



**ΕΘΝΙΚΟ ΚΑΙ ΚΑΠΟΔΙΣΤΡΙΑΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ
ΑΘΗΝΩΝ
ΤΜΗΜΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ
ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΣΠΟΥΔΩΝ
ΕΦΑΡΜΟΣΜΕΝΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ**

ΘΕΜΑ:

**ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΚΑΙ ΞΕΝΩΝ
ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ**



ΒΑΣΣΑΜΗΣ ΓΕΡ. ΔΙΟΝΥΣΙΟΣ

Α.Μ.: 28002

ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ:

ΠΕΤΡΑΚΗΣ Ε. ΠΑΝΑΓΙΩΤΗΣ

Αθήνα, Οκτώβριος 2009

*«Ο υποψήφιος βεβαιώνει ότι η
υποβληθείσα εργασία είναι προσωπική
εκτός όπου γίνεται αναφορά στις εργασίες άλλων»*

Βαλσαμής Γερ. Διονύσιος

στο Γιώργο
και στον αδερφό μου

Πίνακας περιεχομένων

Κατάλογος Σχημάτων	5
Κατάλογος Πινάκων	5
Ευχαριστίες.....	6
Περίληψη.....	7
1. Εισαγωγή	8
2. Σχετική Βιβλιογραφία.....	10
2.1 Θεωρητικές προσεγγίσεις	10
2.2 Εμπειρικές μελέτες	13
2.2.1 Χάσμα παραγωγικότητας (Productivity Gap).....	14
2.2.2 Μισθολογικό χάσμα (Wage Gap)	16
2.2.3 Εργασιακές σχέσεις (Labor Relations).....	16
2.2.4 Χάσμα δεξιοτήτων (Skill Gap).....	17
2.2.5 Χάσμα μεγέθυνσης (Growth Gap).....	17
2.2.6 Χάσμα κερδοφορίας (Profitability Gap)	18
2.2.7 Έρευνα και Ανάπτυξη (Research and Development, R&D)	19
3. Θεωρία	19
3.1 Άμεσες Ξένες Επενδύσεις (Α.Ξ.Ε.) – FDI	21
3.2 Διεθνοποίηση της παραγωγής	22
3.2.1 Hymer: Δύναμη επί της αγοράς	22
3.2.2 Coase: Εσωτερικοποίηση.....	24
3.2.3 Dunning: Το εκλεκτικό παράδειγμα	24
4. Μακροπρόθεσμη τάση των Α.Ξ.Ε.....	25
5. Α.Ξ.Ε. και Ελλάδα	31
6. Εμπειρική Ανάλυση	34
6.1 Δείγμα.....	34
6.2 Μεθοδολογία	38
7. Αποτελέσματα της Εμπειρικής μελέτης.....	40
7.1 Ελληνικές επιχειρήσεις.....	41
7.2 Ξένες επιχειρήσεις.....	44
8. Συμπεράσματα	47
Βιβλιογραφία	51

Κατάλογος Σχημάτων

Διάγραμμα 1: Απόθεμα Α.Ξ.Ε. ως ποσοστό του ΑΕΠ, 2006 ή του τελευταίου διαθέσιμου έτους	28
Διάγραμμα 2: Εισροές Α.Ξ.Ε. (σε εκ.\$, μέσος όρος 2005-07)	29
Διάγραμμα 3: Εκροές Α.Ξ.Ε. (σε εκ.\$, μέσος όρος 2005-07)	30

Κατάλογος Πινάκων

Πίνακας 1: Απόθεμα Παθητικών Α.Ξ.Ε. (σε εκ. \$)	26
Πίνακας 2: Απόθεμα Ενεργητικών Α.Ξ.Ε. (σε εκ. \$)	27
Πίνακας 3: Εισροές Α.Ξ.Ε. (σε εκ.\$)	28
Πίνακας 4: Εκροές Α.Ξ.Ε. (σε εκ.\$)	29
Πίνακας 5: Κατανομή Επιχειρήσεων σε Κλάδους	34
Πίνακας 6: Χρηματοοικονομικοί Δείκτες	36
Πίνακας 7: Αποτελέσματα Παλινδρομήσεων για Ελληνικές Επιχειρήσεις	41
Πίνακας 8: Αποτελέσματα Παλινδρομήσεων για Ξένες Επιχειρήσεις	44

Ευχαριστίες

Η εργασία αυτή ξεκίνησε και τελείωσε μέσα στο ακαδημαϊκό έτος 2008-2009 σύμφωνα με τον υπάρχον κανονισμό του Μεταπτυχιακού Προγράμματος Σπουδών του Τμήματος Οικονομικών Επιστημών του Εθνικού και Καποδιστριακού Πανεπιστημίου Αθηνών.

Θα ήθελα να ευχαριστήσω τον Καθηγητή κ. Πετράκη Παναγιώτη για την εμπιστοσύνη που μου έδειξε δίνοντάς μου τη δυνατότητα να εκπονήσω τη διπλωματική μου εργασία στον ερευνητικό τομέα που επιθυμούσα. Επίσης, θα ήθελα να τον ευχαριστήσω για τη διάθεσή του να μου παράσχει οποιαδήποτε βοήθεια οποιαδήποτε στιγμή το χρειαζόμουν.

Δεν θα μπορούσα να μην ευχαριστήσω τους φίλους μου που όλο αυτό το διάστημα ήταν δίπλα μου και μου συμπαραστάθηκαν με τον τρόπο τους. Ένα μεγάλο ευχαριστώ θα πρέπει να πω στο Χρήστο ο οποίος μου πρόσφερε την πολύτιμη βοήθειά του καθώς ήταν και ο πρώτος που διάβασε αυτή την εργασία και μου έκανε τις υποδείξεις του ως αναγνώστης. Τέλος, θέλω να ευχαριστήσω θερμά την οικογένειά μου για την ηθική και οικονομική συμπαράσταση όχι μόνο κατά τη διάρκεια της εκπόνησης της διπλωματικής μου εργασίας αλλά καθ' όλη τη διάρκεια των φοιτητικών μου χρόνων.

