



ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΔΗΜΟΚΡΑΤΙΑ  
Εθνικόν και Καποδιστριακόν  
Πανεπιστήμιον Αθηνών  
— ΙΔΡΥΘΕΝ ΤΟ 1837 —

ΣΧΟΛΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΙ ΠΟΛΙΤΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ  
ΤΜΗΜΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ

Πρόγραμμα Μεταπτυχιακών Σπουδών  
«ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΜΟΝΑΔΩΝ»  
Κατεύθυνση: Διαχείριση Κεφαλαίων και Κινδύνων

**ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ**

*“Οίκοι Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας και  
Ασύμμετρη Πληροφόρηση.  
Αποτελούν τελικά μία επαρκή λύση;  
Ποια η επίδραση τους στην προσέλκυση Άμεσων Ξένων  
Επενδύσεων;”*

Σοφία- Νεφέλη Φαρμάκη

Επιβλέπων Καθηγητής: Γ. Χορταρέας

ΑΘΗΝΑ  
Σεπτέμβριος, 2019



ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΔΗΜΟΚΡΑΤΙΑ  
Εθνικόν και Καποδιστριακόν  
Πανεπιστήμιον Αθηνών  
— ΙΔΡΥΘΕΝ ΤΟ 1837 —

FACULTY OF ECONOMICS AND POLITICAL SCIENCES  
DEPARTMENT OF ECONOMICS

**POSTGRADUATE PROGRAM**  
**«FINANCIAL UNITS MANAGEMENT»**  
**Specialization: Risk Management**

**MASTER THESIS**

*“Credit Rating Agencies and Asymmetric Information. Are they an adequate solution? What is their impact on Foreign Direct Investments’ attraction?”*

**Sofia- Nefeli Farmaki**

Supervisor: G. Chortareas

ATHENS  
September, 2019

### Ευχαριστίες

Θα ήθελα να ευχαριστήσω ιδιαίτερα για την πολύτιμη βοήθειά του τον επιβλέποντα καθηγητή μου, κύριο Γ. Χορταρέα, ο οποίος με τις συμβουλές και τις παρατηρήσεις του συνέβαλε στην επιτυχή ολοκλήρωση της διπλωματικής μου εργασίας.

Επιπλέον πολύτιμη υπήρξε η στήριξη των γονιών και των φίλων μου, οι οποίοι ήταν δίπλα μου καθ' όλη την διάρκεια της προσπάθειας για την ολοκλήρωση του μεταπτυχιακού προγράμματος και την απόκτηση του διπλώματος στη «Διοίκηση και Διαχείριση Οικονομικών Μονάδων και Οργανισμών».

### Acknowledgements

*I would particularly like to thank my supervisor Professor G. Chortareas for his valuable help, who, through his advice and observations, contributed to the successful completion of my master's thesis.*

*Also valuable was the support of my parents and friends, who were next to me during my attempt for the completion of the postgraduate program in of Financial Units Management.*

## Περίληψη

Η χρηματοπιστωτική κρίση του 2008 έφερε στο φως προβλήματα και αδυναμίες του χρηματοπιστωτικού συστήματος, τα οποία σε μεγάλο βαθμό οδήγησαν στην αποτυχία των αγορών. Κύριος παράγοντας για την εξέλιξη αυτή αποτελεί η αποτυχία των οίκων πιστοληπτικής αξιολόγησης να επιτελέσουν τον πρωταρχικό τους ρόλο, την άρση δηλαδή της ασύμμετρης πληροφόρησης και του ηθικού κινδύνου, ενισχύοντας τα φαινόμενα κερδοσκοπίας και του *rating inflation*. Στην παρούσα έρευνα διερευνάται η επίδραση των πιστοληπτικών βαθμολογιών των κρατών από τους οίκους αξιολόγησης στην προσέλκυση εισροών Άμεσων Ξένων Επενδύσεων (ΑΞΕ), λαμβάνοντας ως δείγμα τις 7 χώρες του Ευρωπαϊκού Νότου (Ελλάδα, Κύπρος, Ιταλία, Μάλτα, Ισπανία, Πορτογαλία, Γαλλία), για τη χρονική περίοδο από το 2008 έως και το 2018. Τα αποτελέσματα αποδεικνύουν ότι η προσοχή των επενδυτών στις πιστοληπτικές αξιολογήσεις προκειμένου να προχωρήσουν στην επένδυση σε μία Τρίτη χώρα είναι αυξημένη, φανερόνοντας ταυτόχρονα και την μεγάλη σημασία των οίκων στις αγορές (αν και τα χρόνια που ακολούθησαν την οικονομική κρίση η επιρροή τους είναι μειούμενη, εξαιτίας της άμεσης εμπλοκής τους).

Λέξεις Κλειδιά: Οίκοι αξιολόγησης, ασύμμετρη πληροφόρηση, ηθικός κίνδυνος, *rating inflection*, ΑΞΕ, Καθαρές Εισροές Άμεσων Ξένων Επενδύσεων, οικονομική κρίση

## **Abstract**

*The financial crisis of 2008 revealed problems and weaknesses of the financial system, which led to the failure of markets. A key factor for this development is the failure of credit rating agencies to fulfil their primary mission, the elimination of asymmetric information and moral hazard and encourage the phenomenon of arbitrage and rating inflation. This study investigates the effect of credit ratings on attracting FDI inflows, for the 7 European South countries (Greece, Cyprus, Italy, Malta, Spain, Portugal, France) for the period from 2008 to 2018. The results prove that the investors pay high attention to credit ratings, in order to invest in a Third Country. At the same time, the importance of credit agencies for the markets is inflected (although their influence has diminished in the years following the financial crisis, due to their direct involvement).*

Keywords: Credit Ratings Agencies, Asymmetric Information, Moral Hazard, Rating Inflection, Foreign Direct Investment, Net Inflows of Foreign Direct Investment, financial crisis

## Περιεχόμενα

- 1. Εισαγωγή**
- 2. Σύγκρουση συμφερόντων, Ασύμμετρη πληροφόρηση και Ηθικός κίνδυνος**
  - A. Σύγκρουση Συμφερόντων*
  - B. Ασύμμετρη πληροφόρηση ➡ Δυσμενής επιλογή- Ηθικός κίνδυνος*
- 3. Οι Οίκοι Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας και ο ρόλος που διαδραματίζουν**
  - A. Εισαγωγή*
  - B. Οι “Big Three” και η διαδικασία της αξιολόγησης*
  - Γ. Διαδικασία Πιστοληπτικής Αξιολόγησης*
  - Δ. Ο ρόλος των οίκων αξιολόγησης, η ασύμμετρη πληροφόρηση και η αντικειμενικότητά τους*
  - E. Επιτυχία ή αποτυχία των οίκων ως προς την άρση της ασύμμετρης πληροφόρησης;*
- 4. Άμεσες ξένες επενδύσεις και οι οίκοι αξιολόγησης**
  - A. Εισαγωγή*
  - B. Η Έννοια των ΑΞΕ*
  - Γ. Παράγοντες προσέλκυσης ΑΞΕ και η σημασία της Πιστοληπτικής Ικανότητας*
  - Δ. ΑΞΕ και Οικονομική Μεγέθυνση/ Ανάπτυξη*
- 5. Εμπειρική Ανάλυση**
  - A. Περιγραφική Ανάλυση των Δεδομένων- Σχεδιασμός Ερευνητικού Ερωτήματος*
  - B. Εμπειρικά Αποτελέσματα*
- 6. Συμπεράσματα**

## **Βιβλιογραφία**

## Λίστα Πινάκων

**Πίνακας 1:** “Securitization food chain and key exogenous entities”

**Πίνακας 2:** “Moody’s rating system”

**Πίνακας 3:** “Standard & Poor’s and Fitch Ratings rating system”

**Πίνακας 4:** “Αντιστοίχιση Ποιοτικών Πιστοληπτικών Αξιολογήσεων σε Αριθμητική Κλίμακα”

**Πίνακας 5:** “Πιστοληπτική Αξιολόγηση Ελλάδας 2008- 2018”

**Πίνακας 6:** “Πιστοληπτική Αξιολόγηση Κύπρου 2008- 2018”

**Πίνακας 7:** “Πιστοληπτική Αξιολόγηση Ιταλίας 2008- 2018”

**Πίνακας 8:** “Πιστοληπτική Αξιολόγηση Μάλτας 2008- 2018”

**Πίνακας 9:** “Πιστοληπτική Αξιολόγηση Πορτογαλίας 2008- 2018”

**Πίνακας 10:** “Πιστοληπτική Αξιολόγηση Ισπανίας 2008- 2018”

**Πίνακας 11:** “Πιστοληπτική Αξιολόγηση Γαλλίας 2008- 2018”

**Πίνακας 12:** “Καθαρές Εισροές ΑΞΕ Χωρών Ευρωπαϊκού Νότου 2008- 2018 σε % του ΑΕΠ”

**Πίνακας 13:** “Περιγραφική Σύγκριση μέσου όρου Πιστοληπτικών Αξιολογήσεων και Καθαρών Εισροών Άμεσων Ξένων Επενδύσεων”

**Πίνακας 14:** “Σύνολο τιμών General Government Gross Debt (%GDP), General Government Net Lending (%GDP), Real GDP Growth (Annual percent change), Unemployment Rate (%) 7 χωρών Ευρωπαϊκού Νότου”

**Πίνακας 15:** “Εμπειρικά Αποτελέσματα- Εισροές Άμεσων Ξένων Επενδύσεων και Αξιολογήσεις Πιστοληπτικής Ικανότητας για το σύνολο των 7 χωρών του Ευρωπαϊκού Νότου”

## Λίστα Διαγραμμάτων

**Διάγραμμα 1:** “Καθαρές Εισροές ΑΞΕ Χωρών Ευρωπαϊκού Νότου 2008- 2018 σε % του ΑΕΠ”

**Διάγραμμα 2:** “Μέσος όρος Πιστοληπτικών Αξιολογήσεων και Καθαρών Εισροών Άμεσων Ξένων Επενδύσεων 2008- 2018”

**Διάγραμμα 3:** “Μέσος όρος Πιστοληπτικών Αξιολογήσεων και Καθαρών Εισροών Άμεσων Ξένων Επενδύσεων Ελλάδα 2008- 2018”



## Συντομογραφίες

ΑΕΠ: Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν

ΑΞΕ: Άμεσες Ξένες Επενδύσεις

AIG: Ασφαλιστικές εταιρείες

CDO: Collateralized Debt Obligation

CDS Credit Default Swap:

CFTC: Commodity Futures Trading Commission

CRA: Credit Rating Agencies

CR: Credit Rating

ESFS: European system of financial supervision

ESMA: European Securities and Market Authority

FDI: Foreign Direct Investment

GD: General Government Gross Debt

GDP: Real GDP Growth (Annual percent change)

NL: General Government Net Lending

S&P: Standard & Poor's

SEC: Securities and Exchange Commission

UR: Unemployment Rate (%)

## 1. Εισαγωγή

Η αξιολόγηση πιστοληπτικής ικανότητας αποτελεί μία εκτίμηση της πιστωτικής ασφάλειας μίας εταιρείας ή ενός κράτους. Ο ρόλος των αξιολογήσεων αυτών είναι ζωτικής σημασίας για τη λειτουργία των σύγχρονων χρηματοπιστωτικών αγορών και αποτελούν αναπόσπαστο κομμάτι της επενδυτικής διαδικασίας. Όμως οι οίκοι αξιολόγησης απέτυχαν να προειδοποιήσουν τους ανυποψίαστους επενδυτές έναντι των κινδύνων που ενέτειναν οι τίτλοι που τους εξασφάλιζαν πολύ υψηλές αποδόσεις, ενισχύοντας την έκδοση και την αγορά CDOs, εγγυώντας τους ότι αυτές οι κινητές αξίες των ενυπόθηκων δανείων έχουν παρόμοιο κίνδυνο με ομόλογα κρατών, όπως οι ΗΠΑ. Η κρίση δημοσίου χρέους στην Ευρώπη, που άρχισε το 2010, αποτελεί την πιο πρόσφατη αποτυχία των οίκων, με πιο χαρακτηριστική την περίπτωση της Ελλάδας, όπου η πιστωτική εξάπλωση των ομολόγων του ελληνικού δημοσίου αυξήθηκε λίγες βδομάδες πριν την υποβάθμιση της ελληνικής πιστοληπτικής ικανότητας.

Ένας από τους βασικότερους λόγους της αποτυχίας αυτής των οίκων είναι η σύγκρουση συμφερόντων και ο ηθικός κίνδυνος, ως επακόλουθα της ασύμμετρης πληροφόρησης. Σύμφωνα με τον Miskin (2017) η ασύμμετρη πληροφόρηση υποβαθμίζεται κατά τον ανοδικό κύκλο της οικονομίας, αλλά εντείνεται κατά την ύφεσή της και κατά τη διάρκεια οικονομικών κρίσεων, προκαλώντας τελικά την παγκόσμια εξάπλωσή της. Γιατί όμως οι οίκοι αξιολόγησης δεν ήσαν την εξάπλωση αυτού του κινδύνου, αλλά αντίθετα φαίνεται πως την ενίσχυσαν, εντάσσοντας έναν μεγάλο αριθμό κρατών σε περίοδο ύφεσης, αλλά και προκαλώντας πολλές φορές ανυπολόγιστες ζημιές στους επενδυτές; Ίσως η ενίσχυση του ρόλου που θα παίζουν οι οίκοι στη λειτουργία του χρηματοπιστωτικού συστήματος, μέσω των κανόνων που θεσπίστηκαν στη Βασιλεία II, επέφερε περισσότερες απώλειες παρά οφέλη, πιθανόν λόγω μη θέσπισης επιπλέον κανόνων, που θα υποχρέωνε τους οίκους τόσο σε έλεγχο του έργου τους, όσο και σε κυρώσεις σε περίπτωση παραβίασής τους.

Παράλληλα με τους οίκους αγγελία συμπεριφορά επέδειξε και πληθώρα επενδυτών, οι οποίοι δρώντας παράλληλα με την απουσία της αμεροληψίας των οίκων και εκμεταλλεόμενοι πληροφορίες τις οποίες μπορούσαν να εκμαιεύσουν κατά αποκλειστικότητα, κερδοφόρησαν σε βάρος άλλων, χωρίς όμως να συνυπολογίσουν τους κινδύνους που θα συνόδευαν αυτή τη συμπεριφορά. Αυτό είχε σαν αποτέλεσμα τη διόγκωση των κακών εκτιμήσεων πιστωτικού κινδύνου από την πλευρά των οίκων και άρα των λανθασμένων επενδυτικών επιλογών, αλλά και την ισχυροποίηση των οίκων στην αγορά, μέχρι την οριστική, σχεδόν, αποκαθήλωσή τους από το βάθρο, εξαιτίας της εμφάνισης της οικονομικής κρίσης και την παύσης της εμπιστοσύνης από κράτη και επενδυτές.

Σκοπός της παρούσας εργασίας είναι η διερεύνηση για το κατά πόσο οι επενδυτές που αποφασίζουν να διαθέσουν τα χρήματά τους για επένδυση σε μία Τρίτη χώρα (Άμεσες Ξένες Επενδύσεις) επηρεάζονται από τις βαθμολογίες πιστοληπτική αξιολόγησης.

Πριν τη διερεύνηση αυτή, υπάρχει θεωρητική προσέγγιση της ασύμμετρης πληροφόρησης και του ηθικού κινδύνου στο δεύτερο μέρος, του τρόπου λειτουργίας των οίκων αξιολόγησης και του ρόλου που διαδραματίζουν στην αγορά στο τρίτο μέρος, καθώς και των παραγόντων που επηρεάζουν την προσέλκυση Άμεσων Ξένων Επενδύσεων σε μία χώρα στο τέταρτο μέρος. Το πέμπτο κεφάλαιο παρουσιάζει τα περιγραφικά και εμπειρικά αποτελέσματα της έρευνας, ενώ το τελευταίο τα συμπεράσματα.

## 2. Σύγκρουση συμφερόντων, Ασύμμετρη πληροφόρηση και Ηθικός κίνδυνος

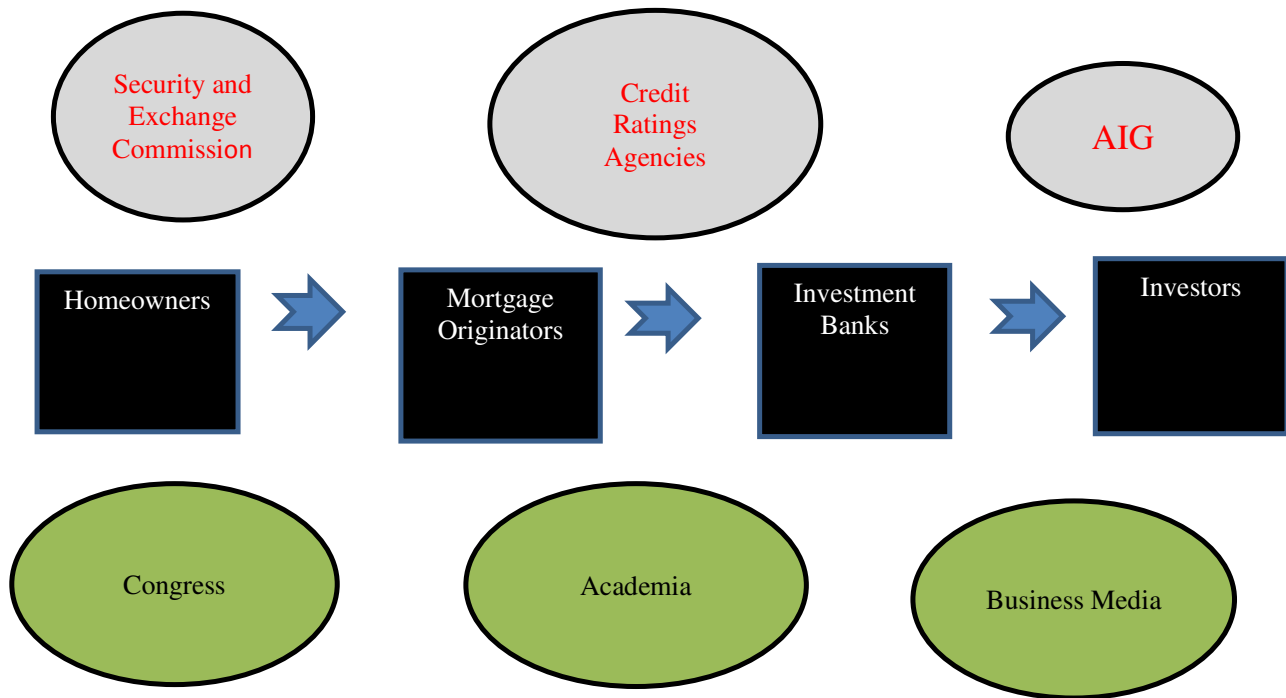
Η πληροφόρηση κατέχει πρωτεύοντα ρόλο στις χρηματοοικονομικές συναλλαγές και όχι μόνο, καθώς η κατοχή της και η ορθή χρήση της προσφέρει στους έχοντες δρώντες ιδιαίτερα πλεονεκτική θέση. Η απόκτηση των πληροφοριών τις περισσότερες φορές δεν διατίθεται δωρεάν στους χρηματοοικονομικούς δρώντες, αλλά κοστίζει ακριβά, γι' αυτό λαμβάνεται συχνά υπόψη η συσχέτιση κόστους- ωφέλειας. Η άνιση αυτή κατανομή των πληροφοριών μεταξύ των δύο πλευρών σε μία οικονομική συναλλαγή ονομάζεται **ασύμμετρη πληροφόρηση**. Οι επιπτώσεις της ασύμμετρης πληροφόρησης δημιουργούν τρία παρακλάδια προβλημάτων εντός των χρηματαγορών, την *σύγκρουση συμφερόντων*, τον *ηθικό κίνδυνο* και τη *δυσμενή επιλογή*.

### A. Σύγκρουση Συμφερόντων

Το 2002 ο McDonald ανέλυσε την θεωρία περί σύγκρουσης συμφερόντων, σύμφωνα με την οποία κάθε άνθρωπος έχει ένα προσωπικό συμφέρον το οποίο είναι αρκετό για να τον επηρεάσει στην αντικειμενική άσκηση των δημόσιων καθηκόντων του με αδιάλειπτο τρόπο. Σύμφωνα με τον παραπάνω ορισμό το προσωπικό συμφέρον είναι ηθικά επιβλαβές όταν συνδυάζεται με τον όρο «δημόσιο καθήκον». Κάθε επαγγελματίας εργαζόμενος έχει ορισμένες υποχρεώσεις οι οποίες πολλές φορές δεν συμβαδίζουν με την υλοποίηση των προσωπικών του επιδιώξεων, όπως είναι τα οικονομικά οφέλη, οπότε σε αυτή την περίπτωση μπορούμε να μιλάμε για σύγκρουση συμφερόντων. Η σύγκρουση συμφερόντων οδηγεί σε έλλειψη εμπιστοσύνης μεταξύ των συναλλασσομένων, γεγονός που δημιουργεί πρόβλημα στην εύρυθμη λειτουργία των συναλλαγών, όπου η εμπιστοσύνη αποτελεί κύριο συστατικό τους στοιχείο. Η σύγκρουση συμφερόντων λοιπόν είναι παράγοντας που οδηγεί σε ανήθικες συμπεριφορές, επιδρώντας καταλυτικά τόσο στην κατάρρευση του οικονομικού συστήματος όσο και στην έναρξη της κρίσης του 2010 (Murray, 2017).

Το φαινόμενο της σύγκρουσης συμφερόντων μπορεί να περιγραφεί με την παρακάτω “Τροφική αλυσίδα τιτλοποίησης”, η οποία περιλαμβάνει τους κύριους εξωγενείς φορείς που επηρεάζουν το οικονομικό σύστημα.

**Πίνακας 1:** “Securitization food chain and key exogenous entities”



**ΠΗΓΗ:** McDonald, 2002

Η «τροφική» αλυσίδα τιλοποίησης αποτελεί μία παγκόσμια αλυσίδα εφοδιασμού που περιγράφει την διαδικασία της αγοράς ενυπόθηκων δανείων από ιδιώτες και την εκ νέου πώλησή τους σε επενδυτικές τράπεζες. Οι επενδυτικές τράπεζες στη συνέχεια αναδιαμορφώνουν τα δάνεια αυτά σε νέα επενδυτικά προϊόντα και τα πωλούν σε πληθώρα επενδυτών, όπως συνταξιοδοτικά ταμεία, αμοιβαία κεφάλαια, ασφαλιστικές εταιρείες κ.α. Η αλυσίδα εφοδιασμού περιλαμβάνει σχεδόν κάθε μέρος του οικονομικού συστήματος. Η παραγωγή των νέων οικονομικών προϊόντων, όπως οι συμβάσεις αντιστάθμισης πιστωτικού κινδύνου (CDs), τα (CDOs) και τα «σύνθετα» ενυπόθηκα χρεόγραφα, συμβάλλουν στην δημιουργία ενός σύνθετου ασαφούς και αδιαφανούς συστήματος. Το σημαντικότερο πρόβλημα είναι ότι πολλοί λίγοι κατανοούν τις πραγματικές διαστάσεις του συστημικού ρίσκου που προκαλούν τα προϊόντα αυτά για την κοινωνία. Όπως φαίνεται και στο παραπάνω διάγραμμα, στην καρδιά της αλυσίδας τιλοποίησης βρίσκονται οι ιδιώτες, οι δημιουργοί των ενυπόθηκων δανείων, οι επενδυτικές τράπεζες και οι επενδυτές. Η αλυσίδα δεν θα μπορούσε να ευδοκιμήσει χωρίς την σιωπηρή υποστήριξη των κύριων εξωγενών παικτών, δηλαδή των ασφαλιστικών εταιρειών (AIG), των οίκων αξιολόγησης (CRA), του Κογκρέσου και των οργανισμών που συντάσσουν τα κανονιστικά πλαίσια αναφορικά με την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (SEC) και την Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ και την Επιτροπή

Προϋπολογισμού Εμπορικών Συναλλαγών (CFTC). Τέλος στην αλυσίδα συμμετέχουν η ακαδημαϊκή κοινότητα και τα επιχειρηματικά μέσα τα οποία αναλύουν τις εξελίξεις στην αγορά καθώς και τους κινδύνους που ελλοχεύουν από τις δραστηριότητες των οικονομικών δρώντων.

