταξης ως εξής: 20 (AAA), 19 (AA+), 18 (AA), 17 (AA-), ..., 0 (D). Στη δεύτερη στήλη εμφανίζονται οι συντελεστές των μεταβλητών και τα πρόσημά τους καθώς και τα t-Statistics στις παρενθέσεις. Στην τρίτη στήλη εμφανίζονται τα p-Values.

Πίνακας 10 Τελικό υπόδειγμα ελαχίστων τετραγώνων σε panel για την επίδραση των επιδόσεων σε ESG πάνω στους βαθμούς πιστοληπτικής ικανότητας - Κλάδος χημικών -

Dependent Variable: RATING
 Method: Panel Least Squares
 Sector: Chemicals
 Sample: 2002 - 2015
 Years Included: 14
 Firms Included: 34
 Total Panel (Unbalanced) Observations: 278

Variable	Coefficient	p-Value
INTERCEPT	-18,339 (-3,194)	0,0016
SIZE	1,944 (5,380)	0,0000
MARGIN	8,455 (4,803)	0,0000
LEVERAGE_TOT	-7,087 (-8,217)	0,0000
CAP_INTENSITY	0,853 (2,026)	0,0439
ROA	-0,022 (-1,932)	0,0546
LOSS	-2,673 (-4,355)	0,0000
SOC_SCORE	0,005 (2,022)	0,0444

Firm Fixed Effects: Yes
 Year Fixed Effects: Yes

Adj. R²: 0,90
 N: 278

Ο παραπάνω πίνακας παρουσιάζει τα τελικά αποτελέσματα της παλινδρόμησης ελαχίστων τετραγώνων σε panel, για την επίδραση που έχουν στα Credit Ratings τα ESG scores και μια σειρά άλλοι παλινδρομητές, **για στατιστικά σημαντικές εκτιμήσεις σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 10%**. Οι βαθμοί της Standard & Poor's (S&P long-term issuer ratings) έχουν αντικατασταθεί σε σειρά κατάταξης ως εξής: 20 (AAA), 19 (AA+), 18 (AA), 17 (AA-), ..., 0 (D). Στη δεύτερη στήλη εμφανίζονται οι συντελεστές των μεταβλητών και τα πρόσημά τους καθώς και τα t-Statistics στις παρενθέσεις. Στην τρίτη στήλη εμφανίζονται τα p-Values. Το δείγμα περιλαμβάνει τις 34 αμερικανικές εταιρίες του κλάδου των χημικών, για τις οποίες υπήρχαν διαθέσιμα δεδομένα για την περίοδο 2002 – 2015, και στο σύνολο 278 firm-year observations.