Περίληψη

Σκοπός της συγκεκριμένης εργασίας είναι να παρουσιάσει τις πιθανές διαφορές μεταξύ εγχώριων και ξένων επιχειρήσεων οι οποίες δραστηριοποιούνται στην ελληνική οικονομία. Πιο συγκεκριμένα, η εργασία εστιάζεται στην εύρεση των διαφορών που αφορούν τη χρηματοοικονομική διαχείριση των υπό εξέταση επιχειρήσεων.

Τα δεδομένα που χρησιμοποιήθηκαν προέρχονται από την εταιρία ICAP, και αφορούν στοιχεία των ισολογισμών για το έτος 2008. Οι επιχειρήσεις που εξετάζονται χωρίζονται σε δύο ομάδες με βάση την προέλευση των κεφαλαίων της μετοχικής τους σύνθεσης. Το οικονομετρικό πακέτο που χρησιμοποιήθηκε για την εκτίμηση των αποτελεσμάτων είναι το Eviews 5.

Στο κύριο μέρος της εργασίας παρατίθεται μια συνοπτική παρουσίαση της θεωρίας καθώς και διάφοροι πίνακες με στοιχεία των τελευταίων ετών. Στο εμπειρικό κομμάτι αναλύονται τα δεδομένα και η μεθοδολογία η οποία ακολουθήθηκε για την εύρεση των παραγόντων που επηρεάζουν τη χρηματοοικονομική διάρθρωση των επιχειρήσεων. Η εργασία ολοκληρώνεται με την παράθεση των συμπερασμάτων καθώς και των προτάσεων αναφορικά με την περαιτέρω προσέλευση επενδυτικών κεφαλαίων στην Ελλάδα.

1. Εισαγωγή

Μέχρι σήμερα, στην παγκόσμια βιβλιογραφία μια πληθώρα από μελέτες και δημοσιεύσεις έχουν εστιάσει το ενδιαφέρον τους στην σύγκριση μεταξύ των εγχώριων και των ξένων επιχειρήσεων που δραστηριοποιούνται σε μία χώρα. Ένα από τα βιβλία που έχουν ασκήσει μεγάλη επιρροή στο θέμα των πολυεθνικών επιχειρήσεων (Π.Ε.Ε) είναι αυτό των Buckley και Casson (1976) οι οποίοι συγκρίνουν αμερικάνικες Π.Ε.Ε. με άλλες επιχειρήσεις του ίδιου κλάδου σε οχτώ χώρες. Τα αποτελέσματά τους δείχνουν ότι:

1. οι αμερικάνικες Π.Ε.Ε χρησιμοποιούν περισσότερη έρευνα και ανάπτυξη (R&D)
2. οι διεθνείς επιχειρήσεις έχουν μεγαλύτερη εργασιακή παραγωγικότητα σε σχέση με τις εγχώριες
3. στον κατασκευαστικό τομέα στο Η.Β., οι ξένες επιχειρήσεις ήταν, κατά κόρον, περισσότερο κερδοφόρες σε σύγκριση με τις εγχώριες (1965 και 1969).

Η συγκριτική ανάλυση των επιχειρήσεων έχει επικεντρωθεί έως τώρα σε μία σειρά από χαρακτηριστικά όπως είναι το μέγεθος, οι μισθοί (βλ. Greenway et al., 2000), το επίπεδο του ανταγωνισμού (βλ. Nickell, 1996), η παραγωγικότητα (βλ. Keay, 2000, Hall και Jones, 1999), οι εξαγωγές (βλ. Cohen, 1973) και η τεχνολογία (βλ. Nelson, 1991).

Ένα ερευνητικό πεδίο το οποίο σύμφωνα με εμπειρικές μελέτες παρουσιάζει ουσιαστικές διαφορές ανάμεσα στις επιχειρήσεις αφορά τη σύγκριση της οικονομικής απόδοσης μεταξύ εγχώριων και ξένων επιχειρήσεων. Σύμφωνα με τον Willmore (1986) δεν θα πρέπει να μας εκπλήσσει το γεγονός ότι οι ξένες επιχειρήσεις πετυχαίνουν καλύτερες αποδόσεις σε σχέση με τις εγχώριες, τόσο στις αναπτυγμένες όσο και στις αναπτυσσόμενες χώρες. Μεταξύ άλλων, οι διαφορές στην απόδοση οφείλονται στην παραγωγικότητα, στους μισθούς, στην κερδοφορία, στην οικονομική μεγέθυνση, όπως επίσης και στις στρατηγικές εισόδου στην αγορά, στις εργασιακές σχέσεις, στο μερίδιο αγοράς, στο μέγεθος, στην καινοτομία και στη διαφημιστική καμπάνια (Bellak, 2001).

Στην παρούσα εργασία, θεωρούμε ως ξένες τις επιχειρήσεις στις οποίες τουλάχιστον το 50% της μετοχικής τους σύνθεσης ανήκει σε ξένους επενδυτές και τις

υπόλοιπες ως ελληνικές. Το δείγμα που εξετάζεται αφορά 140 ελληνικές και 140 ξένες επιχειρήσεις οι οποίες δραστηριοποιούνται στην ελληνική οικονομία. Το μεγαλύτερο μέρος των επιχειρήσεων στο δείγμα προέρχεται από τον κλάδο των κατασκευών, λόγω μη ύπαρξης διαθέσιμων στοιχείων για τους άλλους κλάδους.