Γίνεται κατανοητό ότι η αλυσίδα τιτλοποίησης περιγράφει απόλυτα το φαινόμενο της σύγκρουσης συμφερόντων. Οι οικονομικοί δρώντες προσπαθούν να καρπωθούν όσο το δυνατόν μεγαλύτερο γι' αυτούς κέρδος χωρίς να λαμβάνουν υπόψη την βλάβη και τη ζημία που μπορούν προκαλέσουν οι δράσεις τους αυτές στους υπόλοιπους δρώντες και στην κοινωνία.

### B. Ασύμμετρη πληροφόρηση → Δυσμενής επιλογή- Ηθικός κίνδυνος

Μπορούμε λοιπόν να υποστηρίξουμε ότι η προσπάθεια ικανοποίησης προσωπικών συμφερόντων, προκαλώντας πολλές φορές «ζημία» σε άλλους, οδηγεί, στην περίπτωση των οικονομικών συναλλαγών, στην εμφάνιση του φαινομένου της **ασύμμετρης πληροφόρησης**. Σύμφωνα με τους James Mirlees και William Vickrey, βραβείο Νόμπελ Οικονομικής Επιστήμης 1996, ασύμμετρη πληροφόρηση είναι το φαινόμενο όπου ένας από τους δύο συναλλασσομένους έχει μικρότερη ή μεγαλύτερη πληροφόρηση σε σχέση με τον άλλο. Το φαινόμενο αυτό συναντάται σε πολλές περιπτώσεις του οικονομικού βίου και των συναλλαγών, γεγονός που οδηγεί σε εκμετάλλευση του συγκριτικού αυτού πλεονεκτήματος της πληροφόρησης από αυτούς που το κατέχουν εις βάρος εκείνων που ελλιπώς το κατέχουν. Για παράδειγμα στην αγορά πιστώσεων, αλλά και στις τράπεζες, ο δανειζόμενος γνωρίζει την ικανότητα και την προθυμία του να αποπληρώσει το δάνειό του, σε αντίθεση με τον δανειστή ο οποίος δεν μπορεί να κατέχει αυτή την πληροφορία. Το γεγονός αυτό έχει σαν αποτέλεσμα οι τράπεζες να αντιμετωπίζουν όλους τους δανειζόμενους με τον ίδιο τρόπο, παρέχοντάς τους ένα ενιαίο επιτόκιο, προκειμένου να ελαχιστοποιήσουν τον κίνδυνο. Με αυτόν τον τρόπο οι χαμηλού κινδύνου δανειζόμενοι δεν προχωρούν συχνά σε δανειοδότησή τους λόγω του υψηλού επιτοκίου, χορηγώντας τελικά οι τράπεζες δάνεια στους υψηλού κινδύνου πελάτες, πέφτοντας έτσι θύματα της **δυσμενούς επιλογής**. Στις χρηματοπιστωτικές αγορές η ασυμμετρία παρατηρείται επειδή οι πωλητές των χρεογράφων διαθέτουν περισσότερες πληροφορίες σε σχέση με τους αγοραστές (G. Mankiw, 2013). Η ύπαρξη του φαινομένου αυτού οδηγεί σε αποτυχία της αγοράς και κατάρρευση των χρηματοπιστωτικών αγορών, καθώς οι συναλλαγές δεν λειτουργούν επί ίσοις όροις για όλους, βλάπτοντας τελικά τους αποταμιευτές, τους επενδυτές και την οικονομία.

Το φαινόμενο της δυσμενούς επιλογής ανέλυσε ο βραβευμένος με το Νόμπελ οικονομικών το 2001, George Akerlof, μέσω ενός υποδείγματος, γνωστού σαν lemons problem, το οποίο χρησιμοποιεί σαν παράδειγμα την αγορά των μεταχειρισμένων αυτοκινήτων (lemons) συγκρίνοντας τα αυτοκίνητα που εμφανίζουν προβλήματα και εκείνα που βρίσκονται σε καλή κατάσταση (peaches). Μέσω του υποδείγματος αυτού ο Akerlof εξήγησε την ασύμμετρη πληροφόρηση ανάμεσα στους πωλητές και τους αγοραστές, όπου οι μεν πρώτοι γνωρίζουν εξαρχής την κατάσταση των αυτοκινήτων που πωλούν, ενώ οι δεύτεροι στηρίζονται αποκλειστικά στις πληροφορίες που τους εμπιστεύονται οι πρώτοι και που ενδεχομένως να είναι ελλιπείς. Η τιμή που τελικά θα πωληθεί το αυτοκίνητο βρίσκεται ανάμεσα στην τιμή ενός «ροδάκινου» και ενός «λεμονιού». Ο αγοραστής θα πρέπει να γνωρίζει ότι η ποιότητα του αυτοκινήτου που του παρουσιάζει ο πωλητής μπορεί να μην είναι η πραγματική και η τιμή του αυτοκινήτου να είναι μικρότερης αξίας. Στην αντίθετη περίπτωση, όπου η ποιότητα του αυτοκινήτου είναι καλή, η τιμή που είναι διατεθειμένος να προσφέρει ο αγοραστής είναι μικρότερη από την πραγματική του αξία και άρα ο πωλητής δεν θα θελήσει να το πωλήσει. Συμπερασματικά η χαμηλή τιμή που αντανάκλα στην αυξημένη πιθανότητα το αυτοκίνητο να είναι «λεμόνι», σε συνδυασμό με την πρόθεση των πωλητών να διαθέσουν τα αυτοκίνητά τους σε χαμηλές τιμές, οδηγεί στη μείωση των συναλλαγών τόσο από την πλευρά των αγοραστών όσο και από την πλευρά των πωλητών. Επιπλέον γίνεται φανερό ότι η ασύμμετρη πληροφόρηση δεν επιτρέπει την ομαλή λειτουργία των αγορών, χωρίς την θεσμική παρέμβαση, η οποία θα επιφέρει την ισορροπία.

Ένα δεύτερο παρακλάδι της ασύμμετρης πληροφόρησης αποτελεί ο **ηθικός κίνδυνος**. Ο ηθικός κίνδυνος αναφέρεται στην κατάσταση κατά την οποία ένας ιδιώτης ή ένας οργανισμός αναλαμβάνει ρίσκα γνωρίζοντας ότι οι τυχόν αρνητικές επιπτώσεις δεν θα επηρεάσουν τον ίδιο άλλα το άλλο μέρος της συναλλαγής. Αυτό το γεγονός δημιουργείται στην περίπτωση όπου ένα από τα δύο μέρη μιας συναλλαγής κατέχει μη ολοκληρωμένη πληροφόρηση για τους κινδύνους που εγκυμονούν σε σχέση με το άλλο μέρος, με αποτέλεσμα το τελευταίο να υπόκειται στα αρνητικά επακόλουθα αυτού του ρίσκου. Κατά τη διάρκεια οικονομικών κρίσεων ο ηθικός κίνδυνος εμφανίζεται όταν ένας οικονομικός οργανισμός, πιστεύοντας ότι είναι προστατευμένος από τους δανειστές του (κυβέρνηση, εθνικές τράπεζες), εμπλέκεται σε επικίνδυνες επενδύσεις θεωρώντας ότι οποιαδήποτε απώλεια δεν θα τον επηρεάσει. Αυτό έχει σαν αποτέλεσμα οι τράπεζες να χάνουν τη ρευστότητα εξαιτίας των δανεισμών και οι κυβερνήσεις των κρατών να προσφέρουν τεράστια πακέτα για την διάσωσή τους.

Στο σημείο αυτό θα πρέπει να γίνει ένας διαχωρισμός μεταξύ της ασύμμετρης πληροφόρησης που μπορεί να εμφανιστεί στην αγορά ενός αγαθού (π.χ. αυτοκίνητο) και στην αγορά χρηματοοικονομικών προϊόντων, αναφορικά με την ευκολία που αγοραστής μπορεί να διακρίνει και να εξακριβώσει πριν την αγορά την ποιότητα του αγαθού, αλλά και την μεταγενέστερη απόδοσή του. Συγκεκριμένα, όσο αφορά το αυτοκίνητο, ο αγοραστής έχει τη δυνατότητα να ελαχιστοποιήσει τον κίνδυνο πριν να προχωρήσει στην αγορά μέσω ενδελεχούς ελέγχου, προκειμένου να είναι σίγουρος για την πραγματική κατάσταση του αυτοκινήτου. Από την άλλη πλευρά, για την αγορά μίας μετοχής για παράδειγμα ο απλός έλεγχος και η παρακολούθηση δεν επαρκούν, καθώς τα χρηματοοικονομικά προϊόντα δεν έχουν υπόσταση και η τιμή τους εξαρτάται από ποικίλους παράγοντες, όπως οι αντιδράσεις και οι αποφάσεις των πωλητών.

Ακριβώς λόγω της ύπαρξης της διαφορά αυτής, στην περίπτωση των χρηματοοικονομικών προϊόντων έχουν ιδρυθεί οι εποπτικές αρχές, οι οποίες παράλληλα με τους οίκους αξιολόγησης καλούνται να αμβλύνουν την απόσταση μεταξύ της πληροφόρησης και των δρώντων στις αγορές, προσφέροντας την σταθερότητα και την ομαλή λειτουργία της οικονομίας. Βέβαια οι αρχές και οι οίκοι βρίσκονται και στην μειονεκτική και την πλεονεκτική πλευρά της ασύμμετρης πληροφόρησης, αφού από τη μια πλευρά είναι δύσκολο να συγκεντρώνουν όλες τις απαραίτητες πληροφορίες, να ελέγχουν όλες τις ενέργειες και τη λειτουργία των τραπεζών και των άλλων πρωταγωνιστών των χρηματαγορών. Από την άλλη πλευρά όμως, οι τράπεζες, οι επιχειρήσεις, τα κράτη είναι υποχρεωμένα να διαθέσουν στις αρχές όλα τα στοιχεία που κατέχουν, προκειμένου να αναγνωρίσουν τυχόν μελλοντικούς κινδύνους και να προστατεύσουν τους οικονομικούς δρώντες που δεν έχουν στη διάθεσή τους και δεν μπορούν να αναλύσουν τις υπάρχουσες πληροφορίες.

Παρόλη την ύπαρξη των αρχών, η απουσία ποινικής δίωξης για οργανισμούς και ιδιώτες, σύμφωνα με τον Ferguson 2012, σε περίπτωση ποινικής συμπεριφοράς ήταν ένας πολύ σημαντικός παράγοντας που οδήγησε πολλούς επενδυτές να εκμεταλλευτούν τα οφέλη που τους προσέφερε η δημιουργία των νέων προϊόντων (CDs, CDOs) και να πλουτίσουν ανεξέλεγκτα εις βάρος άλλων επενδυτών, των εθνικών τραπεζών και κατ' επέκταση των πολιτών. Επιπλέον ένα ακόμα στοιχείο που συνέβαλε στην υλοποίηση προσωπικών συμφερόντων χωρίς «ηθικούς φραγμούς» ήταν η αδυναμία του ως τότε κανονιστικού πλαισίου της Βασιλείας II να προβλέψει ότι η φαινομενική κεφαλαιακή επάρκεια των τραπεζών των κρατών οφειλόταν στην υπερβολική «μόγλευση», η οποία λάμβανε χώρα τόσο εντός όσο και εκτός ισολογισμού πολλών τραπεζών. Το φαινόμενο αυτό μάλιστα, που σε ένα



βαθμό αποτελούσε και προϊόν του ισχύοντος κανονιστικού πλαισίου για την κεφαλαιακή επάρκεια, ενισχύθηκε από τις τεχνικές του «ρυθμιστικού αρμπιτράζ» (regulatory capital arbitrage), κυρίως την υπερβολική τιτλοποίηση απαιτήσεων με στόχο την μείωση του κόστους της εφαρμογής τους (Γκόρτος Χ., 2011).

Το κατά πόσο οι οίκοι αξιολόγησης από την πλευρά τους κατάφεραν να φέρουν εις πέρας το έργο τους, τόσο κατά τη διάρκεια της κρίσης όσο και πριν, να άρουν δηλαδή το χάσμα μεταξύ των συναλλασσομένων και να μειώσουν τον ηθικό κίνδυνο και την ασύμμετρη πληροφόρηση ή αντίθετα λειτούργησαν με ιδιοτελή κίνητρα και διακριτική μεταχείριση βλάπτοντας τελικά την αγορά και την αξιοπιστία τους, θα αναλυθεί στα επόμενα κεφάλαια.

### **3. Οι Οίκοι Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας και ο ρόλος που διαδραματίζουν**

#### *A. Εισαγωγή*

Οι εταιρείες αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας ή συνηθέστερα **οίκοι αξιολόγησης** (Credit Rating Agencies/ CRA) είναι ιδιωτικοί οργανισμοί οικονομικού ενδιαφέροντος, που εκδίδουν χρεόγραφα με στόχο την άντληση κεφαλαίων από τις αγορές, για την εκτίμηση της πιστοληπτικής ποιότητας μίας εταιρείας, μίας χώρας ή χρηματοπιστωτικών τίτλων, παρέχοντας έγκυρες πληροφορίες προς τους ενδιαφερομένους, ώστε να λαμβάνουν ασφαλείς αποφάσεις πριν προβούν σε επενδύσεις, αποφεύγοντας έτσι τον πιστωτικό κίνδυνο (Bozovic, 2011). Πρωτοεμφανίστηκαν το 1918 και παρέμειναν στο προσκήνιο συμβάλλοντας στην καλή λειτουργία της αγοράς μέχρι την κρίση της Ασίας το 1997. Παρόλα αυτά κατά την πρόσφατη οικονομική κρίση απέκτησαν παγκοσμίως κακή φήμη, αφού θεωρήθηκαν υπεύθυνοι για την ραγδαία και πολυεπίπεδη εξέλιξή της (Gaillard, 2014), ως αποτέλεσμα της γρήγορης μεταβολής των θετικών αξιολογήσεων σε αρνητικές, προκαλώντας ερωτηματικά ως προς την αξιοπιστία και τη διαφάνειά τους. Γενικότερα οι οίκοι αξιολόγησης προσφέρουν στην δευτερογενή αγορά εξειδικευμένες υπηρεσίες πληροφοριών, οι οποίες μάλιστα έχουν τη μορφή δημοσίου αγαθού. Οι υπηρεσίες αυτές είναι συμβουλευτικές, «ανεξάρτητες» και έγκυρες και αφορούν την αξιολόγηση χρεογράφων εταιρειών ή χωρών εξετάζοντας την πιθανότητα οι εκδότες τους να μπορέσουν να αποπληρώσουν το χρέος τους ή όχι (Boumparis P, 2017). Ιστορικά οι αξιολογήσεις των οίκων αφορούν συνήθως περιπτώσεις δημοσίων χρεών τα οποία έχουν εκδοθεί από εταιρείες. Για το λόγο αυτό οι εκτιμήσεις τους βασίζονται

σε ιστορικά στοιχεία αναφορικά με την πιστοληπτική ικανότητα των δανειστών, των περιουσιακών τους στοιχείων και των δανείων τους. Πολλοί επενδυτές, ιδιαίτερα τα τελευταία χρόνια, βασίζονται στις αξιολογήσεις των οίκων προκειμένου να προχωρήσουν σε μία επένδυση, καθώς θεωρούν τις απόψεις των ειδικών ως ένα είδος εγγύησης για την επιτυχία ή όχι μίας επένδυσης. Οι αξιολογήσεις επίσης τους βοηθούν να εκτιμήσουν την πιθανότητα αποπληρωμής, η οποία είναι καίρια για να προχωρήσουν στην τιμολόγηση των τίτλων. Από την άλλη πλευρά οι επενδυτικές τράπεζες χρησιμοποιούν τις αξιολογήσεις των οίκων για να προσελκύσουν αγοραστές για τα επενδυτικά τους προϊόντα. Τέλος μία επιπλέον παροχή που παρέχουν οι οίκοι είναι να συμβουλεύουν τους εκδότες των CDOs για τον τρόπο με τον οποίο μπορούν να διαμορφώσουν το χρέος τους έτσι ώστε να λάβουν μία θετική αξιολόγηση (Murray N., 2017). Οι δανειστές δηλαδή μπορούν να βελτιώσουν τις πιθανότητες για αύξηση του κεφαλαίου τους και την γενικότερη αντίληψη της αγοράς για την αξιοπιστία τους, εάν αποκομίσουν μία θετική αξιολόγηση.

Οι οίκοι πιστοληπτικής αξιολόγησης επιδρούν και στα δύο μέρη μίας πιστωτικής σχέσης, τον δανειστή και τον δανειζόμενο. Ο δανειστής ενημερώνεται αναφορικά με τον πιστωτικό κίνδυνο των επενδυτικών του ευκαιριών και ο δανειζόμενος λαμβάνει τις απαραίτητες πληροφορίες για να συμμορφωθεί με τα πρότυπα της πιστοληπτικής ικανότητας (Boumparis P, 2017).

Οι αξιολογήσεις των οίκων αφορούν τις μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις (ομόλογα) και τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις (συναλλαγματικές σχέσεις) των εταιρειών, χρηματοοικονομικών οργανισμών ή των κρατών και βασίζονται στη δυνατότητα αποπληρωμής των κεφαλαίων και των τόκων τους ανάλογα με τις εκάστοτε συμφωνίες που έχουν υπογραφεί (Boumparis P, 2017). Επομένως η αξιολόγηση και η βαθμολογία μίας επιχείρησης ή ενός κράτους φανερώνει το πόσο ασφαλής θεωρείται η επένδυση.

Αρχικά η Moody's που ήταν και η πρώτη εταιρεία πιστοληπτικής αξιολόγησης που ιδρύθηκε, και στη συνέχεια και οι υπόλοιποι οργανισμοί που δημιουργήθηκαν, αξιολογούσαν κυβερνητικά ομόλογα και επηρέαζαν με τις αξιολογήσεις τους αλλά και τις συμβουλές που παρείχαν τις δράσεις των εταιρειών- πελατών τους. Ο ρόλος αυτός των πιστοληπτικών εταιρειών δεν άλλαξε μέχρι τα χρόνια του μεσοπολέμου. Τα επόμενα χρόνια όμως η βιομηχανία αυτή επεκτάθηκε και στο χώρο των επιτηρήσεων. Η επιτυχία αυτή οφείλεται κυρίως σε τρεις λόγους. α) Καταρχήν η ανάπτυξη των ξένων και εγχώριων ομολόγων κατά τη δεκαετία του 20', αλλά και τη δεκαετία του 80' στη συνέχεια, νομιμοποίησε κατά κάποιο τρόπο το ρόλο και τις αναλύσεις των οίκων και αύξησε τα κέρδη τους (Gaillard, 2014). Χαρακτηριστικό είναι ότι τα έσοδα της Moody's και ο όγκος των διεθνών χρεωστικών τίτλων

αυξήθηκαν κατά την περίοδο από το 1984 έως το 2012 από 395 δις και 50 εκ.\$ σε 21,9 τρις και 2,73 δις\$ (Moody's annual report). β) Η δεύτερη αιτία συναντάται στην διαρκώς εκτεταμένη χρήση των οίκων πιστοληπτικής αξιολόγησης τόσο από τους τραπεζίτες όσο και από τους επενδυτές. Ήδη από τα τέλη της δεκαετίας του 1920 πολλές αμερικανικές επενδυτικές εταιρείες βασίζονταν στις αξιολογήσεις των οίκων για την έκδοση εσωτερικών κανονισμών, ενώ μετά τον Β' Παγκόσμιο Πόλεμο και κυρίων από το 2000 έγινε κοινή πρακτική. Αυτοί οι κανονισμοί αφορούσαν την θέσπιση ελαχίστων απαιτήσεων για την αγοραπωλησία των ομολόγων, την μέγιστη διασπορά του χαρτοφυλακίου ανά κατηγορία αξιολόγησης, τη μέγιστη έκθεση σε κίνδυνο ανά κατηγορία αξιολόγησης, τη διατήρηση των κατευθυντήριων γραμμών για τους υποβαθμισμένους τίτλους, τη συγκριτική αξιολόγηση των αποδόσεων των ομολόγων που είχαν ήδη αξιολογηθεί από τους οίκους και τέλος τις συζητήσεις μεταξύ των πελατών και των επενδυτικών εταιρειών (Gaillard, 2014). γ) Ο τρίτος λόγος αναφέρεται στην θέσπιση κανονιστικού πλαισίου για τις αξιολογήσεις των οίκων πιστοληπτικής αξιολόγησης ήδη από το 1931, η οποία τους κατέστησε «προστάτες» των αγορών κεφαλαίου. Οι οικονομικοί κανονιστικοί κανόνες που θεσπίστηκαν κατά τη δεκαετία του 1980 βασίστηκαν σε αυτές τις πιστοληπτικές αξιολογήσεις. Είναι επίσης χαρακτηριστικό ότι τόσο οι Ηνωμένες Πολιτείες όσο και η Ευρωπαϊκή Ένωση αποφάσισαν πολύ πρόσφατα, τον Ιούνιο του 2010, με το Dodd- Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act και τον Κανονισμό της Ευρωπαϊκή Επιτροπής Νο 462/2013 αντίστοιχα, να απεξαρτηθούν από τους οίκους αξιολόγησης και να θεσπίσουν δικούς τους κανόνες για της προστασία των αγορών κεφαλαίου (Gaillard, 2014).

Οι οίκοι αξιολόγησης μπορούν να διακριθούν σε δύο κατηγορίες, στους αναγνωρισμένους, δηλαδή αυτούς που έχουν αναγνωριστεί από τις εποπτικές αρχές κάθε χώρας και κατέχουν την προδιαγραφή NRSRO και τους μη αναγνωρισμένους. Η προδιαγραφή αυτή σχεδιάστηκε το 1975 στις ΗΠΑ από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, προκειμένου να εξασφαλιστεί η ύπαρξη αξιόπιστων και ασφαλών οίκων αξιολόγησης. Μόνο οι αξιολογήσεις των αναγνωρισμένων οίκων έχουν βαρύτητα στην αγορά και για να αποκτηθεί αυτός ο τίτλος θα πρέπει να πληρούνται μία σειρά από κριτήρια, με βασικότερο από αυτά την «προϋπηρεσία» του οίκου στις αγορές, κάνοντας έτσι την απόκτησή του δύσκολη. Άλλα κριτήρια είναι η ιστορία της εταιρείας, η οργανωτική δομή, το ανθρώπινο δυναμικό, το ιδιοκτησιακό καθεστώς, οι πηγές χρηματοδότησης ώστε οι οργανισμοί να μην υπόκεινται σε πιέσεις, οι μέθοδοι εκτίμησης των αξιολογήσεων, οι πολιτικές της εταιρείας και οι εσωτερικές διαδικασίες που την διέπουν, ώστε να αποφεύγεται η κατάχρηση των δημόσιων πληροφοριών

(Summary Report of Commission Staff's Examinations of each nationally recognized statistical rating organization, 2017).

Γίνεται κατανοητό ότι οι υπηρεσίες των οίκων αξιολόγησης βρίσκονται στην πρώτη γραμμή της πρόβλεψης του πιστωτικού κινδύνου, επηρεάζοντας ακόμα και τη διεθνή αγορά, αποτελώντας κύριο εργαλείο κυρίως για τους επενδυτές, για τους οποίους μία πιστωτική ανάλυση των διαθέσιμων δημόσιων τίτλων, παραγόμενη από τους ίδιους, είναι πολύ κοστοβόρα (Bozovic, 2011).