Το ερώτημα το οποίο προτίθεται να απαντηθεί αφορά στην ύπαρξη διαφορών στην κεφαλαιακή διάρθρωση και στις αποδόσεις μεταξύ ξένων και ελληνικών επιχειρήσεων. Η εργασία αποσκοπεί να ερμηνεύσει αυτές τις διαφορές ερευνώντας τη διαφορετικότητα στην κερδοφορία, στη μεγέθυνση, στις διοικητικές ικανότητες και στη φερεγγυότητα. Η απάντηση στο παραπάνω ερώτημα παρουσιάζει μεγάλο ενδιαφέρον ενώ ταυτόχρονα κρίνεται μείζονος σημασίας για την πορεία της ελληνικής οικονομίας. Με την ένταξη της Ελλάδας στην Ευρωπαϊκή Ένωση και στη ζώνη του ευρώ πραγματοποιήθηκαν πολλές αλλαγές σχετικά με τις επενδύσεις και τη διακίνηση των κεφαλαίων. Έτσι, οι ελληνικές επιχειρήσεις αντιμετωπίζουν ένα υψηλότερο επίπεδο ανταγωνισμού σε σχέση με ό,τι γινόταν πριν την πραγματοποίηση των παραπάνω αλλαγών. Το κλειδί για την επιβίωση και την ανάπτυξη των ελληνικών επιχειρήσεων βρίσκεται στον τρόπο διαχείρισης των κεφαλαίων τους. Η εύκολη πρόσβαση σε δανειακά κεφάλαια σε συνδυασμό με μία ορθή χρηματοοικονομική διαχείριση ίσως αποτελέσει το συγκριτικό πλεονέκτημα των ελληνικών επιχειρήσεων έναντι των ξένων ανταγωνιστών τους. Από την μεριά της ελληνικής πολιτείας θα πρέπει να υπάρξουν τα κατάλληλα θεσμικά μέτρα τα οποία να στρέφονται προς την παραπάνω κατεύθυνση.

Η εργασία δομείται ως ακολούθως: Στην ενότητα 2 αναφέρεται ενδεικτικά η σχετική βιβλιογραφία για τη σύγκριση ξένων και εγχώριων επιχειρήσεων που δραστηριοποιούνται σε μία οικονομία, καθώς και διάφορες εμπειρικές μελέτες που έχουν πραγματοποιηθεί εξετάζοντας τις πιθανές αποκλίσεις μεταξύ των επιχειρήσεων. Στην ενότητα 3 παρουσιάζεται η θεωρία σχετικά με τις Α.Ξ.Ε. καθώς και διάφορες θεωρητικές προσεγγίσεις περί διεθνοποίησης της παραγωγής (δύναμη επί της αγοράς, εσωτερικοποίηση, εκλεκτικό παράδειγμα). Στην ενότητα 4 γίνεται αναφορά στην Μακροπρόθεσμη τάση των ξένων επενδύσεων παρουσιάζοντας με πίνακες και διαγράμματα την εξέλιξή τους, ενώ η ενότητα 5 επικεντρώνεται αποκλειστικά στις Α.Ξ.Ε. στην Ελλάδα. Στην ενότητα 6 ακολουθεί η εμπειρική ανάλυση με οικονομετρικές μεθόδους, στην ενότητα 7 παρουσιάζονται τα αποτελέσματα και η εργασία τελειώνει με τα συμπεράσματα στην ενότητα 8.

2. Σχετική Βιβλιογραφία

2.1 Θεωρητικές προσεγγίσεις

Ποιοί είναι οι λόγοι για το συνεχόμενο ενδιαφέρον σχετικά με τη σύγκριση των εγχώριων και ξένων επιχειρήσεων;

Πρώτον, οι κοινωνίες αφιερώνουν το μεγαλύτερο μέρος των διαθέσιμων πόρων τους στην προώθηση των επενδύσεων, και κυρίως στην προσέλκυση ξένων επιχειρήσεων. Οι «υπό ανάπτυξη» χώρες προσπαθούν να εκμεταλλευτούν τις συγκριτικά καλύτερες επιδόσεις των ξένων επιχειρήσεων διαχέοντας τη νέα τεχνολογία στον εγχώριο κλάδο. Σύμφωνα με την πρόσφατη βιβλιογραφία, η σημασία της ίδρυσης νέων επιχειρήσεων σε τρίτες χώρες δεν έγκειται μόνο στο γεγονός ότι εισάγουν νέες τεχνολογίες, αλλά βοηθούν στην οικονομική ανάπτυξη των χωρών όπου δραστηριοποιούνται (Keller, 2000). Το μεγαλύτερο μέρος από τα οφέλη, που πηγάζουν από την δραστηριοποίηση των ξένων επιχειρήσεων εγχωρίως, προέρχεται από τη συστηματικά καλύτερη απόδοση των ξένων επιχειρήσεων έναντι των εγχώριων. Αν κάτι τέτοιο πράγματι συμβαίνει, φέρει σημαντικές επιπτώσεις για την επενδυτική πολιτική που θα πρέπει να εφαρμόζει η κάθε χώρα. Εκτός από τα οφέλη που προκύπτουν για τις επιχειρήσεις, οι εξωτερικότητες που δημιουργούνται στην παραγωγή και την κατανάλωση αυξάνουν την κοινωνική πρόσοδο βελτιώνοντας τις επιδόσεις του συνόλου της οικονομίας (βλ. Hanson, 2001).

Δεύτερον, η αύξηση του όγκου των εξαγωγών και των συγχωνεύσεων έχουν οδηγήσει σε σημαντική μεγέθυνση του μεριδίου των ξένων επιχειρήσεων στο σύνολο των επιχειρήσεων που δραστηριοποιούνται σε μια χώρα, τόσο στον κατασκευαστικό όσο και στον κλάδο των υπηρεσιών. Ταυτόχρονα καθώς προκύπτουν νέα θέματα σχετικά με τη σύγκριση ξένων και εγχώριων επιχειρήσεων, η διαδικασία της παγκοσμιοποίησης έχει οδηγήσει στην κυριαρχία των πολυεθνικών εταιριών στους περισσότερους κλάδους της οικονομίας (Bellak, 2001).

Τρίτον, ο διεθνής ανταγωνισμός είναι ένας άλλος λόγος για την ανάγκη σύγκρισης εγχώριων και ξένων επιχειρήσεων.

Τέταρτον, υπάρχει μεγάλο οικονομικό ενδιαφέρον ως προς την αποτελεσματικότητα μεταξύ διαφορετικών οργανωτικών δομών και τρόπου διοίκησης των επιχειρήσεων.

Τέλος, η σύγκριση μεταξύ επιχειρήσεων ή ομάδων επιχειρήσεων με συγκεκριμένα χαρακτηριστικά (μέγεθος, αριθμός εργατικού δυναμικού, οργανωτική δομή) δημιουργεί με τη σειρά της μια πληθώρα νέων μεθοδολογικών θεμάτων τα οποία ερευνώνται μέσω της οικονομικής ανάλυσης.