### B. Οι "Big Three" και η διαδικασία της αξιολόγησης

Οι «Τρεις Μεγάλοι» (Big Three), όπως ονομάζονται οι τρεις σημαντικότεροι οίκοι αξιολόγησης με τη διεθνούς βεληνεκούς απήχηση, ελέγχοντας το 95% των αξιολογήσεων, είναι οι **Moody's Investors Service**, **Standard & Poor's (S&P)** και **Fitch Ratings**, η οποία κατέχει το 15% της παγκόσμιας αγοράς (Boumparis P, 2017). Οι αξιολογήσεις τους βασίζονται σε δύο αναλύσεις, του *επιχειρηματικού κινδύνου (investment risk)* της εκάστοτε οικονομικής δραστηριότητας, δηλαδή τον κίνδυνο για την ενδεχόμενη απώλεια της αξίας ή της προσόδου από μία επιχειρηματική πράξη που μπορεί να προέρχεται από μεταβολές στο εσωτερικό ή εξωτερικό περιβάλλον και του *χρηματοοικονομικού κινδύνου (financial risk)* από τη χρηματοδότηση μίας επένδυσης με ξένα κεφάλαια, ο οποίος πηγάζει από την ενδεχόμενη αδυναμία αποπληρωμής δανείων από μία εταιρεία ή ένα κράτος. Κάθε μία εταιρεία έχει αναπτύξει ένα δικό της σύστημα αξιολόγησης και διαβάθμισης τόσο για τους δανειζόμενους του δημοσίου όσο και των ιδιωτικών επιχειρήσεων. Πιο αναλυτικά:

#### ***Moody's Investors Service***

Η Moody's είναι η πρώτη εταιρεία πιστοληπτικής αξιολόγησης. Ιδρύθηκε το 1990 στις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής από τον χρηματοοικονομικό αναλυτή John Moody με σκοπό τη δημοσίευση στατιστικών στοιχείων αναφορικά με μετοχές και ομόλογα χρηματοοικονομικών οργανισμών, κυβερνήσεων, βιομηχανιών, επιχειρήσεων κοινής ωφελείας καθώς και την αξιολόγηση μετοχών. Το 1909 ο John Moody επέστρεψε στη αγορά, μετά την οικονομική κρίση του 1907 και την πώληση της εταιρείας του, με καινούργια ιδέα, αντί δηλαδή για απλή συλλογή πληροφοριών σχετικά με τα ακίνητα, την κεφαλαιοποίηση και τη διαχείριση των εταιρειών, προσέφερε στους επενδυτές ανάλυση των τιμών των χρεογράφων. Τη δεκαετία του 70' η εταιρεία επεκτάθηκε στις αγορές των βραχυπρόθεσμων αξιόγραφων, των εμπορικών συναλλαγών και των τραπεζικών καταθέσεων, αφού είχε πλέον συνειδητοποιήσει την όλο και αυξανόμενη επέκταση και την πολυπλοκότητα των αγορών

κεφαλαίου, η οποία θα μπορούσε να τους αποφέρει μεγαλύτερα κέρδη απ’ ότι θα αποκόμισαν μόνο από τις δημοσιεύσεις των αναλύσεων. Φτάνοντας στο σήμερα, η Moody’s Investor Service κατέχει το 40% της παγκόσμιας αγοράς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας. (Moody’s, 2018)

Αναφορικά με το σύστημα αξιολόγησης που χρησιμοποιεί, αυτό βασίζεται σε γραμματικά σύμβολα, με μία κλίμακα διαβάθμισης από το Aaaa έως το Ca, όπου το Aaaa σημαίνει απόλυτα πιστοληπτικά αξιόπιστο και Ca καθόλου αξιόπιστο, όπως φαίνεται και στον παρακάτω πίνακα:

Πίνακας 2: “Moody’s rating system”	
Αξιολόγηση	Ερμηνεία
<b>Aaaa</b>	Άριστης ποιότητα ομόλογα με πολύ μικρό ποσοστό επενδυτικού κινδύνου
<b>Aa1/ Aa3</b>	Υψηλής ποιότητας ομόλογα με πολύ χαμηλό πιστωτικό κίνδυνο
<b>A1/ A3</b>	Υψηλής ποιότητας ομόλογα με χαμηλό πιστωτικό κίνδυνο
<b>Baa1/ Baa3</b>	Μεσαίας ποιότητας ομόλογα με πολύ σημαντικό πιστωτικό κίνδυνο
<b>Ba1/ Ba3</b>	Ομόλογα με αβέβαιο και χωρίς εξασφάλιση ως προς τις αποδόσεις τους μέλλον
<b>B1/ B3</b>	Ομόλογα που απέχουν από τον επιθυμητό τύπο επένδυσης
<b>Caa1/ Caa3</b>	Ομόλογα χαμηλής πιστοληπτικής ικανότητας με πολύ υψηλό κίνδυνο
<b>Ca</b>	Ομόλογα έντονα κερδοσκοπικά, χωρίς να μπορούν να εκπληρώσουν τις υποχρεώσεις τους

ΠΗΓΗ: Moody’s, 2019

### *Standard & Poor’s (S&P)*

Η εταιρεία Standard & Poor’s (S&P) ιδρύθηκε στις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής, όπου έχει ακόμα την έδρα της, μετά την συγχώνευση των εκδοτικών εταιρειών των John H. Hill και James H. McGraw. Οι δύο εκδότες ασχολούνταν μεμονωμένα με δημοσιεύσεις αναλύσεων σχετικά με τις επενδύσεις στη βιομηχανία μηχανημάτων και βιομηχανία σιδηροδρόμων αντίστοιχα και το 1917 δημιούργησαν την McGraw-Hill Publishing Company, Inc. Το 1923 η εταιρεία μετονομάστηκε σε Standard Statistiks Co. και ασχολούταν με την αξιολόγηση των ομολόγων ενυπόθηκων δανείων, δίνοντας στους επενδυτές πληροφορίες σχετικά με την αγορά ομολόγων και συμβουλευόντας τους ώστε να παίρνουν τις σωστές αποφάσεις. Το 1941

η Standard Statistiks Co. προσάρτησε την Poor's Publishing Co., δημιουργώντας την Standard & Poor's, λαμβάνοντας μία σημαντική θέση στον τομέα της παροχής οικονομικών πληροφοριών. Σήμερα η Standard & Poor's κατέχει το 40% της παγκόσμιας αγοράς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας (Standard & Poor's, 2018).

Το σύστημα αξιολόγησης που χρησιμοποιεί τόσο η Standard & Poor's όσο και η Fitch Ratings είναι διαφορετικό από αυτό του Moody's. Χρησιμοποιούν εξίσου γραμμικά σύμβολα προσθέτοντας ταυτόχρονα και τα σήματα (+) και (-), προκειμένου να διαφοροποιήσουν τις κατατάξεις. Οι κατηγορίες των αξιολογήσεών τους είναι επίσης περισσότερες από αυτές της Moody's , ξεκινώντας από AAA, βαθμός που προσδιορίζει ισχυρά ως προς την αξιοπιστία τους ομόλογα με και καταλήγοντας σε D για ομόλογα τα οποία αθετούν κάθε υποχρέωσή τους.

### ***Fitch Ratings***

Ο οίκος αξιολόγησης Fitch Ratings έχει δύο έδρες, την Νέα Υόρκη και το Λονδίνο. Το 1914 ο John Knowles Fitch ίδρυσε στη Νέα Υόρκη την Fitch Publishing Company. Το 1997 η εταιρεία συγχωνεύτηκε με την London- based IBCA Limited και παρείχε στους επενδυτές πρωτογενή έρευνα και ερμηνείες για πολύπλοκες πιστώσεις. Το 2000 εξαγόρασε επίσης τις Chicago-based Duff & Phelps Credit Rating Co. και Thomson Financial Bank Watch. Γενικότερα η Fitch Ratings παρά τις εξαγορές που έχει υποστεί, από το 2014 η Hearst Communications Inc. κατέχει το 80% και η ESPN Inc. το υπόλοιπο 20% της εταιρείας, κατέχει ένα περιορισμένο μερίδιο στην αγορά αξιολογήσεων, καλύπτοντας το 15% αυτής. Η Fitch Ratings παίρνει συχνά τον ρόλο του "tie-breaker", ισοφαρίζει δηλαδή τυχόν διχογνωμίες αναφορικά με την βαθμολογία των αξιολογήσεων των άλλων δύο οίκων αξιολόγησης. Τέλος η Fitch Ratings, όπως αναφέρθηκε και προηγουμένως, χρησιμοποιεί το ίδιο σύστημα αξιολόγησης με την Standard and Poor's.

<b>Πίνακας 3: “Standard &amp; Poor’s and Fitch Ratings rating system”</b>	
<b>Αξιολόγηση</b>	<b>Ερμηνεία</b>
<b>AAA</b>	Ομόλογα με την υψηλότερη βαθμολογία. Ισχυρή ικανότητα στην πληρωμή των τόκων και στην καταβολή του αρχικού κεφαλαίου
<b>AA+ / AA-</b>	Ομόλογα με ισχυρή ικανότητα ως προς την πληρωμή των τόκων και την καταβολή του αρχικού κεφαλαίου, αλλά σε ένα βαθμό είναι ευαίσθητα στις

	αρνητικές μεταβολές
<b>A+ / A-</b>	Ομόλογα υψηλής ικανότητας στην πληρωμή τόκων και κεφαλαίου, αλλά πιο ευάλωτα στις συνέπειες εξαιτίας αλλαγών στις οικονομικές συνθήκες ή συγκυρίες
<b>BBB+ / BBB-</b>	Ομόλογα με επαρκή πιστοληπτική ικανότητα
<b>BB+ / BB-</b>	Ομόλογα αξιόπιστα, ενέχοντας όμως στοιχεία κερδοσκοπίας
<b>B+ / B-</b>	Ομόλογα πιο κερδοσκοπικά από την προηγούμενη κατηγορία
<b>CCC</b>	Ομόλογα με έντονο κερδοσκοπικό χαρακτήρα και με κίνδυνο απώλειας τόκων και αρχικού κεφαλαίου
<b>CC</b>	Τα πιο κερδοσκοπικά ομόλογα με υψηλό κίνδυνο
<b>SD</b>	Ομόλογα που αθετούν τις συμβατικές τους υποχρεώσεις
<b>D</b>	Ομόλογα που αθετούν οποιαδήποτε πληρωμή τόκων και αρχικού κεφαλαίου

ΠΗΓΗ: Standard & Poor's/ Fitch Ratings, 2019

### Γ. Διαδικασία Πιστοληπτικής Αξιολόγησης

Κάθε πιστοληπτική εταιρεία ακολουθεί τη δική του τακτική ως προς τη διαδικασία αξιολόγησης μία επιχείρησης ή ενός κράτους γενικότερα. Και οι τρεις όμως ακολουθούν τα παρακάτω 7 στάδια: **Σύσταση Ομάδας Ανάλυσης, Διεξαγωγή Βασικής Έρευνας, Επιτροπή Αξιολόγησης, Αναθεώρηση/ Επανεξέταση Αξιολόγησης, Δημοσίευση Αξιολόγησης, Επιτήρηση.**

Εκτός από την χρηματοοικονομική αξιολόγηση του εκάστοτε κράτους, οι οίκοι λαμβάνουν υπόψη τους και άλλα οικονομικά κριτήρια, προκειμένου να εκτιμήσουν την πιστοληπτική ικανότητά τους. Πιο αναλυτικά:

#### **1) Κίνδυνος Χώρας (Country Risk)**

Ο κίνδυνος χώρας αποτελεί «την πιστωτική σχέση μεταξύ ανεπτυγμένων και αναπτυσσόμενων χωρών στα πλαίσια ενός εξωτερικού δανεισμού, ως απότοκος της αδυναμίας της εκάστοτε χώρας να ανταπεξέλθει, ελλείψει ανεπαρκείας απαραίτητων πόρων.» Απαραίτητο στοιχείο για την αποφυγή του είναι η προθυμία των κρατών να είναι συνεπή στις υποχρεώσεις τους και επομένως η πολιτική βούληση ως προς την υλοποίησή τους. Συνδεδειγμένος κρίκος λοιπόν για την εκτίμηση του κινδύνου χώρας αποτελεί η διεύρυνση του πολιτικού περιβάλλοντος και η ανάλυση αυτού. Η έννοια του κινδύνου χώρας απορρέει από

τις επενδύσεις που πραγματοποιεί μία χώρα και από τους κινδύνους που μπορεί να προκύψουν λόγω χαμηλών αποδόσεων (Mondt και Despontin, 1986). Σύμφωνα με τον Marois (1990), ο μακρο- κίνδυνος είναι αποτέλεσμα της πολιτικής και οικονομικής κατάστασης μιας χώρας σε μια δεδομένη χρονική περίοδο και μπορεί να εμφανιστεί σε διάφορες μορφές όπως κρατικοποιήσεις, αναδιάρθρωση χρέους, επέμβαση στις ισοτιμίες νομισμάτων, και ο μικρο- κίνδυνος λαμβάνει υπόψη του την επίπτωση του μακρο- κίνδυνου σε ένα συγκεκριμένο οικονομικό οργανισμό ή ένα συγκεκριμένο επενδυτικό πρόγραμμα.

Η εκτίμηση του κινδύνου της χώρας επηρεάζεται από οικονομικούς (ΑΕΠ, πληθωρισμός, μισθολογικό κόστος, εισαγωγές/ εξαγωγές προϊόντων και υπηρεσιών), χρηματοοικονομικούς (Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, επιτόκια, αποθέματα εισαγωγών, εξωτερικό χρέος, ακαθάριστες εγχώριες επενδύσεις), κοινωνικούς (ανεργία, εκπαίδευση, κατανάλωση, προσδόκιμο ζωής, αστυφιλία, εργασία στους κύριους τομείς παραγωγής) και πολιτικούς (κυβερνητική πολιτική, κυβερνητική αστάθεια, κρατικός παρεμβατισμός, διαφορά, μέγεθος δημοσίου τομέα, γεωπολιτική δομή, μέγεθος χώρας, σχέσεις με γείτονες χώρες) παράγοντες.

## **2) Κλαδικός Κίνδυνος (Sector Risk)**

Αναφέρεται σε κάποιον κλάδο της οικονομίας και τη βιωσιμότητά του και προέρχεται από την είσοδο νέων ανταγωνιστών στον κλάδο αυτό. Όταν δηλαδή αυξάνεται ο ανταγωνισμός, υπάρχει περίπτωση μία εταιρεία που δραστηριοποιείται σε κάποιον επιχειρηματικό κλάδο, να οδηγηθεί σε μείωση των οικονομικών της αποθεμάτων και να μην μπορεί πλέον να ανταποκριθεί στις υποχρεώσεις της και την αποπληρωμή των χρεών της.

## **3) Επιχειρηματικός Κίνδυνος (Business Risk)**

Ο επιχειρηματικός κίνδυνος περιλαμβάνει όλους τους επιμέρους κινδύνους που μπορεί να βρεθεί αντιμέτωπη μία επιχείρηση, όπως ο επιχειρηματικός, συναλλαγματικός, επιτοκιακός, τεχνολογικός κίνδυνος. Αφορά ουσιαστικά οτιδήποτε μπορεί να εμποδίσει την εταιρεία να επιτύχει τους στόχους της και να εξυπηρετεί τα χρέη της. Οι κίνδυνοι αυτοί, όταν αφορούν μεγάλες εταιρείες, μπορούν να επηρεάσουν ακόμα και την πιστοληπτική ικανότητα ενός κράτους, ως προς την αξιοπιστία του να προσελκύσει νέους επενδυτές από άλλα κράτη.

Ο επιχειρηματικός κίνδυνος επηρεάζεται από διάφορους παράγοντες, όπως η ζήτηση και ο όγκος των πωλήσεων, οι τιμές των προϊόντων, οι κυβερνητικοί κανονισμοί και το συνολικό οικονομικό κλίμα της χώρας. (Investopedia, 2019).

## 4. Ο ρόλος των οίκων αξιολόγησης, η ασύμμετρη πληροφόρηση και η αντικειμενικότητά τους

Οι οίκοι αξιολόγησης έχουν σκοπό να συμβάλλουν στην βελτίωση της αποδοτικότητας και της διαφάνειας των αγορών, προσφέροντας τις απαραίτητες πληροφορίες στους επενδυτές και



βοηθώντας τους να ελαχιστοποιήσουν τον κίνδυνο απώλειας των κεφαλαίων τους. Τους στόχους αυτούς οι οίκοι προσπαθούν να τους υλοποιήσουν μέσω του ελέγχου πιστοληπτικής ικανότητας των επιχειρήσεων και των κρατών και της άρσης του ηθικού κινδύνου και της ασύμμετρης πληροφόρησης, όπως αναλύεται στη συνέχεια.

### **1. Έλεγχος της πιστοληπτικής ικανότητας**

Όπως γίνεται φανερό και από το όνομά τους, οι οίκοι αξιολόγησης έχουν σαν πρωταρχικό ρόλο την αποτίμηση της πιστοληπτικής ικανότητας μίας επιχείρησης ή ενός κράτους, δηλαδή της αξιοπιστίας τους ως προς την αποπληρωμή των χρεών τους. Η πιστοληπτική ικανότητα αποκαλύπτει στον επενδυτή εάν διατρέχει οικονομικό κίνδυνο από τη μη ανταπόκριση των δανειακών υποχρεώσεων από την πλευρά του δανειολήπτη και βασίζεται σε μία σειρά από παράγοντες, οι οποίοι αποκαλύπτουν μία τελική βαθμολογία. Η αποφυγή συνεπώς του πιστωτικού κινδύνου αποτελεί έναν παράγοντα καίριας σημασίας για την υλοποίηση ή μη μίας επένδυσης. Οι οίκοι αξιολόγησης λοιπόν, παρακολουθώντας τις εξελίξεις των αγορών κεφαλαίου (monitoring), αξιολογώντας και διαβαθμίζοντας (rating) τους οικονομικούς παίκτες, προσφέρουν τις απαραίτητες πληροφορίες στους εκάστοτε επενδυτές να προβούν ή όχι στην επένδυση που επιθυμούν.

Οι εταιρείες και τα κράτη εκτίθενται στον πιστωτικό κίνδυνο τόσο από βραχυπρόθεσμες και μακροπρόθεσμες συναλλαγές, όσο και από τη δραστηριοποίησή τους στις αγορές κεφαλαίου. Για το λόγο αυτό η διάρκεια του δανείου ή των ομολόγων που αγοράζει ένας επενδυτής παίζει σημαντικό ρόλο στο βαθμό έκθεσής του στον πιστωτικό κίνδυνο. Ο πιστωτικός κίνδυνος διακρίνεται στον κίνδυνο του αντισυμβαλλομένου και τον κίνδυνο συγκέντρωσης. *Ο κίνδυνος του αντισυμβαλλομένου* αναφέρεται στην περίπτωση αθέτησης υποχρεώσεων πριν τον οριστικό διακανονισμό των χρηματοροών της συναλλαγής. *Ο κίνδυνος συγκέντρωσης* είναι ο κίνδυνος που ενδέχεται να αντιμετωπίσει ο επενδυτής όταν συγκεντρώνει όλα τα χρηματικά του διαθέσιμα σε ένα χρηματοπιστωτικό μέσο. Σε αυτή την περίπτωση οι πιθανότητες απωλειών είναι μεγάλες καθώς δεν υπάρχει διαφοροποίηση του κινδύνου, όπως συμβαίνει με την τοποθέτηση των κεφαλαίων σε ασυσχέτιστα χρηματοπιστωτικά μέσα (Saunters and Cornett 2013). Και οι δύο αυτές μορφές του πιστωτικού κινδύνου μπορούν να οδηγήσουν την εταιρεία αλλά και το κράτος σε: μείωση της ρευστότητας και της πιστοληπτικής ικανότητας, ανάγκη διατήρησης υψηλών αποθεματικών και έκτακτης χρηματοδότησης, αναστολή επενδυτικών σχεδίων αλλά και πτώχευση. Οι κύριοι παράγοντες που επηρεάζουν τον πιστωτικό κίνδυνο και άρα την πιστοληπτική αξιοπιστία μίας επιχείρησης ή ενός κράτους είναι: α) Το μακροοικονομικό περιβάλλον της χώρας που είναι

εγκατεστημένη η επιχείρηση (ΑΕΠ, πληθωρισμός, ανεργία), β) η επάρκεια ρευστότητας του εγχώριου τραπεζικού τομέα, γ) η ανταγωνιστικότητα της παγκόσμιας οικονομίας, δ) το ισοζύγιο πληρωμών, ε) η ιστορική διακύμανση των επιτοκίων για την αποπληρωμή των δανείων, στ) οι πολιτικές εξελίξεις κάθε χώρας και ζ) ο συστημικός κίνδυνος, δηλαδή οι εξωγενείς παράγοντες που μπορεί να επηρεάσουν την οικονομική εξέλιξη μίας χώρας. Οι παραπάνω παράγοντες επιδρούν στο ύψος των επιτοκίων των μετοχών ή των ομολόγων. Εάν δηλαδή η αξιολόγηση ενός οίκου για ένα ομόλογο είναι υψηλής διαβάθμισης το επιτόκιο είναι χαμηλό, καθώς η επένδυση θεωρείται χαμηλού ρίσκου με πληθώρα αγοραστών, σε αντίθεση με μία χαμηλή αξιολόγηση, η οποία προσφέρει στον επενδυτή υψηλό επιτόκιο αλλά με μεγάλο το ρίσκο την αποτυχίας και της οικονομικής ζημίας.

Μία σωστή λοιπόν αξιολόγηση και διαβάθμιση της εκάστοτε εταιρείας ή κράτους από τους οίκους αξιολόγησης μπορεί να συμβάλλει στην αποφυγή του πιστωτικού κινδύνου. Αυτό βέβαια απαιτεί την προσκόμιση από τους φορείς όλων των απαραίτητων πληροφοριών (σωστά ιστορικά οικονομικά και εμπορικά στοιχεία), ώστε να εξαχθεί ένα σωστό συμπέρασμα από τους οίκους για την οικονομική εικόνα των εταιρειών ή κρατών. Σε αυτή την περίπτωση μπορεί να αποκαλυφθούν στοιχεία για την μακροπρόθεσμη πιστοληπτική ικανότητα και τις προοπτικές του εκδότη, προειδοποιώντας έτσι τους επενδυτές και «τιμωρώντας» τους εκδότες για μία κακή ενδεχομένως διαχείριση και λανθασμένες επιλογές. Σύμφωνα με τους Cantor και Mann (2009) οι αλλαγές των αξιολογήσεων πιστοληπτικής ικανότητας επιδρούν καταλυτικά στην αύξηση ή μείωση των τιμών των χρεογράφων και άρα σε κέρδη ή απώλειες των επενδυτών ανά περίπτωση. Αυτό συμβαίνει γιατί οι κατά καιρούς υποβαθμίσεις ή αναβαθμίσεις μίας επιχείρησης ή ενός κράτους μπορεί να οδηγήσουν τους επενδυτές σε συμπεράσματα σχετικά με την μακροπρόθεσμη προοπτική ενός εκδότη, άσχετα με την υπάρχουσα θετική ή αρνητική βραχυπρόθεσμη αξιολόγησή του. Με αυτό τον τρόπο οι οίκοι αξιολόγησης καταλήγουν να είναι ρυθμιστικοί παράγοντες της αγοράς χρεογράφων.

Τέλος μέσω των αξιολογήσεων οι οίκοι έχουν τη δυνατότητα να οδηγήσουν σε αναδιάρθρωση του χρέους μίας επιχείρησης, καθώς μία χαμηλή αξιολόγηση θα αφυπνίσει τους μεμονωμένους επενδυτές ώστε να αποσύρουν τα επενδυτικά τους, με αποτέλεσμα την μείωση των τιμών ανάκτησης και άρα την αναδιάρθρωση του χρέους από τη πλευρά της επιχείρησης.