Ο Bellak¹(2001) θεωρεί ότι η βιβλιογραφία που αφορά τη σύγκριση των ξένων και εγχώριων επιχειρήσεων μπορεί να χωρισθεί σε τρεις κατηγορίες. Η πρώτη κατηγορία περιλαμβάνει τη διάχυση θετικών επιπτώσεων από τις ξένες προς τις εγχώριες επιχειρήσεις. Η δεύτερη πραγματεύεται μελέτες σχετικά με την επίδραση της αλλαγής ιδιοκτησίας μιας επιχείρησης στην ίδια την επιχείρηση, και η τρίτη εξετάζει την είσοδο ξένων επιχειρήσεων στις εγχώριες οικονομίες καθώς και τις επιδράσεις τους επί αυτών.

Σύμφωνα με την πρώτη κατηγορία, η διάχυση (spillovers) συμβαίνει όταν μια ομάδα από επιχειρήσεις (εδώ οι ξένες επιχειρήσεις) έχει ένα καλύτερο περιουσιακό στοιχείο σε σχέση με μια άλλη ομάδα (εδώ οι εγχώριες επιχειρήσεις), με αποτέλεσμα οι τελευταίες να επωφελούνται μέσω της γνώσης, της υιοθέτησης νέων τεχνικών, της μετακίνησης εργατικού δυναμικού κ.α. από τις πρώτες. Μερικές μελέτες, όπως αυτή των Aitken και Harrison (1999), αποκαλύπτουν την ύπαρξη θετικής διάχυσης εντός του εξωτερικού τομέα και αρνητικές εντός του εγχώριου τομέα. Η επίδραση της ιδιοκτησίας περιορίζεται από διάφορους παράγοντες όπως είναι ο θεσμικός έλεγχος για τη βιομηχανία και το μέγεθος της οικονομικής δραστηριότητας. Οι Aitken et al. (1996) μελετούν τη σχέση μεταξύ διάχυσης και των αποκλίσεων στις επιδόσεις των επιχειρήσεων. Με παρόμοια εργασία καταπιάνονται και οι Blomström και Sjöholm, (1999).

Οι Haddad και Harrison (1993) οδηγούνται στο συμπέρασμα ότι οι ξένες επιχειρήσεις επιτυγχάνουν μεγαλύτερα επίπεδα παραγωγικότητας, αλλά ο ρυθμός αύξησης της παραγωγικότητάς τους είναι χαμηλότερος από αυτόν των εγχώριων επιχειρήσεων. Αυτό μπορεί να εξηγηθεί από το γεγονός της διάχυσης της τεχνολογίας προς τις εγχώριες επιχειρήσεις. Παρόλα αυτά, καταλήγουν στο ότι ο εγχώριος κλάδος δεν έχει υψηλότερο ρυθμό παραγωγικότητας σε τομείς με υψηλή παρουσία ξένων επενδυτών (βλ. Aitken et al., 1997). Συνεπώς το μέγεθος της απόκλισης μεταξύ ξένων και εγχώριων επιχειρήσεων είναι ο καθοριστικός παράγοντας για την ενδεχόμενη

¹ How Domestic and Foreign Firms Differ and Why does it Matter? by Christian Bellak (2001), σελ. 6-7.

διάχυση της τεχνολογίας από τις πρώτες προς τις δεύτερες (βλ. Girma et al., 2001; Hubert και Pain, 2001).

Μέχρι σήμερα δεν είναι γνωστό εάν η ύπαρξη διάχυσης είναι βασική πηγή δημιουργίας αποκλίσεων στην απόδοση των επιχειρήσεων. Το γεγονός της ενδεχόμενης ύπαρξης αρνητικών διαχύσεων μεταξύ ξένων και εγχώριων επιχειρήσεων δεν συνεπάγεται ότι και το επίπεδο παραγωγικότητας πρέπει να είναι χαμηλότερο στην τελευταία ομάδα επιχειρήσεων τόσο σε βραχυχρόνιο, όσο και σε μακροχρόνιο, χρονικό ορίζοντα.

Στην δεύτερη κατηγορία, οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις σχετίζονται με τις διαφορές στις αποδόσεις μεταξύ εγχώριων και ξένων επιχειρήσεων. Αν και η υπάρχουσα βιβλιογραφία δεν εστιάζει σε βάθος στο ερώτημα σχετικά με τις διαφορές ξένων και εγχώριων επιχειρήσεων σε θέματα ιδιοκτησίας, ωστόσο κρίνεται αναγκαία μια μικρή αναφορά σε ορισμένες μελέτες. Δύο αντίθετες προσεγγίσεις επικρατούν. Η πρώτη προσέγγιση αφορά την ανάληψη της διοίκησης μιας επιχείρησης, η οποία ανάληψη ενισχύεται από τη μείωση της τιμής της μετοχής. Παρόλα αυτά η ανάληψη της διοίκησης περιλαμβάνει μια σειρά από επιπρόσθετα κόστη, τα οποία περιορίζουν την αποτελεσματικότητα. Η δεύτερη προσέγγιση θεωρεί την ανάληψη της διοίκησης σαν μια απόφαση για την μεγέθυνση της επιχείρησης (Bellak, 2001). Ένα άλλο ερώτημα το οποίο σχετίζεται με την αλλαγή ιδιοκτησίας είναι κατά πόσο μια εξαγορά ή συγχώνευση θα οδηγήσει σε υψηλότερο επίπεδο παραγωγικότητας μιας ήδη πολύ παραγωγικής επιχείρησης. Οι McGuckin και Nguyen (1995) έδειξαν ότι εργοστάσια με υψηλή παραγωγικότητα είναι πολύ πιθανό να προσελκύσουν νέους επενδυτές, και οι επιδόσεις τους τείνουν να είναι καλύτερες σε σχέση με εργοστάσια που δεν αλλάζουν ιδιοκτησιακό καθεστώς. Βασικό μειονέκτημα αυτών των μελετών είναι η μη διαφοροποίηση μεταξύ εγχώριων και ξένων επιχειρήσεων.

Τέλος, στην τρίτη κατηγορία η βιβλιογραφία ασχολείται με την επίδραση της εισόδου μιας ξένης επιχείρησης στην εγχώρια οικονομία. Συγκεκριμένα εξετάζεται η διαφοροποίηση που συντελείται στην δομή της οικονομίας και στην ένταση του ανταγωνισμού «αλλάζοντας τους κανόνες του παιχνιδιού». Αυτό έχει ως αποτέλεσμα να επηρεάζονται οι εγχώριες και οι πολυεθνικές επιχειρήσεις που ήδη δραστηριοποιούνται στην οικονομία μιας χώρας. Η είσοδος ξένων «παιχτών» ασκεί επίδραση στις εγχώριες επιχειρήσεις σε όλους τους κλάδους, η μέτρηση της οποίας

βασίζεται σε διάφορους δείκτες όπως τα κέρδη (βλ. Driffield και Munday, 1998), η παραγωγικότητα (βλ. Baldwin και Gorecki, 1991), η παραγωγική ικανότητα, η μεγέθυνση (Mata και Portugal, 2000), η απασχόληση (McGuckin et al., 1995) και το μερίδιο της αγοράς (Baldwin, 1995). Παρόλο που οι επιδόσεις των εγχώριων επιχειρήσεων επηρεάζονται αρνητικά από την είσοδο ξένων επιχειρήσεων, οι πρώτες διατηρούν την δυνατότητα να παρουσιάσουν μια καλύτερη απόδοση. Εντούτοις στην πράξη αυτό δεν φαίνεται να συμβαίνει, αφού οι ξένες επιχειρήσεις που πραγματοποιούν την είσοδό τους σε μια οικονομία είναι στην πλειοψηφία τους αρκετά ισχυρές.

Σημαντικό παράγοντα διαδραματίζει ο τρόπος εισόδου μιας ξένης επιχείρησης στην εγχώρια οικονομία. Στην περίπτωση που επιλεγεί η δημιουργία μιας νέας επιχείρησης από μηδενική βάση (Greenfield Investment) υπάρχουν αρκετά πλεονεκτήματα. Τα βασικότερα μπορούν να επικεντρωθούν στη δυνατότητα επιλογής της βέλτιστης δυνατής τοποθεσίας, τον εμπλουτισμό με τη χρησιμοποίηση της πλέον σύγχρονης τεχνολογίας και την επιλογή του κατάλληλου μεγέθους παραγωγικής δραστηριότητας. Από την άλλη μεριά, οι ήδη υπάρχουσες επιχειρήσεις μπορεί να είναι εγκατεστημένες σε μια τοποθεσία όπου να μην είναι η καλύτερη δυνατή ή να μην μπορούν να ανταποκριθούν στις αλλαγές όπου συντελούνται στην κοινωνία και στην οικονομία. Έτσι, οι διαφορές μεταξύ ξένων και εγχώριων επιχειρήσεων μπορεί να μεγαλώνουν με βάση το χρόνο δραστηριοποίησής τους. Ωστόσο, λίγες είναι οι μελέτες που χρησιμοποιούν το χρόνο ως βασική μεταβλητή για τον προσδιορισμό των διαφορών μεταξύ επιχειρήσεων (βλ. Blonigen και Tomlin, 1999).

2.2 Εμπειρικές μελέτες

Μια σειρά από μελέτες σχετικά με τις διαφορές των αποδόσεων μεταξύ ξένων και εγχώριων επιχειρήσεων έχουν πραγματοποιηθεί μέχρι σήμερα. Η πλειονότητα αυτών των εργασιών επικεντρώνεται στον κλάδο των κατασκευών λόγω της διαθεσιμότητας των στοιχείων. Εξάιρεση αποτελεί ο Outlon (1998) ο οποίος επικεντρώνεται στον κλάδο των υπηρεσιών. Επιπλέον, ως εγχώριες οικονομίες οι περισσότερες μελέτες εξετάζουν αυτές των Η.Π.Α. και του Ηνωμένου Βασιλείου. Οι πιο συχνά χρησιμοποιούμενοι δείκτες για την απεικόνιση της αποδοτικότητας είναι η παραγωγικότητα και ο μισθός.

2.2.1 Χάσμα παραγωγικότητας (Productivity Gap)

Το μεγαλύτερο ενδιαφέρον της εμπειρικής έρευνας έχει αποσπάσει η μελέτη του χάσματος της παραγωγικότητας (βλ. Pratten, 1976; Davies και Lyons, 1991; Maliranta, 1997; McGuckin και Nguyen, 2000; Moden, 1998; Howenstine και Zeile, 1992; Outlon, 1998; Ylä-Antila και Ali-Yrkkö, 1997; Doms και Jensen, 1998; Griffith, 1999; Harris, 1999; Harris και Robinson, 2001).

Οι Davies και Lyons (1991) εντοπίζουν ότι η διαφορά παραγωγικότητας μεταξύ ξένων και εγχώριων επιχειρήσεων είναι της τάξης του 20%. Αυτό το ποσοστό σύμφωνα με τους παραπάνω, μπορεί να διασπασθεί σε δύο μέρη. Το ένα μέρος αφορά τη διαρθρωτική επίδραση και το άλλο την επίδραση της ιδιοκτησίας. Το χάσμα αυτό παραμένει σταθερό σε ίδιου μεγέθους επιχειρήσεις και αποτελεί κατά βάση χαρακτηριστικό της επιχείρησης παρά του κλάδου.

Ο Outlon (1998) μελετά τις διαφορές παραγωγικότητας στο Ηνωμένο Βασίλειο. Συγκεκριμένα, στον κλάδο των κατασκευών η παραγωγικότητα στις ξένες επιχειρήσεις είναι 38% υψηλότερη σε σχέση με τις εγχώριες. Αυτό οφείλεται κυρίως στην υψηλότερη ένταση κεφαλαίου που αυτές χρησιμοποιούν σε φυσικό κεφάλαιο έναντι των εγχώριων ανταγωνιστών τους. Στον κλάδο των κατασκευών, ανάμεσα σε 49000 επιχειρήσεις, το ένα τρίτο παρουσιάζει μειωμένη παραγωγικότητα σε σχέση με ξένες επιχειρήσεις είτε του ίδιου κλάδου, είτε του ίδιου μεγέθους και ηλικίας. Και σε αυτή την περίπτωση, το πιο εξειδικευμένο προσωπικό και η υψηλότερη χρήση κεφαλαίου αποτελούν την εξήγηση για αυτήν τη διαφορά. Επίσης, ο Outlon (1998) τονίζει την ύπαρξη υψηλότερης παραγωγικότητας για τις αμερικάνικες θυγατρικές εταιρίες του Ηνωμένου Βασιλείου της τάξης του 9 με 20%. Αντίθετα, οι Globerman et al. (1994) δεν βρίσκουν σημαντικές διαφορές μεταξύ μητρικών χωρών.