## **2. Άρση της ασύμμετρης πληροφόρησης ή κερδοσκοπία και rating inflation;**

Μέσω της εκτίμησης του πιστωτικού κινδύνου οι οίκοι αξιολόγησης δρουν ως διαμεσολαβητές μεταξύ των δανειστών και των δανειοληπτών με σκοπό την άρση του προβλήματος της ασύμμετρης πληροφόρησης, της σύγκρουσης συμφερόντων και του ηθικού κινδύνου. Όμως η διαρκής αύξηση των φαινομένων αυτών κυρίως τα χρόνια πριν και κατά τη διάρκεια της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης προκάλεσε προβληματισμό στη διεθνή κοινότητα ως προς την αντικειμενικότητα των εκτιμήσεων τους.

Όπως γίνεται εύκολα κατανοητό, είναι ανέφικτο για τους περισσότερους επενδυτές να έχουν στη διάθεσή τους όλες τις απαραίτητες πληροφορίες ώστε να προβούν σε αναλύσεις που θα τους οδηγήσουν σε έγκυρα συμπεράσματα, αναφορικά με τον ενδεχόμενο πιστωτικό κίνδυνο επιχείρησης ή ενός κράτους. Οι αξιολογήσεις λοιπόν των οίκων δίνει την ευκαιρία σε επενδυτές, που υπό άλλες συνθήκες δεν θα το τολμούσαν, να εισέλθουν στην αγορά, μειώνοντας έτσι αυτόματα και το κόστος κεφαλαίου. Το γεγονός αυτό αποτελεί και έναν από τους λόγους που τα τελευταία χρόνια η σημασία και η επιρροή των οίκων αυξήθηκε επεκτεινόμενη τόσο στην προληπτική εποπτεία των τραπεζών για τον καθορισμό των ίδιων κεφαλαίων τους, όσο και στην επενδυτική συμπεριφορά ασφαλιστικών ταμείων και άλλων θεσμικών επενδυτών.

Παρόλα αυτά, όπως απέδειξε η πρόσφατη οικονομική κρίση του 2008, τα οικονομικά κίνητρα και η έλλειψη αντικειμενικότητας των οίκων αξιολόγησης δημιούργησαν προβλήματα σύγκρουσης συμφερόντων (Partnoy, 2006). **Πρώτη αιτία** του προβλήματος αυτού αποτελεί η αμοιβή των οίκων από τους εκδότες των χρεογράφων, των οποίων τα χρηματοοικονομικά προϊόντα αξιολογούν, δημιουργώντας ένα πολύ καταφανές κίνητρο στους οίκους, να διαστρεβλώνουν τις αξιολογήσεις τους προκειμένου να ικανοποιήσουν τους πελάτες τους και να διευρύνουν τον κύκλο εργασιών τους. Το μοντέλο αντιστάθμισης, “issuer- pay”, όπως ονομάζεται, οδήγησε σε ένα φαύλο κύκλο με «φουσκωμένες» αξιολογήσεις χρεογράφων από τον οποίο δεν μπορούσαν να ξεφύγουν. Όμως το προσωπικό των οίκων γνώριζε ότι εάν οι αξιολογήσεις τους ήταν αυστηρές, οι πελάτες του θα αναζητούσαν καλύτερη αξιολόγηση σε κάποιον ανταγωνιστή τους, χάνοντας έτσι τις επαγγελματικές τους δραστηριότητες. Ταυτόχρονα βέβαια όλοι έβλεπαν τον κίνδυνο που ελλόχευε με τις παραπλανητικές αξιολογήσεις, όντας βέβαιο ότι θα προκαλέσουν μελλοντικά απώλειες στους επενδυτές, οι οποίοι έχουν σαν βάση αναφοράς τις πιστωτικές αξιολογήσεις. Το μοντέλο “issuer pay” εμφανίστηκε στις αρχές της δεκαετίας του 1970, μέχρις ότου επικρατούσε το μοντέλο “investor pay”, δηλαδή ο επενδυτής πληρώνει, το οποίο είχε ιδρυθεί από τον John Moody (White, 2010). Οι αιτίες αυτής της αλλαγής δεν έχουν διευκρινιστεί. Σύμφωνα με τον Fridson

(1999), υπάρχουν τρεις πιθανές αιτίες για αυτή τη μεταστροφή. Πρώτον, οι οίκοι αξιολόγησης ίσως φοβήθηκαν την εμφάνιση των πρώτων γρήγορων φωτοτυπικών μηχανημάτων, τα οποία θα έδιναν τη δυνατότητα μετάδοσης και χρήσης των αξιολογήσεων σε πολλούς επενδυτές τους χωρίς πληρωμή. Δεύτερον η πτώχευση της Penn - Central Railroad το 1970, που συγκλόνησε τις αγορές ομολόγων, οδήγησε πολλούς εκδότες στην ανάγκη να εδραιώσουν την αξιοπιστία τους στις αγορές μέσω καλών αξιολογήσεων. Τρίτον οι οίκοι αξιολόγησης ίσως θέλησαν να συμπεριλάβουν στις αποδοχές τους και τις δύο όψεις της αγοράς, τους επενδυτές και τους εκδότες, όπου από τη μία οι επενδυτές θα πλήρωναν συνδρομή για να εξασφαλίσουν την πληροφόρηση που χρειάζονται και από την άλλη οι εκδότες θα έπρεπε να πληρώσουν για την έκδοση αξιολόγησης που θα τους εξασφάλιζε μία θέση στις αγορές. Άλλωστε οι εκδότες ομολόγων είχαν πλέον πολλαπλασιαστεί, οπότε η απειλή της ανάθεσης της αξιολόγησης από έναν εκδότη σε άλλον οίκο λόγω κακής βαθμολογίας δεν θα ήταν πλέον ισχυρή.

**Δεύτερη αιτία** που ενέτεινε τη σύγκρουση συμφερόντων είναι ότι πολλές φορές οι οίκοι διέθεταν ορισμένες πληροφορίες μόνο σε επενδυτές οι οποίοι πλήρωναν συνδρομή για να έχουν πρόσβαση στις βάσεις δεδομένων τους. Οι επενδυτές αυτοί λοιπόν είχαν τη δυνατότητα να αντλήσουν πληροφορίες για τον τρόπο με τον οποίο οι οίκοι κατέληγαν σε συγκεκριμένες βαθμολογίες, προβαίνοντας έτσι στις κατάλληλες ενέργειες που θα αύξαναν τα κέρδη τους.

**Τρίτο στοιχείο** αποτελεί η άδεια που δόθηκε στους οίκους αξιολόγησης να εκτιμούν χρηματοοικονομικά εργαλεία και να παρέχουν συμβουλές στους εκδότες πριν προβούν σε αξιολόγηση. Το γεγονός αυτό έχει σαν αποτέλεσμα την εμφάνιση του φαινομένου του rating shopping. Οι εκδότες δηλαδή μπορούν να επιλέξουν τον οίκο που θα τους προσφέρει την ευνοϊκότερη αξιολόγηση για τα χρηματοοικονομικά τους προϊόντα, ζητώντας τους πριν την αξιολόγηση να τους συμβουλέψουν για τις ενέργειες που θα μπορούσαν να επιτελέσουν, έτσι ώστε να επιτύχουν μία καλύτερη αξιολόγηση. Με τον τρόπο αυτό εντείνεται το φαινόμενο της σύγκρουσης συμφερόντων κάτω από ολιγοπωλιακές καταστάσεις. Για να αποφευχθεί το φαινόμενο του rating shopping θα πρέπει οι επενδυτές να είναι υποψιασμένοι στις υπερβολικά υψηλές εκτιμήσεις των οίκων (Bolton et al., 2008). Το συμπέρασμα αυτό ενισχύεται και από την έρευνα των Becker και Milbourn το 2008, οι οποίοι απέδειξαν ότι η είσοδος της Fitch στην αγορά των οίκων αξιολόγησης οδήγησε σε μεγαλύτερο πληθωρισμό αξιολογήσεων (rating inflation). Το φαινόμενο του rating inflation θα έπρεπε να έχει αποφευχθεί με βάση το κανονιστικό πλαίσιο της βιομηχανίας των οίκων αξιολόγησης το οποίο καθορίζεται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (SEC) και το οποίο θα έπρεπε να εξασφαλίζει τόσο την ποιότητα των αξιολογήσεων, όσο και την πρόληψη κατά του

φαινομένου της σύγκρουσης συμφερόντων. Όμως η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς απέτυχε στον εποπτικό της ρόλο, αφού παρά το γεγονός ότι είχε προβλέψει την εμφάνιση του προβλήματος αυτού, δεν προέβη ποτέ στην εφαρμογή των κατάλληλων μέτρων για την αποφυγή του. Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελούν οι περιορισμοί που επέβαλαν οι ρυθμιστικές αρχές στα επενδυτικά ταμεία και τις ασφαλιστικές εταιρείες, να επενδύουν μόνο σε υψηλής βαθμολογίας κεφάλαια που καλύπτονταν από περιουσιακά στοιχεία και ενυπόθηκα δάνεια. Τέτοιου είδους ρυθμίσεις αποτέλεσαν κίνητρο για τις εταιρείες και τους εκδότες να ζητούν από τους οίκους υψηλές βαθμολογήσεις για τα χρεόγραφά τους.

**Τέταρτον** οι οίκοι κατηγορήθηκαν ότι προέβαιναν σε εκτιμήσεις χωρίς ανάθεση από τους εκδότες, με σκοπό να τους «εκβιάσουν» ώστε να ζητήσουν τις υπηρεσίες τους. Επιπλέον οι αξιολογήσεις χωρίς ανάθεση συνεπάγονται μη έγκυρες εκτιμήσεις, αφού οι οίκοι δεν θα διέθεταν τις απαραίτητες εσωτερικές πληροφορίες από τον εκδότη ώστε να εξάγουν μία σωστή βαθμολογία.

Τέλος ένα **πέμπτο πολύ σημαντικό στοιχείο**, που αποδεικνύει την επιρροή των οίκων σε καταστάσεις ασύμμετρης πληροφόρησης, αποτελεί η έλλειψη ουσιαστικών ποινικών ευθυνών προς τους οίκους. Πριν την έλευση της κρίσης πολλοί πίστευαν ότι οι αξιολογήσεις των οίκων υπόκειταν σε κάποια νομική υποχρέωση και επομένως και σε ποινικές ρήτρες, ώστε να διασφαλίζεται η εγκυρότητά τους. Μετά την εμφάνισή της όμως κατανοήθηκε ότι οι οίκοι ήταν προστατευμένοι από ποινικές κυρώσεις μέσω τόσο της πρώτης τροπολογίας, «περί ελευθερίας της άποψης» (free speech protection), όσο και των αποφάσεων των αμερικάνικων δικαστηρίων, σύμφωνα με τις οποίες θα πρέπει να αποδίδεται στους οίκους η ιδιότητα του «δημοσιογράφου», με τις αξιολογήσεις τους να καλύπτονται από την ελευθερία του λόγου, θεωρώντας τις μόνο απόψεις. Η τροπολογία και οι αποφάσεις διευκόλυναν την εμφάνιση του ηθικού κινδύνου, αφού οι οίκοι δεν υπόκειταν ούτε σε νομικές ούτε σε οικονομικές συνέπειες, σε περιπτώσεις ψευδών αξιολογήσεών τους. Αντιθέτως η οδηγία των Sarbanes και Oxley του 2002, επιτρέπει την παραπομπή των οικονομικών ελεγκτών και των μελών του διοικητικού συμβουλίου των εταιρειών, καθώς και των οικονομικών αναλυτών των επενδυτικών τραπεζών ενώπιων των αρχών, εάν υπάρχουν υποψίες για παραβίαση κανόνων που αφορούν τις δραστηριότητες και τις αμοιβές τους, έτσι ώστε να μετριαστούν τα φαινόμενα της ασύμμετρης πληροφόρησης και της σύγκρουση συμφερόντων.

*E. Επιτυχία ή αποτυχία των οίκων ως προς την άρση της ασύμμετρης πληροφόρησης:*

Η χρηματοπιστωτική κρίση έφερε στο φως προβλήματα και ελλείψεις που κυριαρχούσαν όλα τα προηγούμενα χρόνια τόσο στον κλάδο των οίκων αξιολόγησης όσο και στο κλάδο της εποπτείας τους.

Οι οίκοι υπέπεσαν στο σφάλμα της κερδοσκοπίας και της αύξησης του τζίρου τους εκμεταλλευόμενοι τη δύναμη και την επιρροή που είχαν αποκτήσει οι αξιολογήσεις τους, κυρίως μέσω των κανονισμών της Βασιλείας II, ως προς την καθοδήγηση της αγοράς ομολόγων, των αποδόσεων των παράγωγων προϊόντων και την γενικότερη θετική ή αρνητική πορεία των τραπεζών, των διεθνών χρηματιστηρίων, των κρατών, των εποπτικών αρχών και της νομισματικής πολιτικής. Οι εταιρείες αυτές είχαν δημιουργήσει ένα είδος οικονομικής εξουσίας, ανταγωνίζοντας η μία την άλλη και επιχειρώντας να κατέχουν όσο το δυνατόν μεγαλύτερο μερίδιο στην αγορά. Όμως οι μη έγκυρες αξιολογήσεις, η δημιουργία των επισφαλών πακέτων δανείων (CDOs) και στο τέλος η κατάρρευση της παγκόσμιας οικονομίας, τους οδήγησαν στο ειδώλιο, κατηγορούμενους ως τους βασικούς υπαίτιους της τραγικής κατάστασης που βρέθηκαν συνταξιοδοτικά και ασφαλιστικά ταμεία, επενδυτικά χαρτοφυλάκια, τράπεζες και επενδυτές. Οι οίκοι όχι μόνο δεν πέτυχαν την άρση της ασύμμετρης πληροφόρησης στις αγορές κεφαλαίου, αλλά ενίσχυσαν ακόμη περισσότερο την σύγκρουση συμφερόντων, διευκολύνοντας την κερδοσκοπία κάποιων «λίγων» εις βάρος των επενδυτών αλλά και των πολιτών των κρατών, των οποίων η οικονομία κατέρρευσε, όταν η αξιολόγηση και η βαθμολογία τους από του οίκους από το AAA έφτασε το CCC και το D εν μία νυκτί. Χαρακτηριστικό είναι ότι από το 1975 έως το 2009 πτώχευσε μόνο μία χώρα από όσες είχαν βαθμολογήσει οι οίκοι με CCC-, ενώ κατέρρευσαν οικονομικά τέσσερις χώρες που είχαν βαθμολογία B- και BB. Επιπλέον παράδειγμα αποτελεί η περίπτωση της Ελλάδας, η οποία εισήλθε το 2008 στην κρίση χρέους με βαθμολογία A από την Fitch, A1 από την Moody's και A- από την S&P. Το γεγονός αυτό είχε σαν συνέπεια την άμεση υποβάθμιση της άντλησης δανεισμού της χώρας μας από τις διεθνείς αγορές χρήματος και την αναγκαστική προσφυγή της στο μηχανισμό στήριξης του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου και της Ευρωπαϊκής Ένωσης, αφού υποβαθμίστηκε η πιστοληπτική ικανότητα των έξι τότε ελληνικών τραπεζών, Εθνική Τράπεζα, EFG Eurobank, Alpha Bank, Αγροτική Τράπεζα, Emportiki Bank και Γενική Τράπεζα.

Οι οίκοι λοιπόν έλαβαν υπόψη τους μόνο το οικονομικό κίνητρο, αφού «πουλούσαν» φουσκωμένες αξιολογήσεις στους εκδότες που τους πλήρωναν για να τους προσελκύσουν (issuer pay model) και παραπλανούσαν επενδυτές, από τους οποίους δεν λάμβαναν κανέναν οικονομικό όφελος. Προσέφεραν δηλαδή χαμηλής ποιότητας αξιολογήσεις, ευχαριστώντας τον πελάτη- αξιολογούμενο μέσω ευνοϊκών γι' αυτόν βαθμολογιών. Εκτός από αυτό οι οίκοι

πολλές φορές επέλεξαν να δημοσιοποιήσουν τις εκτιμήσεις τους σε κατάλληλες χρονικές στιγμές κατά τις οποίες οι ίδιοι και οι εκδότες επιθυμούσαν να αγοράσουν ή να πωλήσουν μετοχές και ομόλογα, χωρίς οι επενδυτές να έχουν το χρόνο να αξιολογήσουν τις εκτιμήσεις αυτές. Αυτό είχε βέβαια άμεσο αντίκτυπο στη διαφάνεια, την αποτελεσματικότητα και την εύρυθμη λειτουργία της αγοράς

Μία βασική αιτία για την εξέλιξη αυτή θα μπορούσε να θεωρηθεί η ολιγοπωλιακή διάρθρωση της αγοράς ως προς τον αριθμό των οίκων αξιολόγησης, με τις ρυθμιστικές αρχές να επιμένουν να υποστηρίζουν τη κυριαρχία των “Big Three”, χωρίς να επιτρέπουν την είσοδο και άλλων εταιρειών μη δίνοντάς τους την πιστοποίηση NRSRO.

Οι οίκοι αξιολόγησης λοιπόν βαραίνουν με ένα μεγάλο μέρος της ευθύνης της εδραίωσης της ασύμμετρης πληροφόρησης στην αγορά και της εμφάνισης της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης του 2008, σε συνδυασμό με το ανεπαρκές κανονιστικό πλαίσιο των ρυθμιστικών αρχών και την απουσία ουσιαστικής εποπτείας.

Χαρακτηριστικό είναι ότι η Ευρωπαϊκή Ένωση, έστω και καθυστερημένα, αποφάσισε την εισαγωγή μεταρρυθμίσεων για την καλύτερη ρύθμιση των χρηματοπιστωτικών αγορών και την προστασία των επενδυτών, μέσω της στενότερης εποπτείας των οίκων αξιολόγησης. Την 1<sup>η</sup> Ιανουαρίου 2011 ιδρύθηκε η Ευρωπαϊκή Αρχή Αξιών και Αγορών (European Securities and Market Authority – ESMA), με σκοπό να συμβάλλει στη προστασία των επενδυτών και στην προώθηση της σταθερής και εύρυθμης λειτουργίας των χρηματοοικονομικών αγορών στην Ευρωπαϊκή Ένωση, μέσω της άμεσης εποπτείας και του συντονισμού της εποπτικής δραστηριότητας των κρατών- μελών των εταιρειών παροχής χρηματοοικονομικών υπηρεσιών. Η λειτουργία της ESMA διακρίνεται σε τέσσερις λειτουργίες: αξιολόγηση των κινδύνων των επενδυτών και των αγορών και ενίσχυση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας μέσω της παροχής πληροφοριών από δημόσια μητρώα και βάσεις δεδομένων της ΕΕ και της αποστολής προειδοποιήσεων. Επιπλέον έχει εκδώσει ένα ενιαίο εγχειρίδιο κανόνων για τις χρηματοπιστωτικές αγορές της ΕΕ που περιλαμβάνει τον καθορισμό τεχνικών προτύπων και την παροχή συμβουλών στα ευρωπαϊκά όργανα σχετικά με την κατάρτιση νέας νομοθεσίας, την προώθηση της τυποποίησης των εποπτικών πρακτικών για τη βελτίωση της αποτελεσματικότητας τόσο των εθνικών αρμόδιων αρχών όσο και του χρηματοπιστωτικού κλάδου και την άμεση εποπτεία χρηματοπιστωτικών φορέων, μέσω οργανισμών αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας και αρχείων καταγραφής συναλλαγών (europa.eu, 2019). Μαζί με την ESMA ιδρύθηκε και το Ευρωπαϊκό Σύστημα Χρηματοπιστωτικής Εποπτείας (ESFS), το οποίο είναι ένα πολυεπίπεδο σύστημα αρχών μικροπροληπτικής και μακροπροληπτικής εποπτείας και περιλαμβάνει το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο Συστημικού Κινδύνου, τις τρεις

Ευρωπαϊκές Εποπτικές Αρχές και τις εθνικές εποπτικές αρχές, με στόχο τη διασφάλιση μιας συνεκτικής και συνεπούς εποπτείας στην ΕΕ (europarl.eu, 2019).

Μία ακόμα σημαντική αλλαγή που θα πρέπει να υλοποιηθεί είναι η κατάργηση του μοντέλου “issuer pay” και η επιστροφή του αρχικού μοντέλου “investor pay”. Όπως αναλύθηκε παραπάνω η πληρωμή των οίκων από τους εκδότες αποτέλεσε μία από τις βασικότερες αιτίες της εμφάνισης και επικράτησης της σύγκρουσης συμφερόντων και της ασύμμετρης πληροφόρησης στις αγορές κεφαλαίων. Θα μπορούσε βέβαια με την επικράτηση του μοντέλου αυτού να προσπαθήσουν οι επενδυτές, αυτή τη φορά από την πλευρά τους, να εκμεταλλευτούν το πλεονέκτημά τους αυτό, πιέζοντας τους οίκους να καθυστερήσουν για παράδειγμα την υποβάθμιση των τίτλων που έχουν στην κατοχή τους. Η πιθανότητα όμως αυτή φαίνεται να είναι μικρή, καθώς είναι δύσκολο ένας επενδυτής να διαθέτει τόση δύναμη ώστε να επηρεάσει τις βαθμολογήσεις των οίκων.

Εκτός από αυτό οι εκτιμήσεις των οίκων θα πρέπει πλέον να γίνονται με διαφανή τρόπο, παρέχοντας δηλαδή τη δυνατότητα στους επενδυτές να έχουν πρόσβαση τόσο στις πληροφορίες που συγκέντρωσαν για να εξάγουν τα συμπεράσματά τους για την πιστοληπτική ικανότητα, όσο και στη μεθοδολογία που ακολούθησαν για να φτάσουν στη τελική τους βαθμολογία. Δημοσιεύσεις θα πρέπει να γίνονται και για τις επιδόσεις των αξιολογήσεων των οίκων, έτσι ώστε οι επενδυτές να μπορούν να συγκρίνουν και να επιλέξουν τον πιο αξιόπιστο γι’ αυτούς οίκο. Πιο συγκεκριμένα θα πρέπει να δημοσιεύεται ένα ιστορικό μετακινήσεων, ως προς της βαθμολογία της πιστοληπτικής ικανότητας, καθώς και οι επιδόσεις σχετικά με τον αριθμό των αθετήσεων ανά κατηγορία περιουσιακού στοιχείου σε μία συγκρίσιμη βάση.

Τέλος το σημαντικότερο βήμα είναι η δημιουργία κατάλληλου ρυθμιστικού πλαισίου για επιβολή ποινικών ευθυνών, σε περίπτωση εμφάνισης νοθείας κάποιας αξιολόγησης ή ασύμμετρης πληροφόρησης. Το πλαίσιο αυτό θα πρέπει να συνδυαστεί και με έναν διαφανή παγκόσμιο εποπτικό μηχανισμό, ο οποίος θα διασφαλίζει την αξιοπιστία στα θέματα των αξιολογήσεων. Απαιτείται δηλαδή η θέσπιση ενός ολοκληρωμένου θεσμικού πλαισίου, το οποίο θα περιλαμβάνει, την προστασία των επενδυτών, τον προσδιορισμό και την ποσοτικοποίηση του κινδύνου, την επίβλεψη της ρευστότητας της κεφαλαιακής επάρκειας των χρηματοοικονομικών οργανισμών καθώς και τον προσδιορισμό της δομής και λειτουργίας τους.