Οι Doms και Jensen (1998) εξετάζουν τον ρόλο της πολυεθνικότητας στην παραγωγικότητα. Οι εγχώριες πολυεθνικές επιχειρήσεις συγκρίνονται με ξένες θυγατρικές καθώς και με αμιγώς εγχώριες επιχειρήσεις. Οι εγχώριες πολυεθνικές καθώς και οι ξένες επιχειρήσεις φαίνεται να αποδίδουν καλύτερα σε σχέση με τις καθαρά εγχώριες επιχειρήσεις, καταδεικνύοντας την περιορισμένη σημασία της ξένης ιδιοκτησίας σε θέματα απόδοσης.

Σύμφωνα με τους Howenstine και Zeile (1992) υπάρχει η τάση οι Α.Ξ.Ε. να κατευθύνονται σε επιχειρήσεις όπου χαρακτηρίζονται από υψηλή χρήση κεφαλαίου.

Παρά το γεγονός ότι αυτό το στοιχείο είναι μια απλή διαπίστωση του τι συμβαίνει, ωστόσο αποτελεί μια ένδειξη υψηλής εργασιακής παραγωγικότητας. Σε μια άλλη μελέτη, ο Maliranta (1997) εξετάζει 5000 Φινλανδικές επιχειρήσεις και αποκαλύπτει την ύπαρξη ασθενούς επίδρασης της ιδιοκτησίας, χρησιμοποιώντας έναν μεγάλο αριθμό μεταβλητών ενώ παράλληλα συγκρίνει επιχειρήσεις με μια και περισσότερες παραγωγικές μονάδες. Τέλος, λαμβάνει υπόψη του τον παράγοντα χρόνο.

Ο Moden (1998) μελετά την παραγωγικότητα μετά από την πραγματοποίηση μιας συγχώνευσης εστιάζοντας σε ξένες συγχωνεύσεις στη Σουηδία. Ενώ βρίσκει ότι οι ξένες συγχωνεύσεις έχουν αυξημένη εργασιακή παραγωγικότητα, η εξέλιξη της συνολικής παραγωγικότητας είναι αβέβαιη λόγω της επίδρασης του παράγοντα χρόνου. Μια άλλη μελέτη η οποία βρίσκει μικρές διαφορές στην παραγωγικότητα είναι αυτή του Griffith (1999). Βασιζόμενος σε ένα δείγμα από αυτοκινητοβιομηχανίες του Η.Β. και διαχωρίζοντας αυτές σε συγχωνευμένες και μη, οδηγείται στο συμπέρασμα ότι δεν υπάρχουν μεγάλες διαφορές παραγωγικότητας και ότι οι ξένες επιχειρήσεις δεν είναι περισσότερο παραγωγικές από τις επιχειρήσεις του Ηνωμένου Βασιλείου. Ο Harris (1999) επαναλαμβάνει τις εκτιμήσεις του Griffith (1999) και χρησιμοποιώντας την ίδια μεθοδολογία βρίσκει αντίθετα αποτελέσματα τονίζοντας την ύπαρξη χάσματος παραγωγικότητας.

Οι Griffith και Simpson (2000), βασιζόμενοι σε προηγούμενη εργασία του Griffith (1999), επεκτείνουν την ανάλυση στο σύνολο του κατασκευαστικού κλάδου, διαιρώντας τις ξένες επιχειρήσεις σε «πάντα ξένες» και σε αυτές που έχουν αλλάξει επενδυτικά χέρια. Οι συγγραφείς αναφέρουν χάσμα παραγωγικότητας μεταξύ αυτών των ομάδων, το οποίο εξαρτάται από το αν εξετάζει κάποιος επίπεδα ή ρυθμούς μεγέθυνσης. Επιπλέον, με τη διαφορά παραγωγικότητας βρίσκουν και χάσμα δεξιοτήτων. Τέλος, οι Bellak και Pfaffermayr (2000), βασιζόμενοι σε 700 επιχειρήσεις, καταλήγουν σε υψηλότερες επιδόσεις των ξένων επιχειρήσεων στην Αυστραλία έναντι των εγχώριων, εξετάζοντας αρκετούς δείκτες όπως τον αριθμό πωλήσεων, τον αριθμό των εργαζομένων, την παραγωγικότητα και την ένταση του κεφαλαίου. Επίσης, αναφέρουν ότι οι ξένες και οι εγχώριες επιχειρήσεις έχουν αρκετά κοινά χαρακτηριστικά με αποτέλεσμα να περιορίζεται η επίδραση του κοινωνικοοικονομικού συστήματος στις τελευταίες.

2.2.2 Μισθολογικό χάσμα (Wage Gap)