Έστω και καθυστερημένα, θα πρέπει οι αγορές να ενεργούν με αδιάληπτο και διαφανή τρόπο, έτσι ώστε να αποφευχθούν λάθη του παρελθόντος που θα οδηγήσουν το παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα σε κατάρρευση. Ο ρόλος των οίκων αξιολόγησης είναι πλέον πολύ καλά εδραιωμένος με τρόπο ώστε η αγορά να μην μπορεί να λειτουργήσει χωρίς τη συνδρομή τους. Οι ίδιοι όμως δεν πρέπει να εκμεταλλεύονται το πλεονέκτημά τους αυτό, υποστηρίζοντας μόνο τα δικά τους συμφέροντα, αλλά αντίθετα θα πρέπει να συμβάλλουν στην εύρυθμη λειτουργία της αγοράς χρήματος και επενδύσεων, προστατεύοντας τόσο τους επενδυτές όσο και τους εκδότες.

#### **4. Άμεσες ξένες επενδύσεις και οίκοι αξιολόγησης**

##### A. Εισαγωγή

Με τον όρο επενδύσεις μπορούμε να τις διακρίνουμε σε τρεις κατηγορίες: δάνεια (*lending*), επένδυση κεφαλαίου (*equity investment*) και άμεσες ξένες επενδύσεις (*foreign direct investment- FDI*). Τα δάνεια καλύπτουν την άμεση δανειοδότηση ή την ετήσια απόδοση-αγορά των ομολόγων από το κράτος ή από ιδιωτικές επιχειρήσεις της χώρας, ενώ η επένδυση κεφαλαίου αφορά στην απόκτηση μεριδίου- μετοχών εισηγμένων εταιρειών μέσω του χρηματιστηρίου από ιδιώτες ή επιχειρήσεις με την προσδοκία κέρδους. Σχετικά με τη τρίτη κατηγορία, οι άμεσες ξένες επενδύσεις καλύπτουν τοποθέτηση κεφαλαίων στην βιομηχανία και φυσικές πηγές, όπως ορυχεία ή άλλα φυσικά περιουσιακά στοιχεία. Επομένως η προσέλκυση αλλά και η διατήρηση ιδιωτικών ξένων επενδύσεων είναι ιδιαίτερα σημαντική πρόκληση, δεδομένου ότι αποτελεί μια δικλείδα ασφαλείας, σε μία ενδεχόμενη μείωση της επίσημης βοήθειας, συμβάλλει στον έλεγχο του ύψους του χρέους και στην ενίσχυση της συνολικής δημοσιονομικής σταθερότητας.

Οι Άμεσες Ξένες Επενδύσεις (ΑΞΕ), εργαλείο της σύγχρονης παγκοσμιοποίησης, αποτελούν σύμφωνα με τη γνώμη πολλών οικονομολόγων ένα από τα βασικά συστατικά στοιχεία που μπορούν να επιταχύνουν ή να βελτιώσουν την οικονομική ανάπτυξη μίας χώρας και να την εισάγουν στο παγκόσμιο οικονομικό σύστημα, καθώς έχει παρατηρηθεί θετική σχέση μεταξύ των ΑΞΕ και της οικονομικής ανάπτυξης είτε άμεσα είτε μέσω αποτελεσμάτων διάχυσης. Για το λόγο αυτό τα χρόνια μετά την επέλαση της οικονομικής κρίσης έχουν έρθει στο προσκήνιο συζητήσεις για τον τρόπο και τους παράγοντες που επηρεάζουν την προσέλκυσή τους. Με τον όρο άμεση επένδυση νοείται η μακροπρόθεσμη σχέση μεταξύ του επενδυτή και της

εταιρείας στην οποία γίνεται η επένδυση, μέσω της επιρροής και της συμμετοχής του επενδυτή στη διοίκηση και τη λήψη αποφάσεων της (Κοτταρίδη, Γιακούλας, 2013).

Οι ΑΞΕ είναι άμεσα συνδεδεμένες με τον ρυθμό ανάπτυξης, καθώς προσφέρουν στη χώρα υποδοχής μη κερδοσκοπικά κεφάλαια, για τα οποία ούτε υποχρέωση αποπληρωμής υπάρχει ούτε κόστος για τη διατήρησή τους. Οι ΑΞΕ αποτελούν μία δέσμη εισροών τόσο κεφαλαίου όσο και τεχνογνωσίας, νέων τεχνολογιών, ειδικών δεξιοτήτων στη διοίκηση και νέων μεθόδων παραγωγής, παίζοντας σημαντικό ρόλο τόσο στην οικονομική ανάπτυξη και την μεγέθυνση των χωρών μέσω της δημιουργίας οικονομιών κλίμακας στην παραγωγή, όσο και στη βελτίωση της εταιρικής διακυβέρνησης μέσω των αλλαγών στην νομοθεσία και τους θεσμούς (Lipsey, Robert E., 2001). Από την άλλη πλευρά υπάρχουν επιστήμονες που κάνουν λόγο και για αρνητικές επιπτώσεις των ΑΞΕ στη χώρα υποδοχής, υποστηρίζοντας ότι ο υπερβολικός αριθμός τους έχει αντίκτυπο στη βραχυχρόνια ανεργία λόγω του υψηλού κόστους προσαρμογής των εγχώριων επιχειρήσεων στους νέους κανόνες του ανταγωνισμού, εκτοπίζει τις εγχώριες επενδύσεις και τελικά επιδρά αρνητικά στην οικονομική ανάπτυξη και μεγέθυνση ενός κράτους. Επιπλέον υποστηρίζεται ότι οι ΑΞΕ μπορεί να βλάψουν την ορθή κατανομή των παραγωγικών πόρων μίας χώρας και να επιβραδύνουν την ανάπτυξη της. Οι περισσότερες μακροοικονομικές μελέτες ωστόσο καταλήγουν σε θετικά συμπεράσματα αναφορικά με την ύπαρξη ΑΞΕ σε ένα κράτος κυρίως εξαιτίας της ανάπτυξης του γνωστικού επιπέδου, και ιδίως όταν στα κράτη επικρατούν οι κατάλληλες συνθήκες. Για τις συνθήκες αυτές και τους παράγοντες που ευνοούν την προσέλκυση των ΑΞΕ έχει ασχοληθεί κατά καιρούς η διεθνής επιστημονική κοινότητα, τονίζοντας ότι το μέγεθος της εγχώριας οικονομίας, το κόστος παραγωγής, η παραγωγικότητα της εργασίας, το κατά κεφαλήν εισόδημα και ο όγκος του εμπορίου είναι από τα βασικότερα κριτήρια που λαμβάνουν υπόψη τους οι ξένοι επενδυτές για να επιλέξουν τη χώρα στην οποία τελικά θα επενδύσουν. Πολύ σημαντική θεωρούν επίσης την πολιτική σταθερότητα και την επεμβατικότητα των κρατικών θεσμών (Παπαδημητρίου, Π. και Παπασυριόπουλος, Ν., 2012).

Στο κεφάλαιο λοιπόν αυτό, αφού γίνει μία ανάλυση αναφορικά με την έννοια των ΑΞΕ, θα εξετάσουμε το κατά πόσον οι ξένοι επενδυτές επηρεάζονται από τις αναλύσεις και τις βαθμολογίες των οίκων αξιολόγησης για την πιστοληπτική ικανότητα των κρατών προκειμένου να προβούν σε μία επένδυση και το κατά πόσον τελικά οι ανακριβείς, όπως αποδείχτηκε, πληροφορίες που εξέδιδαν επηρέασαν την κρίση και τις οριστικές τους αποφάσεις, λαμβάνοντας υπόψη ότι, όπως αναφέρθηκε στο προηγούμενο κεφάλαιο, οι οίκοι για να καταλήξουν σε μία τελική βαθμολογία αξιολογούν μία σειρά από παράγοντες,

κίνδυνος χώρας, κλαδικός κίνδυνος κ.α., οι οποίοι συμπεριλαμβάνονται και στους παράγοντες προσέλευσης των ΑΞΕ.

### B. Η έννοια των ΑΞΕ

Το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο το 1993 όρισε την Άμεση Ξένη Επένδυση ως την «επένδυση που περιλαμβάνει μια μακροπρόθεσμη σχέση και που απεικονίζει ένα διαρκές ενδιαφέρον μιας επιχειρησιακής οντότητας (άμεσος επενδυτής) εδρεύουσας σε μια οικονομία (Home Country) για μια επιχειρησιακή οντότητα εδρεύουσα σε μια άλλη οικονομία (Host Country) διαφορετική από αυτήν του επενδυτή. Ο σκοπός του άμεσου επενδυτή είναι να ασκήσει σε ένα σημαντικό βαθμό επιρροή στη διαχείριση της επιχείρησης, η οποία εδρεύει στην άλλη οικονομία.». Ο άμεσος επενδυτής δηλαδή επιδιώκει την άσκηση όσο το δυνατόν μεγαλύτερης επιρροής στη διαχείριση της «ξένης» γι' αυτόν επιχείρησης. Ένας πιο πρόσφατος ορισμός προσθέτει το κριτήριο της διακράτησης του 10% του μετοχικού κεφαλαίου από τον άμεσο επενδυτή, προκειμένου η επένδυση να είναι επιτυχής και να μπορεί να ορίζεται ως «επιχείρηση άμεσης επένδυσης». Στην περίπτωση που το ποσοστό που θα κατέχει ο επενδυτής είναι μικρότερο του 10% του μετοχικού κεφαλαίου, η επένδυση χαρακτηρίζεται ως «επένδυση χαρτοφυλακίου» και δεν αποτελεί ΑΞΕ. Μόνη εξαίρεση σε αυτό υπάρχει όταν η επένδυση αφορά συγγενική επιχείρηση ή εταιρεία, οπότε και χαρακτηρίζεται ως ΑΞΕ (Maitena Duce and Banco de España, 2003).

Αντίστοιχος είναι και ο ορισμός του Οργανισμού για την Οικονομική Συνεργασία και Ανάπτυξη (ΟΟΣΑ), σύμφωνα με τον οποίο στόχος των Άμεσων Ξένων Επενδύσεων είναι η απόκτηση ενός διαρκούς συμφέροντος από μία επιχειρηματική μονάδα σε επιχείρηση άλλης χώρας. Με τον όρο «διαρκές συμφέρον» νοείται η ύπαρξη τόσο μίας μακροπρόθεσμης σχέσης μεταξύ του άμεσου επενδυτή και της επιχείρησης στην οποία γίνεται η επένδυση, όσο και ο βαθμός επιρροής στη διοίκηση αυτής. Η ΑΞΕ περιλαμβάνει την αρχική συναλλαγή που θα δημιουργήσει τη σχέση μεταξύ των επιχειρήσεων, καθώς και όλες τις επόμενες κεφαλαιακές συναλλαγές. Με τον όρο «άμεσος επενδυτής» νοείται εκείνος που κατέχει το 10% του κεφαλαίου της ξένης εταιρείας. Το ποσοστό αυτό όμως δεν αποτελεί βασική προϋπόθεση αν λάβει κανείς υπόψη ότι και ένα μικρότερο ποσοστό μπορεί να συνεπάγεται διαρκές ενδιαφέρον με χαρακτηριστικά ελέγχου της διοίκησης.

Ο άμεσος επενδυτής μπορεί να είναι φυσικό ή νομικό πρόσωπο ή και δημόσια υπηρεσία. Οι ΑΞΕ υλοποιούνται με την ίδρυση του υποκαταστήματος ή της νέας θυγατρικής εταιρίας στη χώρα υποδοχής, αλλά και με την αγορά μέρους ή ολόκληρης υφιστάμενης επιχείρησης σε τρίτη χώρα (OECD, 2013).

Εκτός από τους παραπάνω ορισμούς για την έννοια των ΑΞΕ, υπάρχουν ακόμα αρκετές διαφορετικές προσεγγίσεις τόσο από παγκόσμιους οργανισμούς, όσο και από μελετητές και συγγραφείς, οι οποίοι σε κάθε περίπτωση τονίζουν επιμέρους σημεία και χαρακτηριστικά τους, ανάλογα με το σκοπό που θέλουν να εξυπηρετήσουν. Όπως θα διαπιστωθεί όμως, όλοι συγκλίνουν στην κεντρική ιδέα της επιθυμίας απόκτησης ιδιοκτησιακού καθεστώτος και όσο το δυνατόν μεγαλύτερου ελέγχου του στο έδαφος μίας τρίτης χώρας. Συγκεκριμένα:

Η Παγκόσμια Τράπεζα (World Bank) θεωρεί ως άμεσες ξένες επενδύσεις τις καθαρές εισροές επενδύσεων που πραγματοποιούνται σε μία χώρα για την απόκτηση διοικητικής δικαιοδοσίας σε μία επιχείρηση που δρα σε διαφορετική αγορά από αυτή που δρα ο επενδυτής (Klein, M., Aaron, C. & Hadjimichael, B., 2001).

Σύμφωνα με τον Παγκόσμιο Οργανισμό Εμπορίου (World Trade Organization) οι άμεσες ξένες επενδύσεις πραγματοποιούνται όταν ένας επενδυτής αποκτά περιουσιακά στοιχεία σε μία άλλη χώρα με στόχο την εκμετάλλευση και τη διαχείρισή τους (World Trade Organization, 1996).

Ο Κυρκιλής (2010) ορίζει την Άμεση Ξένη Επένδυση «ως την ίδρυση θυγατρικών επιχειρήσεων στο εξωτερικό, οι οποίες είναι μερικώς ή ολικώς ιδιοκτησία της μητρικής εταιρείας». Μέσω των ΑΞΕ παρατηρούνται παραγωγικές εισροές εκτός εθνικών συνόρων, οι οποίες είναι αναγκαίες για την προώθηση του εκάστοτε προϊόντος και για την υλοποίηση της παραγωγικής διαδικασίας. Οι εισροές αυτές είναι τόσο υλικές, όπως μετοχικό κεφάλαιο, κεφαλαιουχικός εξοπλισμός και πρώτες ύλες, όσο και άυλες, όπως τεχνογνωσία, νέες μέθοδοι οργάνωσης της παραγωγής, του ποιοτικού ελέγχου, της επιχειρηματικότητας και του μάρκετινγκ. Η μεταφορά των παραγωγικών αυτών εισροών πραγματοποιείται χωρίς τη μεσολάβηση της «αγοράς», μέσω του καθεστώτος της κοινής ιδιοκτησίας που έχει δημιουργηθεί μεταξύ της μητρικής εταιρείας και της θυγατρικής της. Μετά την υλοποίηση των ΑΞΕ η εκάστοτε επιχείρηση μετατρέπεται σε πολυεθνική, αφού πλέον θα μπορεί να ασκεί έλεγχο σε περισσότερες από μία επιχειρήσεις, οι οποίες βρίσκονται σε διαφορετικές χώρες. Απαραίτητη προϋπόθεση για την επιτυχία του εγχειρήματος είναι η άσκηση ελέγχου από την πλευρά της μητρικής εταιρείας, ο οποίος τις περισσότερες φορές επιτυγχάνεται μέσω της πλειοψηφικής συμμετοχής στο μετοχικό κεφάλαιο της θυγατρικής επιχείρησης στην Τρίτη χώρα. Παρόλα αυτά αποτελεσματικός έλεγχος μπορεί να ασκηθεί και μέσω μειοψηφικού μετοχικού κεφαλαίου, αρκεί η μητρική εταιρεία να αποτελεί τον κύριο προμηθευτή όσο αφορά την εισροή των πρώτων υλών, τεχνογνωσία, οργάνωση, παραγωγική

διαδικασία, έτσι ώστε τα καίρια ζητήματα στρατηγικής σημασίας της θυγατρικής να ασκούνται από τη μητρική.

Οι Krugman, Obstfeld, and Melitz (2011), υποστηρίζουν ότι άμεση ξένη επένδυση αποτελεί μία επιχείρηση, η οποία ανήκει σε μεγάλο βαθμό σε ξένους υπηκόους, αλλά η κτήση και η επέκταση της θυγατρικής επιχείρησης ανήκει στην αναπτυσσόμενη χώρα υποδοχής. Επιπλέον τονίζουν την κατοχή του 10% της ιδιοκτησίας της θυγατρικής επιχείρησης, έτσι ώστε οι επενδυτές να κατέχουν τον έλεγχο και να μπορούν να λαμβάνουν αποφάσεις. Οι επιχειρήσεις αυτές καλούνται τότε πολυεθνικές και οι νέες επιχειρήσεις που ιδρύονται στις τρίτες χώρες, θυγατρικές αυτής.

Ο Lipsey (2001) στον ορισμό του συμπεριέλαβε μία διττή διάκριση των ΑΞΕ, την Μακροοικονομική και τη Μικροοικονομική. Η Μακροοικονομική προσέγγιση εστιάζει στο χαρακτήρα της διεθνούς κίνησης κεφαλαίου, δηλαδή τη διεθνή επένδυση χαρτοφυλακίου, τη διεθνή άμεση επένδυση και τη διεθνή χρηματοδότηση. Σύμφωνα με πρώτη προσέγγιση η ΑΞΕ αντικατοπτρίζεται στο ισοζύγιο πληρωμών ως μία μορφή ροής. Με αυτό τον τρόπο δημιουργείται απόθεμα κεφαλαίου στις χώρες που επενδύουν και πλεονέκτημα ισχύος έναντι των χωρών υποδοχής. Από την άλλη πλευρά η Μικροοικονομική προσέγγιση επικεντρώνεται στα κίνητρα της επένδυσης από την πλευρά του επενδυτή και αφορά την ανάλυση από την πλευρά της πολυεθνικής επιχείρησης, της επιχειρηματικής επένδυσης, του σχηματισμού κεφαλαίου, της παραγωγής, των παραμέτρων συμπεριφοράς της θυγατρικής και της μητρικής επιχείρησης, των αιτιών και των μορφών της επιχειρηματικής επέκτασης και των αποτελεσμάτων της επένδυσης τόσο στη χώρα προέλευσης όσο και τη χώρα υποδοχής. Εξετάζει επίσης τις συνέπειες των δραστηριοτήτων των πολυεθνικών από τις εμπορικές συναλλαγές τους, τα επίπεδα απασχόλησης και παραγωγής, καθώς και τις ροές και τα αποθέματα ανθρωπίνου κεφαλαίου, τα οποία δεν προσμετρώνται στις ροές. Πολλές φορές οι συνέπειες αυτές συντονίζουν τις δραστηριότητες της μητρικής σε σχέση με τις θυγατρικές.

Σε αυτό το σημείο θα πρέπει να αναφερθεί ότι η απόκτηση του 100% μίας εγχώριας επιχείρησης μέσω ΑΞΕ αποτελεί υποκατάστημα. Η απόκτηση ενός ποσοστού που κυμαίνεται μεταξύ 50% και 100% ονομάζεται θυγατρική εταιρεία, ενώ με ποσοστό 10% - 50% του μετοχικού κεφαλαίου της εγχώριας η επιχείρηση ονομάζεται συνεργαζόμενη.

Σημαντικό επίσης είναι να σημειωθεί ότι οι ΑΞΕ είναι άμεσα συνδεδεμένες με τις πολυεθνικές επιχειρήσεις, καθώς για να χαρακτηριστεί μία επιχείρηση ως πολυεθνική θα πρέπει να πραγματοποιεί άμεσες ξένες επενδύσεις και να ελέγχει ή να κατέχει παραγωγικές μονάδες σε περισσότερες από μία χώρες. Απαραίτητα επίσης στοιχεία για τη δημιουργία μίας πολυεθνικής εταιρείας είναι η ύπαρξη περισσότερων από δύο επιχειρηματικών μονάδων, οι

διαφορετικές έδρες των επιχειρηματικών αυτών μονάδων, η κατοχή ολόκληρου ή επαρκούς μέρους του μετοχικού κεφαλαίου μίας τουλάχιστον θυγατρικής και ο έλεγχος μίας τουλάχιστον θυγατρικής που βρίσκεται σε Τρίτη χώρα (Dunning, 1993). Με βάση το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο η κατοχή τουλάχιστον του 25% του μετοχικού κεφαλαίου της θυγατρικής είναι απαραίτητο για την άσκηση αποτελεσματικής διοίκησης και ελέγχου της πολυεθνικής επιχείρησης (OECD, 2008).

Μία πολυεθνική επιχείρηση έχει τη δυνατότητα να αναλαμβάνει η ίδια όλα τα στάδια παραγωγής ενός προϊόντος (κάθετη ολοκλήρωση), αλλά μπορεί οι θυγατρικές να αναλαμβάνουν μόνο ορισμένες δραστηριότητες. Στη δεύτερη περίπτωση η μεταφορά των υλικών και των άυλων πρώτων υλών γίνεται από τη μητρική εταιρεία στις θυγατρικές, με τις τιμές να καθορίζονται από τη διοίκηση της πολυεθνικής με βάση τους στρατηγικούς της στόχους και όχι από το μηχανισμό της αγοράς.

Η ύπαρξη πολυεθνικών επιχειρήσεων μπορεί να ωφελήσει τόσο τη χώρα υποδοχής όσο και τη χώρα προέλευσης, αφού από τη μία οι καταναλωτές στη χώρα υποδοχής απολαμβάνουν προϊόντα και υπηρεσίες σε ανταγωνιστικές τιμές και από την άλλη οι μέτοχοι της πολυεθνικής απολαμβάνουν ικανοποιητικά κέρδη.

#### Γ. Παράγοντες προσέλκυσης ΑΞΕ και η σημασία της Πιστοληπτικής Ικανότητας

Οι ΑΞΕ αποτελούν έναν από τους βασικούς μοχλούς οικονομικής ανάπτυξης μίας χώρας είτε αναπτυγμένης είτε αναπτυσσόμενης. Για το λόγο αυτό πολλοί μελετητές έχουν ασχοληθεί με τους παράγοντες οι οποίοι ελκύουν επιχειρηματίες να στραφούν σε κάποιο κράτος για να επενδύσουν. Σύμφωνα με τον Dunning (1993) οι θεωρίες σχετικά με τους παράγοντες προσέλκυσης των ΑΞΕ στρέφονται γύρω από μικροοικονομική και μακροοικονομική σκοπιά. Στους μικροοικονομικούς παράγοντες εντάσσονται το ιδιοκτησιακό πλεονέκτημα, η μείωση των δαπανών, του κόστους παραγωγής και οι οικονομίες κλίμακας. Από την άλλη πλευρά υπάρχουν οι κοινωνικοοικονομικοί παράγοντες, το μέγεθος της αγοράς, το κατά κεφαλήν ΑΕΠ, ο ρυθμός ανάπτυξης, τα επιτόκια δανεισμού, το εξωτερικό χρέος, η συναλλαγματική ισοτιμία, ο βαθμός ανοίγματος σε εισαγωγές και εξαγωγές, η ανεργία, ο βαθμός διαφθοράς, οι υποδομές, η εκπαίδευση και η πολιτική σταθερότητα μίας χώρας, η οποία διευκολύνει την ανάπτυξη του ιδιωτικού τομέα.

Ο πιστωτικός κίνδυνος, τον οποίο αναλύουν οι οίκοι αξιολόγησης προκειμένου να εξάγουν συμπεράσματα σχετικά με την αξιοπιστία ή μη μίας χώρας, εμπεριέχει μία σειρά από επιμέρους κινδύνους, τον οικονομικό κίνδυνο, τον πολιτικό κίνδυνο και τον εμπορικό κίνδυνο, οι οποίοι όπως έχει αναφερθεί σχετίζονται με τις άμεσες ξένες επενδύσεις. Έτσι η

σχέση μεταξύ ΑΞΕ και πιστοληπτικής αξιολόγησης είναι θετική, αφού μία καλή βαθμολογία προσφέρει θετικό αντίκτυπο στις ξένες εισροές, φανερώνοντας ένα υγιές επενδυτικό κλίμα που χαρακτηρίζεται από μακροοικονομική και πολιτική σταθερότητα (Bevan and Estrin, 2000). Για το λόγο αυτό πολλές φορές ο κίνδυνος μίας χώρας αποτυπώνεται και στο βαθμό απώλειας μίας επένδυσης. Φυσικά οι κίνδυνοι διαφέρουν ανάλογα με το είδος της επένδυσης και με τον τομέα που αυτές σχετίζονται. Έτσι λοιπόν οι επιχειρήσεις και οι επενδυτές συμβουλεύονται τους οίκους πιστοληπτικής αξιολόγησης για να προχωρήσουν ή όχι στην επιδιωκόμενη επέκτασή τους σε μία Τρίτη χώρα.

Όπως αναφέρθηκε και στο προηγούμενο κεφάλαιο οι οίκοι αξιολόγησης απέκτησαν μεγάλη επιρροή εξαιτίας της ασύμμετρης πληροφόρησης και των κινδύνων που εγκυμονεί για τις μελλοντικές αποδόσεις των εκάστοτε χαρτοφυλακίων των επενδυτών. Οι επενδυτές είναι αδύνατο να έχουν πρόσβαση σε όλες τις πληροφορίες και να αξιολογούν τον πιστωτικό κίνδυνο. Έτσι στράφηκαν προς τους οίκους αξιολόγησης, οι οποίοι μπορούν να μετατρέπουν την αβεβαιότητα των πιστωτικών σχέσεων σε υπολογίσιμους κινδύνους, δηλαδή να τους παρέχουν εύκολη, γρήγορη και σχετικά ανέξοδη πρόσβαση σε ασύμμετρες πληροφορίες. Ο White (2010) μάλιστα αναφέρει ότι οι τρεις μεγάλοι οίκοι αξιολόγησης έγιναν τόσο ισχυροί επειδή οι επενδυτές είχαν απηύδησει με την άενη κρίση στο χρηματοπιστωτικό σύστημα και έψαχναν μία ασφαλέστερη επιλογή για να επενδύσουν. Επιπλέον οι Haan και Amtenbrink (2011) υποστήριξαν ότι ο ρόλος των οίκων αξιολόγησης δεν είναι μόνο η εξάλειψη της ασύμμετρης πληροφόρησης αλλά και η διατήρηση, η εποπτεία και η σταθεροποίηση του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Οι αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας επηρεάζουν τα επιτόκια δίνοντας σήμα στις διεθνείς αγορές για το πώς πρέπει να κινηθούν, έχοντας τη δυνατότητα να μειώσουν ακόμα και το κόστος κεφαλαίου των εταιρειών και των χωρών.

Ένα ακόμα στοιχείο που φανερώνει την επίδραση των αξιολογήσεων των οίκων στις άμεσες ξένες επενδύσεις είναι η προσπάθεια ορισμένων ερευνητών να ανακαλύψουν και να κατανοήσουν τα στοιχεία και τους παράγοντες που χρησιμοποιούν οι οίκοι για να παράγουν τις βαθμολογίες τους. Οι Cantor και Packer (1996), έχοντας πρόσβαση στις αξιολογήσεις και τους παράγοντές τους, διαπίστωσαν ότι το κατά κεφαλήν ΑΕΠ, ο πληθωρισμός, το επίπεδο οικονομικής ανάπτυξης και το εξωτερικό χρέος είναι στατιστικά σημαντικά. Επιπλέον οι Juttner και McCarthy (2000) προσέθεσαν στην έρευνά τους το δείκτη τιμών καταναλωτή, το λόγο του εξωτερικού χρέους προς τις εξαγωγές, τα επιτόκια και τις συναλλαγματικές ισοτιμίες. Ο Haque et al., (1997) έδωσαν αρχικά έμφαση στον πληθωρισμό ως παράγοντα για τις αξιολογήσεις, προσθέτοντας ακόμα το ποσοστό ανάπτυξης της χώρας και το λόγο του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών προς το ΑΕΠ. Τέλος οι Archer, Biglaiser και DeRouen

(2007) χρησιμοποίησαν δεδομένα από δείγμα 50 αναπτυσσόμενων χωρών από το 1987 έως το 2003 προκειμένου να εξετάσουν το ρόλο του «δημοκρατικού πλεονεκτήματος» και των άλλων παραγόντων που χρησιμοποιούν οι τρεις μεγάλοι οίκοι, συμπεραίνοντας ότι το πολιτικό περιβάλλον δεν επηρεάζει σημαντικά την πιστοληπτική αξιολόγηση σε αντίθεση με τον πληθωρισμό και την οικονομική ανάπτυξη των χωρών (Δασκαλόπουλος, 2018).

Βασιζόμενοι λοιπόν στα παραπάνω στοιχεία που λαμβάνουν υπόψη τους οι οίκοι πιστοληπτικής αξιολόγησης προκειμένου να καταλήξουν σε μία βαθμολογία, γίνεται κατανοητό ότι τα στοιχεία αυτά περιλαμβάνονται στους βασικούς παράγοντες προσέγκυσης των άμεσων ξένων επενδύσεων στη χώρα υποδοχής. Επομένως η σχέση μεταξύ Πιστοληπτικών Αξιολογήσεων των Οίκων και Άμεσων Ξένων Επενδύσεων είναι θετική.

Παρακάτω θα διερευνηθεί και εμπειρικά η ύπαρξη επίδρασης των βαθμολογιών των οίκων πιστοληπτικής αξιολόγησης στην εισροή των ΑΞΕ, βασιζόμενη στην συγκριτική μελέτη μεταξύ της οικονομικής ανάπτυξης της Ελλάδας και της εισόδου των ΑΞΕ σε αυτή με τις βαθμολογίες της από τις εταιρείες αξιολόγησης πριν και μετά την κρίση. Όπως θα αναλυθεί στο επόμενο κεφάλαιο ΑΞΕ και Οικονομική Ανάπτυξη είναι άρρηκτα συνδεδεμένες και αυτό είναι ο λόγος που θα χρησιμοποιήσω την οικονομική ανάπτυξη ως μεταβλητή για να διαπιστώσω και εμπειρικά την επιρροή των πιστοληπτικών αξιολογήσεων στις ΑΞΕ.

#### 4. ΑΞΕ και Οικονομική Μεγέθυνση/ Ανάπτυξη

Σύμφωνα με την οικονομική θεωρία η μακροχρόνια οικονομική ανάπτυξη μίας χώρας προσδιορίζεται από τη διαθεσιμότητα των παραγωγικών συντελεστών (εργατικό δυναμικό, κεφάλαιο) και την παραγωγικότητά τους η οποία αντανακλά την τεχνολογική πρόοδο και την αποτελεσματική κατανομή των συντελεστών (Mankiw and Laurence, 2013). Η θεωρία της ενδογενούς οικονομικής ανάπτυξης υποστηρίζει ότι οι ΑΞΕ αποτελούν το βασικό παράγοντα για την ανάπτυξη των τριών αυτών μεταβλητών, αφού συμβάλουν στην αύξηση του εργατικού δυναμικού, της κεφαλαιακής επάρκειας και στην ενίσχυση της τεχνολογικής προόδου της χώρας υποδοχής (De Mello, 1997). Οι περισσότερες μελέτες που έχουν διεξαχθεί σχετικά με την επίδραση των ΑΞΕ στην οικονομική ανάπτυξη συμφωνούν με την ύπαρξη θετικής σχέσης ανάμεσά τους. Παρόλα αυτά φαίνεται η επίδρασή τους να είναι ναί μεν στατιστικά σημαντική αλλά όχι καθοριστική, αφού φάνηκε ότι οι ΑΞΕ συνέβαλλαν θετικά στην ανάπτυξη αλλά μόνο ένα μικρό ποσοστό της παρατηρούμενης ανάπτυξης οφειλόταν στην υλοποίηση των ΑΞΕ. Άλλες μελέτες κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι οι ΑΞΕ επιδρούν θετικά εάν το εργατικό δυναμικό της χώρας υποδοχής διαθέτει κάποιο ελάχιστο



επίπεδο κατάρτισης και εκπαίδευσης προκειμένου να μπορεί να επιτευχθεί διάχυση της τεχνολογίας.

Στο σημείο αυτό θα πρέπει να υπάρξει ένας διαχωρισμός μεταξύ των χωρών υποδοχής των ΑΞΕ. Χώρες δηλαδή με υποανάπτυκτο ή περιορισμένα ανεπτυγμένο χρηματοπιστωτικό σύστημα θα αντιμετωπίσουν δυσκολίες από την ενδεχόμενη έλευση ΑΞΕ, καθώς οι εγχώριες επιχειρήσεις θα επιβαρυνθούν σε μεγάλο βαθμό από την εγκατάσταση θυγατρικών πολυεθνικών επιχειρήσεων, δεδομένου ότι είναι μάλλον αδύνατο για τις πρώτες να αντλήσουν αντίστοιχου κόστους κεφάλαια για να πραγματοποιήσουν επενδυτικά σχέδια, τα οποία προέρχονται από τη διάχυση της τεχνολογίας μετά την υλοποίηση μίας ΑΞΕ, με αποτέλεσμα η χώρα υποδοχής να μην μπορεί να αντλήσει όλα τα δυνατά οφέλη. Αντίθετα η υλοποίηση ΑΞΕ σε ανεπτυγμένες χρηματοπιστωτικά χώρες επιδρά θετικά στην περαιτέρω οικονομική τους ανάπτυξη καθώς έχουν μεγαλύτερη δυνατότητα απορρόφηση της νέας τεχνολογίας. Τον διαχωρισμό αυτό έχει σχολιάσει ο Dani Rodrik, ο οποίος απέδωσε τη διαφορά αυτή στην αντίστροφη αιτιώδη σχέση, με την έννοια ότι οι ΑΞΕ πραγματοποιούνται συχνότερα σε παραγωγικές, ταχύτερα αναπτυσσόμενες και περισσότερο επικερδείς οικονομικά χώρες (Παπαδημητρίου και Παπασυριόπουλος, 2012). Παρά τον διαχωρισμό αυτό μεταξύ ανεπτυγμένων και υπανάπτυκτων χωρών η επίδραση των ΑΞΕ στις χώρες υποδοχής, μεγαλύτερη ή μικρότερη, είναι δεδομένη, αφού προσφέρουν μη κερδοσκοπικά κεφάλαια για τα οποία η χώρα υποδοχής δεν επιβαρύνεται ούτε με την υποχρέωση αποπληρωμής ούτε με το κόστος διατήρησής τους. Επιπλέον η νέες τεχνολογίες, οι θέσεις εργασίας, οι αλλαγές στη νομοθεσία συμβάλουν, αν αξιοποιηθούν σωστά, στην βελτίωση της οικονομικής αποτελεσματικότητας του κράτους υποδοχής (Lipsey, 2001).

## **5. Εμπειρική Ανάλυση**

### *Α. Περιγραφική Ανάλυση των Δεδομένων- Σχεδιασμός Ερευνητικού Ερωτήματος*

Σκοπός της παρούσας έρευνας είναι να διερευνηθεί η επίδραση των βαθμολογιών των οίκων πιστοληπτικής αξιολόγησης του μακροπρόθεσμου χρέους στις Καθαρές Εισροές Άμεσων Ξένων Επενδύσεων (ΑΞΕ), εξετάζοντας την περίπτωση των 7 χωρών του Ευρωπαϊκού Νότου (Ελλάδα, Κύπρος, Ιταλία, Μάλτα, Ισπανία, Πορτογαλία, Γαλλία). Η ανάλυση γίνεται για τη χρονική περίοδο 2008 έως 2018, έτσι ώστε να συγκρίνουμε την επιρροή, εάν υπάρχει, των βαθμολογιών των οίκων στις εισροές των ΑΞΕ για τις παραπάνω χώρες πριν και κατά τη διάρκεια της πρόσφατης χρηματοοικονομικής κρίσης.

Αρχικά θα γίνει μία περιγραφική ανάλυση για το κατά πόσον οι βαθμολογίες των οίκων αξιολόγησης επίδρασαν στην εισροή ΑΞΕ για τις εξεταζόμενες χώρες κατά τα έτη 2008-2018.

Χρησιμοποιούμε δεδομένα από το Bloomberg και το Trading Economics για την πιστοληπτική αξιολόγηση των χωρών από τους οίκους S&P, Moody's και Fitch Ratings στο τέλος κάθε έτους. Αρχικά μετατρέπουμε τις ποιοτικές πιστοληπτικές αξιολογήσεις σε αριθμητικές με την εξής αντιστοίχιση: AAA (S&P και Fitch) και Aaa (Moody's)= 1, AA+ (S&P και Fitch) και Aa1 (Moody's) = 2, ... CC (S&P), Ca (Moody's) και RD (Fitch) = 20. Ο μεγαλύτερος δηλαδή πιστωτικός κίνδυνος αντιστοιχεί σε μεγαλύτερο αριθμό, όπως φαίνεται αναλυτικά στο παρακάτω πίνακα (Πίνακας 4).

<b>Πίνακας4: Αντιστοίχιση Ποιοτικών Πιστοληπτικών Αξιολογήσεων σε Αριθμητική Κλίμακα</b>			
<b>Αριθμητική Κλίμακα Αξιολόγησης</b>	<b>Ποιοτική Κλίμακα Αξιολόγησης</b>		
	<b>S&amp;P</b>	<b>Moody's</b>	<b>Fitch Ratings</b>
<b>1</b>	AAA	Aaa	AAA
<b>2</b>	AA+	Aa1	AA+
<b>3</b>	AA	Aa2	AA
<b>4</b>	AA-	Aa3	AA-
<b>5</b>	A+	A1	A+
<b>6</b>	A	A2	A
<b>7</b>	A-	A3	A-
<b>8</b>	BBB+	Baa1	BBB+
<b>9</b>	BBB	Baa2	BBB
<b>10</b>	BBB-	Baa3	BBB-
<b>11</b>	BB+	Ba1	BB+
<b>12</b>	BB	Ba2	BB
<b>13</b>	BB-	Ba3	BB-
<b>14</b>	B+	B1	B+
<b>15</b>	B	B2	B
<b>16</b>	B-	B3	B-

17	CCC+	Caa1	CCC
18	CCC	Caa2	CC
19	CCC-	Caa3	C
20	CC	Ca	RD

**ΠΗΓΗ:** S&P, Moody's και Fitch Ratings, 2019

Στη συνέχεια υπολογίζουμε τη μεταβλητή  $CR_{it}$  ως το μέσο όρο των αξιολογήσεων των τριών οίκων για κάθε χώρα  $i$  και κάθε έτος  $t$  για το χρονικό διάστημα από το 2008 έως το 2018, όπως φαίνεται στους παρακάτω πίνακες.

**Πίνακας 5: ΕΛΛΑΔΑ**

CR	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>S&amp;P</b>	-	BBB+ (8)	BB+ (11)	CC (20)	B- (16)	-	B (15)	CCC+ (17)	B- (16)	B+ (14)	B+ (14)
<b>Moody's</b>	-	A2 (6)	Ba1 (11)	Ca (20)	Caa1 (17)	Caa3 (19)	Caa1 (17)	Caa3 (19)	-	Caa2 (18)	B3 (16)
<b>Fitch Ratings</b>	A (6)	BBB+ (8)	BBB- (10)	CCC (17)	CCC (17)	B- (16)	B (15)	CCC (17)	-	B- (16)	BB- (13)
<b>CR<sub>it</sub></b>	<b>6</b>	<b>7.3</b>	<b>10.6</b>	<b>19</b>	<b>16.6</b>	<b>17.5</b>	<b>15.6</b>	<b>17.6</b>	<b>16</b>	<b>16</b>	<b>14.3</b>

**ΠΗΓΗ:** Bloomberg, Trading Economics, 2019

**Πίνακας 6: ΚΥΠΡΟΣ**

CR	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>S&amp;P</b>	A+ (5)	-	A (6)	BBB (9)	CCC+ (17)	B- (16)	B+ (14)	BB- (13)	BB (12)	BB+ (11)	BBB- (10)
<b>Moody's</b>	Aa3 (4)	-	-	Baa3 (10)	B3 (16)	Caa3 (19)	B3 (16)	B1 (14)	B1 (14)	Ba3 (13)	Ba2 (12)
<b>Fitch Ratings</b>	-	-	-	BBB (9)	BB- (13)	B- (16)	B- (16)	B+ (14)	BB- (13)	BB (12)	BBB- (10)
<b>CR<sub>it</sub></b>	<b>4.5</b>	<b>0</b>	<b>6</b>	<b>9.3</b>	<b>15.3</b>	<b>17</b>	<b>15.3</b>	<b>13.6</b>	<b>13</b>	<b>12</b>	<b>10.6</b>

**ΠΗΓΗ:** Bloomberg, Trading Economics, 2019

**Πίνακας 7: ΙΤΑΛΙΑ**

CR	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>S&amp;P</b>	-	-	-	A (6)	BBB+ (8)	BBB (9)	BBB- (10)	-	-	BBB (9)	BBB (9)
<b>Moody's</b>	-	-	-	A2 (6)	Baa2 (9)	-	Baa2 (9)	-	Baa2 (9)	Baa2 (9)	Baa3 (10)
<b>Fitch Ratings</b>	-	-	-	A+ (5)	A- (7)	BBB+ (8)	BBB+ (8)	-	BBB+ (8)	BBB (9)	BBB (9)
<b>CR<sub>it</sub></b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>5.6</b>	<b>8</b>	<b>8.5</b>	<b>9</b>	<b>0</b>	<b>8.5</b>	<b>9</b>	<b>9.3</b>

ΠΗΓΗ: Bloomberg, Trading Economics, 2019

**Πίνακας 8: ΜΑΛΤΑ**

CR	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>S&amp;P</b>	-	-	-	A (6)	A- (7)	BBB+ (8)	-	BBB+ (8)	A- (7)	A- (7)	-
<b>Moody's</b>	A1 (5)	-	-	A2 (6)	A3 (7)	A3 (7)	-	-	-	-	A3 (7)
<b>Fitch Ratings</b>	-	-	-	-	-	A (6)	-	-	A+ (5)	A (6)	-
<b>CR<sub>it</sub></b>	<b>5</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>6</b>	<b>7</b>	<b>7</b>	<b>0</b>	<b>8</b>	<b>6</b>	<b>6.5</b>	<b>7</b>

ΠΗΓΗ: Bloomberg, Trading Economics, 2019

**Πίνακας 9: ΠΟΡΤΟΓΑΛΙΑ**

CR	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>S&amp;P</b>	-	A+ (5)	A- (7)	BBB- (10)	BB (12)	BB (12)	BB (12)	BB+ (11)	-	BBB- (10)	BBB- (10)
<b>Moody's</b>	-	Aa2 (3)	A1 (5)	Ba2 (12)	Ba3 (13)	Ba3 (13)	Ba1 (11)	-	-	Ba1 (11)	Baa3 (10)
<b>Fitch Ratings</b>	-	AA (3)	A- (7)	BB+ (11)	BB+ (11)	-	BB+ (11)	-	BB+ (11)	BBB (9)	BBB (9)
<b>CR<sub>it</sub></b>	<b>0</b>	<b>3.6</b>	<b>6.3</b>	<b>11</b>	<b>12</b>	<b>12.5</b>	<b>11.3</b>	<b>11</b>	<b>11</b>	<b>10</b>	<b>9.6</b>

ΠΗΓΗ: Bloomberg, Trading Economics, 2019

Πίνακας 10: ΙΣΠΑΝΙΑ											
CR	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>S&amp;P</b>	AA+ (2)	AA+ (2)	-	AA- (4)	BBB- (10)	BBB- (10)	BBB (9)	BBB+ (8)	-	BBB+ (8)	A- (7)
<b>Moody's</b>	-	-	Aa1 (2)	A1 (5)	Baa3 (10)	Baa3 (10)	Baa2 (9)	-	Baa2 (9)	-	Baa1 (8)
<b>Fitch Ratings</b>	-	-	-	AA- (4)	BBB (9)	BBB (9)	BBB+ (8)	-	-	BBB+ (8)	A- (7)
<b>CR<sub>it</sub></b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>4.3</b>	<b>9.6</b>	<b>9.6</b>	<b>8.6</b>	<b>8</b>	<b>9</b>	<b>8</b>	<b>7.3</b>

**ΠΗΓΗ:** Bloomberg, Trading Economics, 2019

Πίνακας 11: ΓΑΛΛΙΑ											
CR	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>S&amp;P</b>	AAA (1)	AAA (1)	AAA (1)	AAA (1)	AA+ (2)	AA (3)	AA (3)	-	AA (3)	AA (3)	-
<b>Moody's</b>	-	-	-	-	Aa1 (2)	-	-	Aa2 (3)	Aa2 (3)	-	Aa2 (3)
<b>Fitch Ratings</b>	-	-	-	AAA (1)	-	AA+ (2)	AA (3)	-	-	-	-
<b>CR<sub>it</sub></b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>2.5</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>

**ΠΗΓΗ:** Bloomberg, Trading Economics, 2019

Γίνεται αντιληπτό ότι για την πλειονότητα των χωρών η πιστοληπτική ικανότητα βαίνει μειούμενη από το 2010 και 2011, ενώ μία μικρή ανάκαμψη υπάρχει το 2018. Εξαιρέσεις αποτελούν η Γαλλία, της οποίας η βαθμολογία από τους τρεις οίκους μειώθηκε μόνο δύο μονάδες, από AAA σε AA, δείχνοντας ότι δεν επηρεάστηκε σε μεγάλο βαθμό από την οικονομική κρίση και η Μάλτα, της οποίας η πιστοληπτική ικανότητα το 2008 ήταν βαθμολογούμενη με A+ και μέχρι το 2015 μειώθηκε κατά 2 μονάδες σε BBB+, παραμένοντας δηλαδή σε ικανοποιητικά επίπεδα.

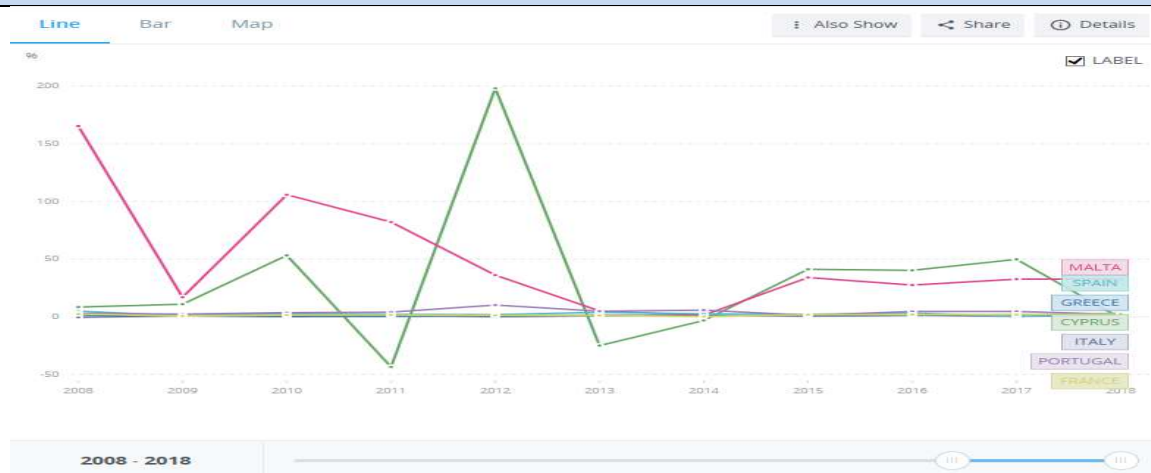
Ο Πίνακας 12 περιέχει περιγραφικά στοιχεία των ετήσιων Καθαρών Εισροών ΑΞΕ σε ποσοστό του ΑΕΠ για τις ερευνώμενες χώρες και τα έτη, αντλώντας δεδομένα από την

Παγκόσμια Τράπεζα, ενώ το Διάγραμμα 1 διευκολύνει την κατανόηση των αυξομειώσεων των Εισροών των ΑΞΕ για τις 7 χώρες κατά τη διάρκεια της χρονικής περιόδου 2008- 2018.