Το μισθολογικό χάσμα αναλύεται κυρίως από τους Buckley και Enderwick (1983), Blanchflower (1984), Globerman et al. (1994), Feliciano και Lipsey (1999) και Outlon (1998). Το μισθολογικό χάσμα αποτελεί και ένδειξη για την ύπαρξη και χάσματος δεξιοτήτων στο εργατικό δυναμικό, αφού το εξειδικευμένο δυναμικό έχει μεγαλύτερες αμοιβές σε σχέση με τους ανειδίκευτους εργαζόμενους. Οι Globerman et al. (1994) διαπιστώνουν ότι το μισθολογικό χάσμα εξαφανίζεται στην περίπτωση όπου υπάρχει ίδια ένταση κεφαλαίου και έλεγχος του μεγέθους των περιουσιακών στοιχείων. Οι Paliciano και Lipsey (1999) χρησιμοποιώντας στοιχεία για τον κλάδο των κατασκευών στην Αμερική, αποδίδουν το μισθολογικό χάσμα στη σύνθεση του κλάδου. Για τους υπόλοιπους κλάδους, παρά τον έλεγχο του μεγέθους, συνεχίζει να υπάρχει χάσμα της τάξης του 8 με 9% μεταξύ ξένων και αμερικανικών επιχειρήσεων. Ο Outlon (1998) στην έρευνά του βρίσκει ότι οι επιχειρήσεις που έχουν εγκατασταθεί στο Ηνωμένο Βασίλειο είναι περισσότερο έντασης εργασίας (θετικά συσχετιζόμενες με το επίπεδο μισθών) απ'ότι οι εγχώριες επιχειρήσεις. Οι Aitken et al. (1996) εξετάζουν μισθολογικές διαφορές στο Μεξικό, τη Βενεζουέλα και την Αμερική. Καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι τα υψηλότερα επίπεδα ξένων επενδύσεων συνδέονται με υψηλότερες αμοιβές. Η εξήγηση που δίνουν βασίζεται στην έλλειψη διάχυσης (π.χ. τεχνολογίας) από τις ξένες προς τις εγχώριες επιχειρήσεις. Τέλος, καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι οι μισθολογικές διαφορές φαίνεται να παραμένουν διαχρονικά σταθερές.

2.2.3 Εργασιακές σχέσεις (Labor Relations)

Αρκετές μελέτες έχουν εστιάσει στον εντοπισμό αποκλίσεων στον τομέα των εργασιακών σχέσεων ανάμεσα στις εγχώριες και τις ξένες επιχειρήσεις. Είναι κοινή η πεποίθηση ότι οι εργατικές ενώσεις και η εργοδοσία βρίσκονται σε ένα συνεχόμενο κύκλο διαπραγματεύσεων με σκοπό να αποκομίσουν περισσότερα οφέλη το ένα μέρος εις βάρος του άλλου. Η διαπραγματευτική δύναμη της κάθε πλευράς βασίζεται σε διάφορους παράγοντες, όπως τη δομή της αγοράς και οι επικρατούσες οικονομικές συνθήκες. Στην περίπτωση των ξένων επιχειρήσεων στο τραπέζι των διαπραγματεύσεων βρίσκεται και η μητρική εταιρία, κάτι το οποίο να οδηγεί σε πιθανή αύξηση της διάρκειας των διαπραγματεύσεων. Ένα από τα σημαντικότερα προβλήματα που αντιμετωπίζουν οι ξένες επιχειρήσεις είναι οι αντιδράσεις των εργατικών ενώσεων που πηγάζουν από έλλειψη πληροφόρησης αλλά και η προκατάληψη στην ξένη ιδιοκτησία. Για την αντιμετώπιση του παραπάνω

προβλήματος οι ξένες επιχειρήσεις «αναγκάζονται» να πληρώνουν υψηλότερα ημερομίσθια σε σχέση με τις εγχώριες επιχειρήσεις. Το μεγαλύτερο μέρος αυτών των μελετών αφορά τον Καναδά (βλ. Carmichael, 1992; Cousineau et al., 1989; Greer και Shearer, 1981). Τα αποτελέσματα είναι ανάμεικτα, ωστόσο δεν υπάρχουν ενδείξεις «κακής συμπεριφοράς» από τις ξένες επιχειρήσεις.

2.2.4 Χάσμα δεξιοτήτων (Skill Gap)

Την ύπαρξη χάσματος δεξιοτήτων μεταξύ των εργαζομένων ξένων και εγχώριων επιχειρήσεων στην Αμερική, εξετάζουν οι Howenstine και Zeile (1992), Blonigen και Slaughter (1999), Doms και Jensen (1998). Οι διαφορές δεξιοτήτων σχετίζονται με το βαθμό έντασης του κεφαλαίου, και έτσι αποτελούν ταυτόχρονα καθοριστικό παράγοντα για την δημιουργία διαφορών παραγωγικότητας μεταξύ των επιχειρήσεων των δύο κατηγοριών. Για την μέτρηση του χάσματος δεξιοτήτων θα πρέπει να ελεγχθεί το μερίδιο του εξειδικευμένου προσωπικού έναντι του ανειδίκευτου προσωπικού στις ξένες και στις εγχώριες επιχειρήσεις ώστε να βρεθεί το μείγμα ειδίκευσης και τεχνολογίας που χρησιμοποιείται. Οι Howenstine και Zeile (1992) διαπιστώνουν ότι στις Η.Π.Α. οι ξένες επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στον κατασκευαστικό τομέα χρησιμοποιούν στο μεγαλύτερο μέρος τους υψηλής ειδίκευσης προσωπικό. Επιπλέον, εξετάζουν αν τα χαρακτηριστικά των εργασιακών δεξιοτήτων διαφέρουν σημαντικά μεταξύ των ξένων και των εγχώριων επιχειρήσεων του ίδιου κλάδου και βρίσκουν ότι στο ένα τέταρτο των επιχειρήσεων η αμοιβή ανά εργαζόμενο στις ξένες επιχειρήσεις είναι κατά 10% υψηλότερη σε σχέση με τις εγχώριες. Τέλος, η ιδιοκτησία δεν φαίνεται να συσχετίζεται με οποιονδήποτε παράγοντα ο οποίος θα μπορούσε να ερμηνεύσει μια τέτοια διαφορά, όπως είναι οι οικονομίες κλίμακας. Οι Blonigen και Slaughter (1999) αποκαλύπτουν ότι οι εισροές ξένων επενδύσεων δεν συνεισφέρουν στην αναβάθμιση των δεξιοτήτων στον κλάδο των κατασκευών. Τέλος, εξετάζοντας την περίπτωση των ιαπωνικών Α.Ξ.Ε. διαπίστωσαν τη χαμηλή ζήτηση για εξειδικευμένη εργασία.