Πίνακας 12: Καθαρές Εισροές ΑΞΕ Χωρών Ευρωπαϊκού Νότου 2008- 2018 σε % του ΑΕΠ											
Χώρες	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>Ελλάδα</b>	1.618	0.837	0.178	0.379	0.677	1.228	1.138	0.645	1.382	1.759	1.977
<b>Κύπρος</b>	8.398	10.911	53.191	-43.463	198.074	-25.017	-3.229	41.191	40.242	49.765	-1.361
<b>Ιταλία</b>	-0.397	0.758	0.468	1.513	0.002	0.917	0.791	0.726	1.372	0.47	1.49
<b>Μάλτα</b>	165.28	16.934	105.785	82.114	36.093	5.028	1.366	34.01	27.465	32.602	32.691
<b>Πορτογαλία</b>	2.985	2.289	3.548	4.009	10.157	4.779	5.743	1.257	4.568	4.57	2.042
<b>Ισπανία</b>	4.866	0.899	2.865	2.136	1.865	3.839	2.534	2.114	3.214	0.472	3.183
<b>Γαλλία</b>	2.33	0.683	1.472	1.544	1.228	1.124	0.204	1.756	1.835	1.83	2.406

**ΠΗΓΗ:** The World Bank Data, 2019

**Διάγραμμα 1:** Καθαρές Εισροές ΑΞΕ Χωρών Ευρωπαϊκού Νότου 2008- 2018 σε % του ΑΕΠ



**ΠΗΓΗ:** The World Bank Data, 2019

Από τον Πίνακα 12 και το Διάγραμμα 1 παρατηρείται ότι οι εισροές ΑΞΕ, μετρούμενες σε ποσοστό του ΑΕΠ για τα έτη 2008- 2018, παραμένουν στα ίδια επίπεδα για την πλειονότητα των χωρών. Μεγάλες αυξομειώσεις εμφανίζονται στην Κύπρο και την Μάλτα. Συγκεκριμένα η Κύπρος παρουσιάζει μεγάλη αύξηση εισροών ΑΞΕ το 2012, 198.074% ΑΕΠ, πιθανότατα λόγω της προσπάθειας για τον εντοπισμό και την αξιοποίηση των υδρογονανθράκων, ποσοστό όμως που μειώνεται κατακόρυφα στο -25,017% του ΑΕΠ. Οι εισροές στη Μάλτα εμφανίζουν επίσης αρκετές αυξομειώσεις κατά τη διάρκεια των ετών οι οποίες μπορούμε να πούμε ότι συμφωνούν με την έλευση της κρίσης, αλλά όχι με τη μικρή μείωση των πιστοληπτικών της βαθμολογιών.

Ο Πίνακας 13 περιέχει συγκριτικά περιγραφικά στοιχεία των μεταβλητών που χρησιμοποιούμε. Οι στήλες αντιστοιχούν στα εξεταζόμενα έτη, ενώ οι σειρές στις μεταβλητές ενδιαφέροντος, δηλαδή τη μέση αξιολόγηση, CR<sub>t</sub>, και τις Καθαρές Εισροές Άμεσων Ξένων Επενδύσεων σε %ΑΕΠ, FDI (%), στο τέλος κάθε έτους για κάθε μία από τις 7 εξεταζόμενες χώρες.

**Πίνακας 13:** Περιγραφική Σύγκριση μέσου όρου Πιστοληπτικών Αξιολογήσεων και Καθαρών Εισροών Άμεσων Ξένων Επενδύσεων

		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Ελλάδα	CR <sub>t</sub>	6	7.3	10.6	19	16.6	17.5	15.6	17.6	16	16	14.3
	FDI (%)	1.618	0.837	0.178	0.379	0.677	1.228	1.138	0.645	1.382	1.759	1.977
Κύπρος	CR <sub>t</sub>	4.5	0	6	9.3	15.3	17	15.3	13.6	13	12	10.6
	FDI (%)	8.398	10.911	53.191	- 43.463	198.074	- 25.017	- 3.229	41.191	40.242	49.765	-1.361
Ιταλία	CR <sub>t</sub>	0	0	0	5.6	8	8.5	9	0	8.5	9	9.3
	FDI (%)	-0.397	0.758	0.468	1.513	0.002	0.917	0.791	0.726	1.372	0.47	1.49
Μάλτα	CR <sub>t</sub>	5	0	0	6	7	7	0	8	6	6.5	7
	FDI (%)	165.28	16.934	105.785	82.114	36.093	5.028	1.366	34.01	27.465	32.602	32.691

<b>Ισπανία</b>	<b>CR<sub>t</sub></b>	2	2	2	4.3	9.6	9.6	8.6	8	9	8	7.3
	<b>FDI (%)</b>	4.866	0.899	2.865	2.136	1.865	3.839	2.534	2.114	3.214	0.472	3.183
<b>Πορτογαλία</b>	<b>CR<sub>t</sub></b>	0	3.6	6.3	11	12	12.5	11.3	11	11	10	9.6
	<b>FDI (%)</b>	2.985	2.289	3.548	4.009	10.157	4.779	5.743	1.257	4.568	4.57	2.042
<b>Γαλλία</b>	<b>CR<sub>t</sub></b>	1	1	1	1	2	2.5	3	3	3	3	3
	<b>FDI (%)</b>	2.33	0.683	1.472	1.544	1.228	1.124	0.204	1.756	1.835	1.83	2.406

Ορισμοί Μεταβλητών:

1. CR<sub>t</sub> είναι ο μέσος όρος των αξιολογήσεων του μακροπρόθεσμου χρέους σε εγχώριο νόμισμα των οίκων S&P, Moody's και Fitch Ratings για κάθε χώρα
2. FDI είναι οι Καθαρές Εισροές Άμεσων Ξένων Επενδύσεων σε %ΑΕΠ

Παρατήρηση:

Η τιμή 0 στις σειρές CRT υποδηλώνει την μη ύπαρξη πιστοληπτικής βαθμολογία για συγκεκριμένη χρονιά και χώρα

**ΠΗΓΕΣ:** Bloomberg, Trading Economics, The World Bank Data 2019, δικό μου υπολογισμοί

Συνοπτικά τα στοιχεία του Πίνακα 13 και του Διαγράμματος 2, δείχνουν ότι από το 2010 μέχρι το 2017 υπήρχε πτώση του μέσου όρου των πιστοληπτικών αξιολογήσεων τόσο για την Ελλάδα όσο και για τις υπόλοιπες έξι χώρες του Ευρωπαϊκού Νότου. Όμως ενώ οι Καθαρές Εισροές ΑΞΕ για την Ελλάδα φαίνεται να συμφωνούν με τον μέσο όρο των βαθμολογιών, δηλαδή βαίνουν μειούμενες από το 2009 έως το 2015 αρχίζοντας πάλι μία ανοδική πορεία από το 2016, δεν συμβαίνει απόλυτα το ίδιο για τις υπόλοιπες εξεταζόμενες χώρες, όπου οι τιμές των εισροών ΑΞΕ δεν συνάδουν πάντα με τον μέσο όρων των βαθμολογιών από τους οίκους αξιολόγησης. Περισσότεροι δηλαδή επενδυτές αποφάσισαν να διαθέσουν τα κεφάλαιά τους για επενδύσεις στις χώρες αυτές παρά την χαμηλή πιστοληπτική αξιοπιστία τους.

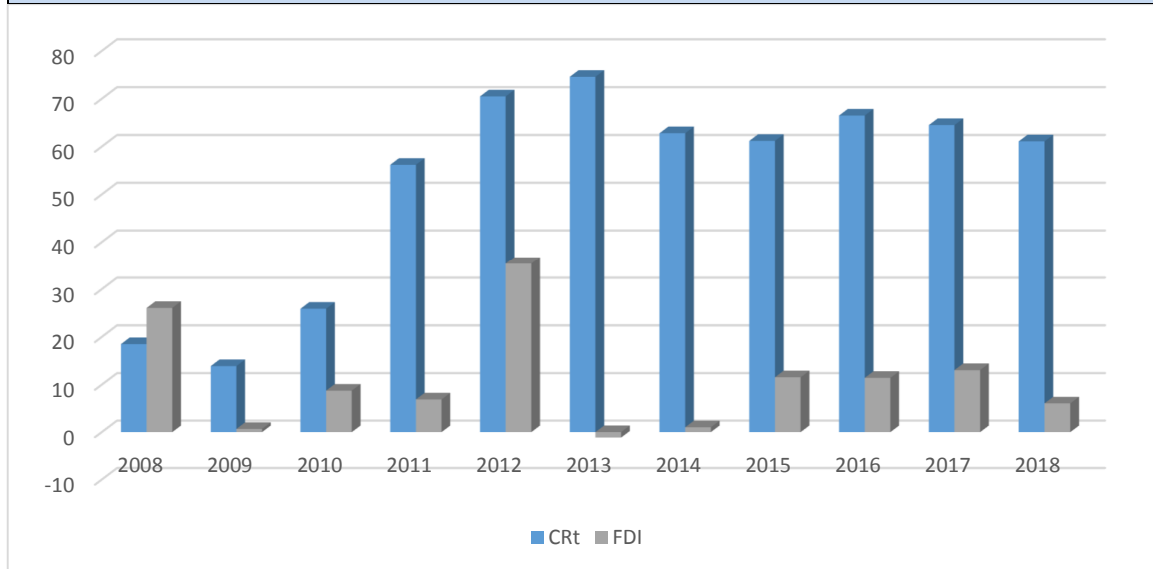
Πιο αναλυτικά για την Ελλάδα παρατηρούμε ότι η μέση πιστοληπτική της βαθμολογία κυμαινόταν το 2008 και 2009 σε Α και Α-, ενώ από το 2010 έως και το 2017 η απόδοσή της έπεσε στο CCC- και B-. Αντίστοιχη όμως ήταν και η μείωση των εισροών ΑΞΕ από το 1,618% ΑΕΠ το 2008 στο 0,18% ΑΕΠ το 2010 και 0,677% ΑΕΠ το 2012, με μία αύξηση το 2018 στο 1,977% ΑΕΠ, ξεπερνώντας και τα επίπεδα του 2008, παρόλο που η πιστοληπτική της βαθμολογία, B+, το 2018 είναι χαμηλότερη του 2008, Α.



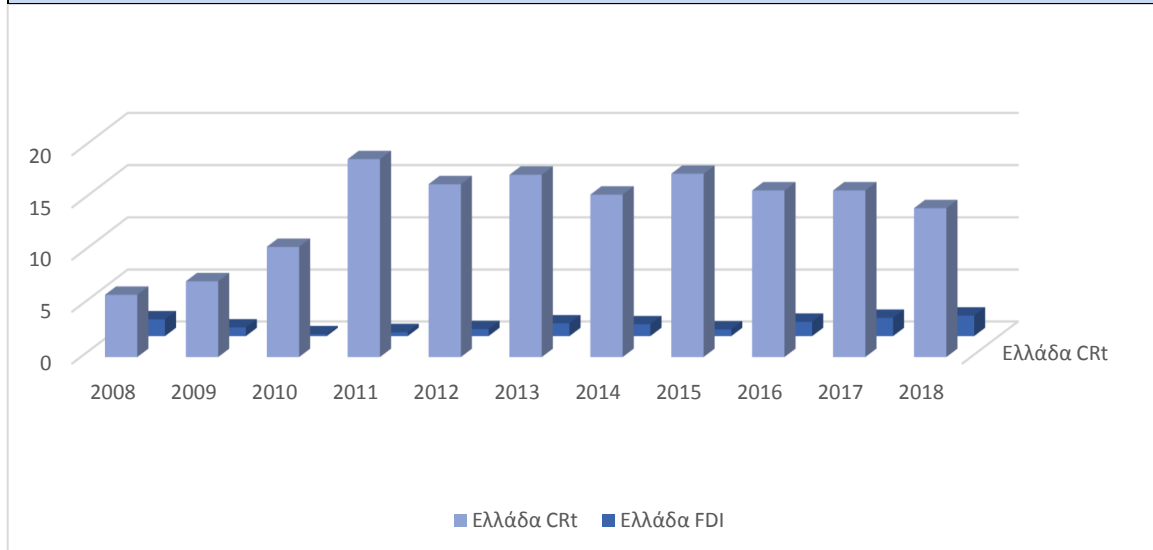
Και για τις υπόλοιπες έξι χώρες του Ευρωπαϊκού Νότου υπάρχει πτωτική πορεία στη μέση πιστοληπτική τους βαθμολογία από AA και AA+ το 2008 και 2009 σε BBB+ και BBB το 2016 και 2017. Η επιδείνωση της βαθμολογίας είναι σημαντική αλλά μικρότερης έντασης σε σχέση με της Ελλάδας, με εξαίρεση την Κύπρο, η οποία άρχισε με μία βαθμολογία AA το 2008 και έφτασε το 2013 στο CC. Μπορούμε να παρατηρήσουμε όμως ότι η επιδείνωση της πιστοληπτικής αξιολόγησης δεν αντιστοιχεί με τις αυξομειώσεις που παρουσιάζουν οι καθαρές εισροές επενδύσεων, όπως συμβαίνει στην περίπτωση της Ελλάδας. Ακόμα και στην περίπτωση της Κύπρου παρά την επιδείνωση της αξιοπιστίας της το 2012 στο B, το ποσοστό των εισροών ΑΞΕ αυξήθηκε στο 198,074%, τη στιγμή που και την προηγούμενη και την επόμενη χρονιά τα ποσοστά ήταν αρνητικά. Γενικότερα το 2012, έτος όπου όλες οι χώρες υπέφεραν από την οικονομική κρίση, παρατηρείται συνολικά μία απότομη αύξηση των εισροών ΑΞΕ. Αυτές οι αυξομειώσεις κατά τη διάρκεια των ετών, παρά την ύπαρξη της κρίσης, αποδεικνύει ότι οι επενδυτές αναζήτησαν αγορές λαμβάνοντας λιγότερο υπόψη τους το πιστωτικό κίνδυνο, όπως αυτός αποτυπώνεται στις πιστοληπτικές αξιολογήσεις. Συνολικά μεγαλύτερη μείωση επενδύσεων ταυτόχρονα με βαθμολογίες που υποδεικνύουν έλλειψη εμπιστοσύνης παρατηρείται τα έτη 2013 και 2014.

Τα πρώτα συμπεράσματα που μπορούν να εξαχθούν αναφορικά με την επιρροή των οίκων στις κινήσεις των επενδυτών είναι ότι οι τελευταίοι προσπάθησαν εντός της κρίσης να προχωρήσουν σε επενδύσεις σε χώρες των οποίων η οικονομική κατάσταση δεν ήταν ευνοϊκή, θέλοντας πιθανόν να πάρουν το ρίσκο μίας μεγάλης αποτυχίας προκειμένου να κερδοφορήσουν εκμεταλλεόμενοι τις χαμηλές τιμές που επικρατούσαν εκείνη την περίοδο στις πληγείσες χώρες.

**Διάγραμμα 2:** Μέσος όρος Πιστοληπτικών Αξιολογήσεων και Καθαρών Εισροών Άμεσων Ξένων Επενδύσεων 7 χωρών Ευρωπαϊκού Νότου 2008- 2018



**Διάγραμμα 3:** Μέσος όρος Πιστοληπτικών Αξιολογήσεων και Καθαρών Εισροών Άμεσων Ξένων Επενδύσεων Ελλάδα 2008- 2018



### B. Εμπειρικά Αποτελέσματα

Για να εξεταστεί και εμπειρικά η επεξηγηματική ικανότητα της πιστοληπτικής αξιολόγησης για την εισροή Άμεσων Ξένων Επενδύσεων προβαίνουμε στην εκτίμηση διαστρωματικών παλινδρομήσεων για κάθε έτος χωριστά από το 2008 έως και το 2018 για τις 7 χώρες του Ευρωπαϊκού Νότου.

Το μοντέλο που θα χρησιμοποιήσουμε για την ανάλυση της υπόθεσης είναι το κλασσικό μοντέλο παλινδρόμησης  $Y = a + bX + e$ , όπου  $Y$  είναι η εξαρτημένη μεταβλητή,  $X$  η ανεξάρτητη μεταβλητή,  $e$  το σφάλμα της υπόθεσης, με τη μέθοδο των Σταθμισμένων Ελαχίστων Τετραγώνων (Weighted Least Squares) έτσι ώστε να αποφευχθεί η εμφάνιση ετεροσκεδαστικότητας λόγω ετερογένειας των χωρών που περιλαμβάνονται στην διαστρωματική εκτίμηση. Έτσι η συνάρτηση που προκύπτει για το συγκεκριμένο ερευνητικό ερώτημα είναι:  $FDI = a + CR_{it} X + e$

Στη παραπάνω εξίσωση θα πρέπει να προστεθούν μεταβλητές ελέγχου (control variables), προκειμένου να αποφευχθεί η εμφάνιση σφαλμάτων και να γίνει βέβαιο ότι τα αποτελέσματα δεν προκύπτουν από λανθασμένη εξειδίκευση του υποδείγματος. Οι μεταβλητές ελέγχου που θα χρησιμοποιηθούν είναι παράγοντες, τους οποίους λαμβάνουν υπόψη τους οι επενδυτές και επηρεάζουν την εισροή ΑΞΕ. Στην παραπάνω λοιπόν εξίσωση θα προστεθούν 4 ακόμα μεταβλητές- παράγοντες προσέλκυσης ΑΞΕ: Το Ακαθάριστο Δημόσιο Χρέος υπολογισμένο σε ποσοστό του ΑΕΠ (GD), ο Καθαρός Δημόσιος Δανεισμός υπολογισμένος σε ποσοστό του ΑΕΠ (NL), η ετήσια ποσοστιαία μεταβολή του Πραγματικού ΑΕΠ (GDP) και το ποσοστό ανεργίας (UR).

Το σύνολο των τιμών των τεσσάρων αυτών μεταβλητών για τις 7 εξεταζόμενες χώρες του Ευρωπαϊκού Νότου παρουσιάζονται στον παρακάτω πίνακα:

<b>Πίνακας 14:</b> Σύνολο τιμών General Government Gross Debt (%GDP), General Government Net Lending (%GDP), Real GDP Growth (Annual percent change), Unemployment Rate (%) 7 χωρών Ευρωπαϊκού Νότου								
	General Government Gross Debt (% GDP)		General Government Net Lending (% GDP)		Real GDP Growth (Annual percent change)		Unemployment Rate (%)	
	Ελλάδα	7 χώρες Ευρωπαϊκού Νότου	Ελλάδα	7 χώρες Ευρωπαϊκού Νότου	Ελλάδα	7 χώρες Ευρωπαϊκού Νότου	Ελλάδα	7 χώρες Ευρωπαϊκού Νότου
2008	109.4	498.4	-10.2	-27.6	-0.3	10.4	7.5	50.2
2009	126.7	578.9	-15.1	-56.9	-4.3	-23.7	9.6	65.9

<b>2010</b>	146.2	620.8	-11.2	-50	-5.5	4.8	12.7	74.3
<b>2011</b>	180.6	701.2	-10.3	-44.3	-9.1	-7.3	17.9	83.9
<b>2012</b>	159.6	732.4	-6.6	-39.8	-7.3	-16.9	24.4	103.2
<b>2013</b>	177.9	795.3	-3.6	-19.7	-3.2	-8.3	27.5	114.2
<b>2014</b>	180.2	809.3	-4	-25.9	0.7	11.4	26.5	109.5
<b>2015</b>	177.8	799	-2.8	-20	-0.4	19.6	24.9	102
<b>2016</b>	181.1	798.1	0.6	-10.6	-0.2	17.7	23.6	87.2
<b>2017</b>	179.3	778	1	-4.9	1.5	22.2	21.5	83.4
<b>2018</b>	183.3	780.3	0.4	-3.9	2.1	19.4	19.6	74.1

Ορισμοί Μεταβλητών:

1. GD: General Government Gross Debt (%GDP), Ακαθάριστο Δημόσιο Χρέος υπολογισμένο σε % του ΑΕΠ
2. NL: General Government Net Lending (%GDP), Καθαρός Δημόσιος Δανεισμός, υπολογισμένος σε % του ΑΕΠ
3. GDP: Real GDP Growth (Annual percent change), Ετήσια ποσοστιαία μεταβολή του Πραγματικού ΑΕΠ
4. UR: Unemployment Rate (%), Ποσοστό Ανεργίας

**ΠΗΓΗ:** IMF Data Mapper 2019, δικοί μου υπολογισμοί

Η εξίσωση της παλινδρόμησης μαζί με τις μεταβλητές ελέγχου θα διαμορφωθεί ως εξής:

$$FDI = a + CR_{it} X_1 + GD X_2 + NL X_3 + GDP X_4 + UR X_5 + e,$$

όπου  $FDI$  = Άμεσες Ξένες Επενδύσεις (εξαρτημένη μεταβλητή)

$CR_{it}$  = Μέσος όρος αξιολογήσεων για κάθε χώρα  $i$  και κάθε έτος  $t$   
(ανεξάρτητη μεταβλητή)

$GD$ : Ακαθάριστο Δημόσιο Χρέος υπολογισμένο σε % του ΑΕΠ  
 $NL$ : Καθαρός Δημόσιος Δανεισμός, υπολογισμένος σε % του ΑΕΠ  
 $GDP$ : Ετήσια ποσοστιαία μεταβολή του Πραγματικού ΑΕΠ  
 $UR$ : Ποσοστό Ανεργίας (μεταβλητές ελέγχου)

$e$ : σταθερά

Θα πρέπει να σημειωθεί ότι εκτός από τους τέσσερις αυτούς παράγοντες, οι επενδυτές λαμβάνουν υπόψη τους και άλλους, όπως το βαθμό διαφθοράς, τις υποδομές, την εκπαίδευση και τη πολιτική σταθερότητα μίας χώρας, οι οποίοι όμως είναι ποιοτικοί, οπότε δεν θα μπορούσαν να χρησιμοποιηθούν στην έρευνα αυτή. Για το λόγο αυτό επέλεξα να εισάγω τις τέσσερις αυτές μεταβλητές οι οποίες αντικατοπτρίζουν σε μεγάλο βαθμό, εκτός από την πιστοληπτική βαθμολογία, την οικονομική εικόνα των κρατών.

Τα αποτελέσματα παρουσιάζονται στον Πίνακα 15. Οι στήλες του πίνακα αντιστοιχούν στα εξεταζόμενα έτη. Οι πέντε πρώτες υποδεικνύουν τις εκτιμήσεις του συντελεστή  $\beta$  και του  $t$ -stat για τη στατιστική σημαντικότητα της εξίσωσης, αναφορικά με την ανεξάρτητη

μεταβλητή (CRT) και τις μεταβλητές ελέγχου (GD, GDP, NB, και UR). Η τελευταία σειρά φανερώνει τα τελικά αποτελέσματα της εξίσωσης για κάθε εξεταζόμενο έτος των συντελεστών  $R^2$ , που δίνει το βαθμό προσαρμογής του μοντέλου, του F-stat, που δείχνει το βαθμό επιρροής των πιστοληπτικών αξιολογήσεων στις εισροές ΑΞΕ και του Durbin- Watson stat., που δείχνει τον τύπο συσχέτισης της υπόθεσης.

**Πίνακας 15:** Εμπειρικά Αποτελέσματα- Εισροές Άμεσων Ξένων Επενδύσεων και Αξιολογήσεις Πιστοληπτικής Ικανότητας για το σύνολο των 7 χωρών του Ευρωπαϊκού Νότου

		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
CRT	$\beta$	2.68	6.39	11.99	-3.44	6.36	0.37	0.21	2.12	-10.53	8.11	-0.57
	(t-stat)	(0.054)	(1.37)	(0.50)	(-0.18)	(0.89)	(1.13)	(1.72)	(1.22)	(-0.98)	(1.49)	(-0.31)
GD	$\beta$	-0.41	-0.31	0.01	-0.53	-3.11	0.06	0.007	-0.64	1.90	-1.39	0.36
	(t-stat)	(-0.064)	(-0.93)	(0.006)	(-0.34)	(-1.27)	(2.14)	(0.49)	(-1.18)	(1.005)	(-1.35)	(1.43)
GDP	$\beta$	10.78	-2.79	10.12	-19.09	-33.4	-2.38	-1.19	8.76	1.51	5.24	-6.10
	(t-stat)	(0.22)	(-0.45)	(0.29)	(-0.41)	(-1.52)	(-4.73)	(-7.89)	(0.98)	(0.57)	(1.07)	(-2.41)
NL	$\beta$	-6.82	4.12	16.58	32.15	1.62	1.42	0.46	-3.42	32.39	-21.69	13.2
	(t-stat)	(-0.11)	(1.45)	(0.69)	(1.28)	(0.04)	(2.97)	(3.22)	(-0.69)	(1.23)	(-1.01)	(3.12)
UR	$\beta$	-7.02	-0.33	5.17	8.36	-8.70	-0.30	-0.15	0.22	1.55	-1.76	-1.35
	(t-stat)	(-0.095)	(-0.24)	(0.28)	(0.50)	(-0.59)	(-1.25)	(-2.37)	(0.10)	(0.68)	(-0.91)	(-1.56)
Γενικά Αποτελέσματα	$R^2$	0.30	0.89	0.72	0.68	0.95	0.99	0.98	0.82	0.93	0.90	0.96
	F-stat	0.084	1,52	0.78	0.81	4.27	56.44	16.3	0.94	2.83	2.02	4.95
	Durbin-Watson stat	1.45	1.89	2.55	1.80	1.69	1.33	1.69	1.57	1.69	1.75	1.47

1. Ορισμοί Μεταβλητών:

- CR<sub>t</sub> είναι ο μέσος όρος των αξιολογήσεων του μακροπρόθεσμου χρέους σε εγχώριο νόμισμα των οίκων S&P, Moody's και Fitch Ratings για κάθε χώρα
- FDI είναι οι Καθαρές Εισροές Άμεσων Ξένων Επενδύσεων σε %ΑΕΠ
- GD: General Government Gross Debt (%GDP), Ακαθάριστο Δημόσιο Χρέος υπολογισμένο σε % του ΑΕΠ
- NL: General Government Net Lending (%GDP), Καθαρός Δημόσιος Δανεισμός, υπολογισμένος σε % του ΑΕΠ
- GDP: Real GDP Growth (Annual percent change), Ετήσια ποσοστιαία μεταβολή του Πραγματικού ΑΕΠ
- UR: Unemployment Rate (%), Ποσοστό Ανεργίας

2. Χώρες του δείγματος:

- Ελλάδα
  - Το σύνολο των 7 χωρών του Ευρωπαϊκού Νότου (Κύπρος, Ιταλία, Μάλτα, Ισπανία, Πορτογαλία, Γαλλία)
3. Μέθοδος Εκτίμησης: Κλασικό Μοντέλο Παλινδρόμησης με τη μέθοδο των Σταθμισμένων Ελαχίστων Τετραγώνων (Weighted Least Squares)
4. Τα στατιστικά t-stat αναφέρονται σε παρένθεση

**ΠΗΓΕΣ:** Bloomberg, Trading Economics, The World Bank Data, IMF Data Mapper 2019, δικοί μου υπολογισμοί

Από τα ανωτέρω αποτελέσματα παρατηρούμε ότι υπάρχει αυξομείωση της επεξηγηματικής ικανότητας του υποδείγματος κατά τη διάρκεια των εξεταζόμενων ετών σύμφωνα με την εκτίμηση του  $R^2$ . Συγκεκριμένα το 2008 αρχίζει με ένα 30%, ποσοστό που αυξάνεται από το 2012 μέχρι και το 2018 στο 95% και 96% αντίστοιχα. Αυτό σημαίνει ότι το 2008 μόνο το 30% των μεταβολών της εξαρτημένης μεταβλητής, δηλαδή των εισροών ΑΞΕ, μπορεί να εξηγηθεί από τις μεταβολές των ανεξάρτητων μεταβλητών. Επομένως ο μέσος όρος των αξιολογήσεων και οι υπόλοιπες μακροοικονομικές μεταβλητές φαίνεται να εξηγούν κατά τη διάρκεια των εξεταζόμενων ετών ένα μεγάλο ποσοστό των εισροών ΑΞΕ στις εξεταζόμενες χώρες. Άρα το μοντέλο έχει καλή επεξηγηματική ικανότητα.

Αντίστοιχα συμπεράσματα μπορούμε να εξάγουμε και από τα αποτελέσματα του F- stat. Από το 2008 έως και το 2011 δηλαδή φαίνεται ότι οι πιστοληπτικές αξιολογήσεις αλλά και οι υπόλοιπες μακροοικονομικές μεταβλητές που χρησιμοποιήσαμε επηρεάζουν πολύ λίγο τις εισροές ΑΞΕ. Το 2008 μόνο κατά 8%, το 2010 κατά 7% και το 2011 κατά 8%. Από το 2013 παρατηρείται μία αύξηση της επίδρασης κατά 56%. Μπορούμε να υποστηρίξουμε ότι οι επενδυτές ενδεχομένως μετά από την εμφάνιση της οικονομικής κρίσης, παρατηρούσαν πιο προσεκτικά τους οικονομικούς δείκτες των κρατών προκειμένου να προχωρήσουν στην υλοποίηση μίας ενδεχόμενης επένδυσης.

Τέλος σύμφωνα με το Durbin- Watson test παρατηρούμε ότι υπάρχει οριακά αρνητική συσχέτιση του υποδείγματος, μεταξύ των ΑΞΕ και των υπόλοιπων ανεξάρτητων μεταβλητών, Οι τιμές του είναι μικρότερες του 2, αλλά πλησιάζουν το 2 και το 2010 ξεπέρασαν το 2, (2.55), γεγονός που δείχνει ότι υπάρχει αρνητική εξάρτηση μεταξύ των εισροών ΑΞΕ και των ανεξάρτητων μεταβλητών. Μία αύξηση δηλαδή των τιμών των πιστοληπτικών αξιολογήσεων, που φανερώνει μειωμένες πιστοληπτικές βαθμολογίες όπως εξηγήθηκε στην περιγραφική ανάλυση, αλλά και μία αύξηση των ποσοστών των τιμών των υπόλοιπων μεταβλητών ελέγχου, μειώνει τις εισροές ΑΞΕ.

Εξετάζοντας τις επιμέρους μεταβλητές παρατηρούμε ότι παρουσιάζουν παρόμοιες αυξομειώσεις ως προς τη στατιστική σημαντικότητά τους σύμφωνα με το συντελεστή  $\beta$ , ο οποίος καταδεικνύει η σχέση των μεταβλητών. Η στατιστική σημαντικότητα του συντελεστή για το δείκτη CRt φανερώνει ότι οι αξιολογήσεις των χωρών παρουσιάζουν σημαντικό ερμηνευτικό παράγοντα των εισροών των ΑΞΕ. Συγκεκριμένα ο δείκτης CRt το 2008 είναι 2,68, το 2010 αυξάνεται σε 11,99, αλλά από το 2011 εμφανίζει διαρκώς πτωτική πορεία, εμφανίζοντας ακόμα και αρνητικές τιμές κατά τα έτη 2011, 2016 και 2018. Οι επενδυτές φαίνεται να έχουν λάβει περισσότερο υπόψη τους τις βαθμολογίες των οίκων κατά τα έτη 2009 (1,37), 2014 (1,72) και 2017 (1,49), και πάλι όμως οι τιμές είναι μικρότερες του 2, δηλαδή μικρής επιρροής. Το γεγονός αυτό φανερώνει την απουσία εμπιστοσύνης των επενδυτών στις πιστοληπτικές αξιολογήσεις των οίκων.

Αρνητική σχέση φαίνεται να έχουν οι δείκτες του ΑΕΠ και της ανεργίας, αποκαλύπτοντας ότι όσο τα ποσοστά τους αυξάνονται οι εισροές ΑΞΕ μειώνονται. Κατά τα έτη 2013 και 2014 όμως παρουσιάζουν μικρή στατιστική σημαντικότητα, πιθανότατα λόγω της γενικότερου αρνητικού περιβάλλοντος στις περισσότερες χώρες, σαν αποτέλεσμα των επιπτώσεων της κρίσης. Μεγαλύτερη στατιστική σημαντικότητα φαίνεται να έχουν οι μεταβλητές του Ακαθάριστου Δημόσιου Χρέους (GD) και του Ακαθάριστου Δημόσιου Δανεισμού (NL) αποδεικνύοντας την προτίμηση των επενδυτών στους δείκτες αυτούς, ως πιο αναγνωριστικούς για την πραγματική κατάσταση που επικρατεί στα κράτη.

Τα εμπειρικά αποτελέσματα τα οποία απέδειξαν σημαντική επεξηγηματική ικανότητα του υποδείγματος, αρνητική συσχέτιση μεταξύ ανεξάρτητης και εξαρτημένων μεταβλητών και αυξομειώσεις των τιμών της μεταβλητής των πιστοληπτικών αξιολογήσεων κατά τη διάρκεια των εξεταζόμενων ετών, συνάδει με την αποτύπωση του μικρού βάρους που δίνουν οι επενδυτές στο πιστωτικό κίνδυνο, όπως αυτός παρουσιάστηκε στη περιγραφική ανάλυση

κατά σύγκριση των βαθμολογιών των οίκων αξιολόγησης και των μεταπτώσεων των εισροών των Άμεσων Ξένων Επενδύσεων κατά τη διάρκεια του 2008- 2018 για τις εξεταζόμενες χώρες.

Γίνεται κατανοητό δηλαδή ότι κατά τη διάρκεια των συγκεκριμένων ετών οι επενδυτές αγνοούν τις απόψεις των οίκων, είτε λόγω απληστίας ή επειδή θεώρησαν ότι η ποιότητα των αξιολογήσεων από τους οίκους είναι χαμηλή, όπως αποδείχθηκε με την εμφάνιση της κρίσης και την απογοήτευση πολλών από τους συμμετέχοντες στην αγορά ή και για τους δύο λόγους.

## **6. Συμπεράσματα**

Ένας από του κύριους ρόλους των οίκων αξιολόγησης είναι η άρση της ασύμμετρης πληροφόρησης και του ηθικού κινδύνου μεταξύ δανειστών και δανειοληπτών. Η επιτυχία του ρόλου τους αυτού όμως δεν φαίνεται να υλοποιήθηκε, όπως απέδειξε η εμφάνιση της οικονομικής κρίσης και της κατάρρευσης του χρηματοπιστωτικού συστήματος οδηγώντας πολλές χώρες στα πρόθυρα της πτώχευσης και πολλούς επενδυτές στην οικονομική καταστροφή. Αιτίες για την εξέλιξη αυτή μπορεί να θεωρηθούν η αμοιβή των οίκων από τους εκδότες των χρεογράφων, των οποίων τα χρηματοοικονομικά προϊόντα αξιολογούν, η διάθεση από τους οίκους ορισμένων πληροφοριών μόνο σε επενδυτές οι οποίοι πλήρωναν συνδρομή για να έχουν πρόσβαση στις βάσεις δεδομένων τους, η εκτίμηση χρηματοοικονομικών εργαλείων και η παροχή συμβουλών στους εκδότες πριν προβούν σε αξιολόγηση, η δημοσίευση εκτιμήσεων χωρίς ανάθεση από τους εκδότες, ως «εκβιασμός» για την αναζήτηση των υπηρεσιών τους και η έλλειψη ουσιαστικών ποινικών ευθυνών.

Η διαρκώς μειούμενη εμπιστοσύνη επενδυτών και κρατών προς τους οίκους, έγινε φανερή και στην παρούσα έρευνα για την ύπαρξη επιρροής μεταξύ πιστοληπτικής βαθμολογίας και εισροής ΑΞΕ, η οποία όπως φάνηκε είναι πολύ μικρή. Από την άλλη πλευρά μπορεί να εκληφθεί ως συμπέρασμα ότι και οι επενδυτές από την πλευρά τους προχωρούσαν σε επενδύσεις σε χώρες οι οποίες μαστίζονταν από την κρίση προκειμένου να αποκομίσουν περισσότερα κέρδη, δίνοντας μικρή σημασία στον πιστωτικό κίνδυνο. Χαρακτηριστική είναι η μεγάλη αύξηση των επενδύσεων συνολικά για τις επτά εξεταζόμενες χώρες του Ευρωπαϊκού Νότου το 2012, έτος κατά το οποίο η πιστοληπτική αξιολόγησή τους ήταν εξαιρετικά χαμηλή.

Σε κάθε περίπτωση θα πρέπει το χρηματοπιστωτικό σύστημα να προστατευτεί από τις κακές πρακτικές τόσο από την πλευρά των οίκων όσο και από τη πλευρά των επενδυτών, μέσω ενός



αναμορφωμένου κανονισμού εποπτείας και κυρώσεων, ώστε να αποφευχθούν ανάλογες μελλοντικές κρίσεις και να ευνοηθεί ένα περιβάλλον ανάπτυξης

## **Βιβλιογραφία**

- Becker B. and Milbourn T. 2008, “*Reputation and Competition: Evidence from the Credit Rating Industry*”, Harvard Business School Working Paper.
- Bevan A. A. and Estrin S. (2000), “*Determinants of FDI in Transition Economies*”, Working Paper No. 342. Centre for New and Emerging Market, London Business School.
- Bolton P., Xavier F. and Joel S. (2008), “*The Credit Rating Game*”, Columbia Business School.
- Boumparis P., Milas C., Panagiotidis T. (2017), “*On the role of the credit rating agencies in the Euro zone crisis*” in Bournakis I., Tsoukis C., Christopoulos D. K., Palivos T. (eds) “*Political Economy Perspectives on the Greek Crisis*”, Economics and Finance.
- Bozovic M., Urosevic B. and Zivkovic B. (2011), “*Credit Rating Agencies and Moral Hazard*”, Panoeconomicus
- Business Risk, <https://www.investopedia.com/terms/b/businessrisk.asp>
- Cantor R. and Mann C. (2009), “*Are Corporate Bond Ratings Pro-cyclical? An Update*”, Moody’s Investor Services, Moody’s Global Credit Policy, Special Comment.
- De Mello, L.R. (1997), “*Foreign Direct Investment in Developing Countries and Growth: A Selective Survey*”, Journal of Development Studies
- Doumpos M., Zopounidis C. (2002), “*On the use of a multi criteria hierarchical discrimination approach for country risk assessment*”, Wiley InterScience
- Dunning, John H. (1970), “*Studies in International Investment*”, London: Allen & Unwin.
- Dunning, J. H. (1993). “*Introduction: The Nature of Transnational Corporations and their Activities*” in Dunning, J. H. “*The Theory of Transnational Corporations*”, London and New York: Routledge.
- Europa.eu (2019), «*Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών (ESMA)*», [https://europa.eu/european-union/about-eu/agencies/esma\\_el](https://europa.eu/european-union/about-eu/agencies/esma_el)
- Europa.eu (2019), “*Real GDP growth rate – volume*”, <https://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&init=1&language=en&pcode=tec00115&plugin=1>
- Eu20roparl.eu (2019), «*Ευρωπαϊκό Σύστημα Χρηματοπιστωτικής Εποπτείας (ESFS)*», <http://www.europarl.europa.eu/factsheets/el/sheet/84/european-system-of-financial-supervision-esfs->

- Ferguson, C. (2012), *Predator Nation: “Corporate Criminals, Political Corruption, and the Hijacking of America”*, Crown Publishing Group, New York, NY.
- Fitch Ratings (2019). <https://www.fitchratings.com/site/about>
- Fridson, M. S. (1999), “*Why Do Bond Rating Agencies Exist?*” Extra Credit (Merrill Lynch)
- Gaillard N., (2014). «*How and why credit rating agencies missed the Euro zone debt crisis*”, Capital Markets Law Journal, Vol. 9, No 2.
- IMF DATA MAPPER (2019). “General government gross debt % of GDP”, [https://www.imf.org/external/datamapper/GGXWDG\\_NGDP@WEO/CYP/FRA/GRC/ITA/MLT/ESP/PRT](https://www.imf.org/external/datamapper/GGXWDG_NGDP@WEO/CYP/FRA/GRC/ITA/MLT/ESP/PRT)
- IMF DATA MAPPER (2019). “General government net lending/borrowing % OF GDP”, [https://www.imf.org/external/datamapper/GGXCNL\\_NGDP@WEO/CYP/FRA/GRC/ITA/MLT/PRT/ESP](https://www.imf.org/external/datamapper/GGXCNL_NGDP@WEO/CYP/FRA/GRC/ITA/MLT/PRT/ESP)
- IMF DATA MAPPER (2019). “Real GDP growth- Annual Percent change”, [https://www.imf.org/external/datamapper/NGDP\\_RPCH@WEO/CYP/FRA/GRC/ITA/MLT/PRT](https://www.imf.org/external/datamapper/NGDP_RPCH@WEO/CYP/FRA/GRC/ITA/MLT/PRT)
- IMF DATA MAPPER (2019). “Unemployment Rate (%)”, <https://www.imf.org/external/datamapper/LUR@WEO/CYP/FRA/GRC/ITA/MLT/PRT/ESP>
- Klein, M., Aaron, C. & Hadjimichael, B. (2001), “Foreign Direct Investment and Poverty Reduction”, The World Bank Private Sector Advisory Services Department, <https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/19600/multi0page.pdf?sequence=1>
- Krugman, P., Obstfeld, M. & Melitz M. (2011), “*International economics: theory and policy*”, 9<sup>th</sup> Edition, Boston: Pearson Addison-Wesley.
- Lipsey, Robert E. (2001), “*Foreign direct investment and the operations of multinational firms: concepts, history and data*”, Cambridge Mass: NBER working paper.
- Maitena Duce and Banco de España, (2003), “*Definitions of Foreign Direct Investment (FDI): a methodological note*”, <https://www.bis.org/publ/cgfs22bde3.pdf>
- Mankiw N. Gregory and Laurence N. Ball (2013), “*Macroeconomics and the Financial System*”, Gutenberg.
- McDonald, C., McDonald, M. and Norman, W. (2002), “*Charitable conflicts of interest*”, Journal of Business Ethics Vol. 39.

- Mirlees J. and Vickrey W. (1996), “*Asymmetric information and public economics*”
- Mondt K. and Despontin M. (2002), «*Evaluation of Country Risk Using Multicriteria Analysis*» Vrije Universiteit Brussel, 1986 in Hoti S. and McAleer M., *Country Risk Ratings: An International Comparison*, University of Western Australia
- Moody’s Corporation (2019). <https://www.moodys.com/Pages/atc.aspx>
- Murray Noel, Ajay K. Manrai and Lalita Ajay Manrai (2017), “*Financial services industry and society. The role of incentives/ punishments, moral hazard and conflicts of interest in the 2008 financial crisis*”, *Journal of Economics, Finance and Administrative Science* Vol. 22 No. 43.
- OECD Data (2019), “*FDI Flows Inward, Million US dollars, 2008 – 2018*”, <https://data.oecd.org/fdi/fdi-flows.htm>
- OECD (2013), “*Glossary of Foreign Direct Investment Terms and Definitions*”, <https://www.oecd.org/daf/inv/investment-policy/2487495.pdf>
- OECD (2008)., “*Benchmark Definition of Foreign Direct Investment*”, 4<sup>th</sup> Edition. <https://www.oecd.org/daf/inv/investmentstatisticsandanalysis/40193734.pdf>,
- Partnoy Frank (2006), “*How and Why Credit Rating Agencies Are Not Like Other Gatekeepers*”
- Sarbanes and Oxley (2002), “*SARBANES-OXLEY ACT OF 2002*”, <https://legcounsel.house.gov/Comps/Sarbanes-oxley%20Act%20of%202002.pdf>.
- Saunters A. and Cornett M. (2013), “*Financial Institutions Management*”, Mc Grawhill Irwin, New York.
- Sinclair Timothy J. (2014), “*The new Masters of Capital. American bond rating agencies and the politics of creditworthiness*”, Cornell University Press.
- *Summary Report of Commission Staff’s Examinations of each nationally recognized statistical rating organization* (2017), <https://www.sec.gov/ocr/reports-and-publications/special-studies/nrsro-summary-report-2017.pdf>, Securities and Exchange Commission, US
- Standard & Poor’s (2019). [https://www.spratings.com/en\\_US/what-we-do](https://www.spratings.com/en_US/what-we-do)
- The World Bank Data (2019), “*Foreign direct investment, net inflows (2008- 2018)*”, <https://data.worldbank.org/indicator/BX.KLT.DINV.CD.WD?end=2018&start=2008>
- The World Bank Data (2019), “*Foreign direct investment, net inflows %GDP (2008-2018)*”,

<https://data.worldbank.org/indicator/BX.KLT.DINV.WD.GD.ZS?end=2018&locations=GR-CY-IT-MT-ES-PT-FR&start=2008>

- TradingEconomics. com (2019). “Euro Area Credit Rating”, <https://tradingeconomics.com/euro-area/rating>
- United Nations Development Program (2019), “Human Development Index (HDI)”, <http://hdr.undp.org/en/content/human-development-index-hdi>
- White J. L. (2010), “Markets The Credit Rating Agencies”, Journal of Economic Perspectives, Volume 24, Number 2.
- World Trade Organization (1996), “Trade and foreign direct investment”, [https://www.wto.org/english/news\\_e/pres96\\_e/pr057\\_e.htm](https://www.wto.org/english/news_e/pres96_e/pr057_e.htm).
- Γκόρτσος Χ. (2011), «Βασιλεία ΙΙΙ»: Η αναθεώρηση του ισχύοντος κανονιστικού πλαισίου της Επιτροπής της Βασιλείας για την Τραπεζική Εποπτεία με στόχο την ενδυνάμωση της σταθερότητας του διεθνούς τραπεζικού συστήματος σε «Η διεθνής κρίση, η κρίση στην ευρωζώνη και το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα», Ελληνική Ένωση Τραπεζών/ Συλλογικός Τόμος, Κεφάλαιο Ζ’
- Δασκαλόπουλος Χ. Ε., 2018, «Ο Ρόλος των Διεθνών Προτύπων Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης στις Άμεσες Ξένες Επενδύσεις», Πανεπιστήμιο Πατρών: Διδακτορική Διατριβή, Σχολή Οργάνωσης και Διοίκησης Επιχειρήσεων, Τμήμα Διοίκησης Επιχειρήσεων.
- Κοτταρίδη Κ., Γιακούλας Δ. (2013), «Άμεσες Ξένες Επενδύσεις στην Ελλάδα: Οι επιπτώσεις της κρίσης και ο ρόλος των θεσμών». ΕΛΙΑΜΕΠ, Ερευνητικό Κείμενο Νο 5/2013.
- Κυρκίλης, Δ. (2010), «Άμεσες Ξένες Επενδύσεις.» Αθήνα: Εκδόσεις Κριτική.
- Πανοπούλου, Κ. και Τσούμας, Χ. (2011), «Οι απόψεις των οίκων αξιολόγησης και οι αγορές» σε «Η διεθνής κρίση, η κρίση στην ευρωζώνη και το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα», Ελληνική Ένωση Τραπεζών/ Συλλογικός Τόμος, Ενότητα Β’ 5.
- Παπαδημητρίου, Π. και Παπασυριόπουλος, Ν. (2012), «Άμεσες Ξένες Επενδύσεις και Οικονομική Ανάπτυξη» σε «Διεθνής Πολιτική Οικονομία: Θεωρία, δομές και προκλήσεις της παγκόσμιας οικονομίας». Αθήνα: Εκδόσεις Παπαζήση.

## Υπεύθυνη Δήλωση

«Η συγγραφέας, Σοφία- Νεφέλη Φαρμάκη, δηλώνω ρητώς ότι η υποβληθείσα Διπλωματική Εργασία είναι προσωπική και δεν αποτελεί προϊόν αντιγραφής άλλης εργασίας ή κειμένου τρίτων».

Σοφία- Νεφέλη Φαρμάκη