2.2.5 Χάσμα μεγέθυνσης (Growth Gap)

Εμπειρικές μελέτες αποκαλύπτουν ότι το μέγεθος και η μεγέθυνση του εργοστασίου δεν είναι ανεξάρτητα μεγέθη. Η μεγέθυνση και το μέγεθος έχουν εξετασθεί σε βάθος από τους Kumar (1984), Blonigen και Tomlin (1999), και Outlon (1998). Οι Howenstine και Zeile (1992) παρέχουν περιγραφικά στοιχεία για το μέγεθος των εργοστασίων τονίζοντας ότι οι ξένες επιχειρήσεις τείνουν να είναι

μεγαλύτερες κατά μέσο όρο σε σχέση με τις εγχώριες στην οικονομία της Αμερικής. Το αποτέλεσμα κλίμακας μπορεί να είναι υπεύθυνο για ένα μεγάλο μέρος αυτής της διαφοράς. Από ένα δείγμα 1752 επιχειρήσεων, κατά την περίοδο 1973-93, ο Outlon (1998) καταλήγει στο ότι το χάσμα του μέσου ετήσιου ρυθμού μεγέθυνσης των αμερικάνικων επιχειρήσεων που δραστηριοποιούνται στο Ηνωμένο Βασίλειο με τις εγχώριες ήταν 1,82%. Επίσης η προστιθέμενη αξία και το κεφάλαιο ανά εργαζόμενο δείχνουν υψηλότερους ρυθμούς μεγέθυνσης. Τέλος, ο Outlon αναφέρει σημαντικές διαφορές μεταξύ αμερικάνικων και ξένων επιχειρήσεων σε σχέση με άλλες μητρικές επιχειρήσεις στο Ηνωμένο Βασίλειο.

2.2.6 Χάσμα κερδοφορίας (Profitability Gap)

Αρκετές μελέτες, μεταξύ των οποίων αυτές των Mataloni (2000), Kumar (1990;1984), Ylä-Antila και Ali-Yrkkö (1997), Dickerson et al. (1997) έχουν βρει ουσιαστικές διαφορές στην κερδοφορία των ξένων και των εγχώριων επιχειρήσεων, παρατηρώντας αυτές τις διαφορές στα ποσοστά απόδοσης της μετοχής. Γενικότερα η κερδοφορία αποτελεί βασικό χαρακτηριστικό υπεροχής των εγχώριων επιχειρήσεων έναντι των ξένων ανταγωνιστών τους. Ο Matalony (2000) μελετά τη χαμηλότερη απόδοση των νέων επιχειρήσεων έναντι αυτών που προέκυψαν από συγχώνευση στην περίπτωση των ξένων επενδύσεων στην Αμερική. Χρησιμοποιώντας στοιχεία από τους ισολογισμούς των επιχειρήσεων βρίσκει ότι ένα μικρό μόνο μέρος της διαφοράς μπορεί να ερμηνευθεί από την επίδραση του κλάδου (12%), ενώ το μερίδιο της αγοράς και η ηλικία συσχετίζονται σημαντικά με το χάσμα της κερδοφορίας. Σε μια μελέτη του ο Kumar (1990) εξετάζει τους καθοριστικούς παράγοντες του περιθωρίου κέρδους των θυγατρικών πολυεθνικών επιχειρήσεων και των εγχώριων σε 43 ινδικές κατασκευαστικές βιομηχανίες. Εδώ οι ξένες επιχειρήσεις έχουν υψηλότερο περιθώριο κέρδους από τις εγχώριες, το οποίο εξηγείται από την προστασία έναντι των εμποδίων εισόδου των πολυεθνικών καθώς και από το πλεονέκτημα της γνώσης και της καινοτομίας. Σε αντίθεση με τα παραπάνω αποτελέσματα, στη σύγκριση καθαρά εγχώριων επιχειρήσεων του Η.Β. και επιχειρήσεων του Η.Β. με Α.Ξ.Ε., ο Kumar (1984) δείχνει ότι ο βαθμός δραστηριότητας στο εξωτερικό δεν έχει ισχυρή επιρροή στην κερδοφορία ή στη μεγέθυνση των μητρικών επιχειρήσεων. Εκτός από τις άμεσες συγκρίσεις, οι Dickerson et al. (1997), παρέχοντας στοιχεία για τις επιδόσεις των επιχειρήσεων του Ηνωμένου Βασιλείου μετά από συγχωνεύσεις, αναφέρουν ότι οι συγχωνεύσεις διαδραματίζουν καθοριστικό παράγοντα στα κέρδη της επιχείρησης.

Τέλος, ο Little (1981), στη βάση της ανάληψης της διοίκησης 78 εταιριών κοινής ωφέλειας από ξένους επενδυτές κατά τη διάρκεια της διετίας 1979-80 στην Αμερική, καταλήγει στο συμπέρασμα ότι οι «ξένοι» αγοράζουν επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται σε ένα ευρύ φάσμα της οικονομίας και τονίζει την υψηλή διαφοροποίηση στις επιλογές τους.

2.2.7 Έρευνα και Ανάπτυξη (Research and Development, R&D)

Οι Howenstine και Zeile (1992) ανακαλύπτουν μια χαλαρή συσχέτιση μεταξύ Έρευνας και Ανάπτυξης (R&D) και του συνόλου των εργαζομένων σε 45 ξένες επιχειρήσεις στην Αμερική. Οι Kearns και Ruane (1999) συγκρίνουν ξένες επιχειρήσεις, οι οποίες επενδύουν στον τομέα της έρευνας και της ανάπτυξης με ξένες με την απουσία τέτοιου είδους επενδύσεων στην Ιρλανδία. Το αποτέλεσμα της μελέτης τους επιβεβαιώνει τη σχέση μεταξύ έρευνας και ποιότητας εργατικού δυναμικού. Παρόλα αυτά, δεν καταπιάνονται και με τη σύγκριση του εγχώριου τομέα. Τέλος, ενώ ο Moden (1998) δεν βρίσκει καμία συσχέτιση μεταξύ Έρευνας και Ανάπτυξης και ξένων επιχειρήσεων, ωστόσο η ξένη ιδιοκτησία φαίνεται να δραστηριοποιείται σε επιχειρήσεις με υψηλή ένταση για Έρευνα και Ανάπτυξη.

3. Θεωρία

Ένα από τα σημαντικότερα ερωτήματα τα οποία έχουν απασχολήσει τους οικονομολόγους είναι η εύρεση της πραγματικής αιτίας για την οποία δραστηριοποιούνται οι επιχειρήσεις στο εξωτερικό καθώς και η ύπαρξη των πολυεθνικών επιχειρήσεων. Η αρχή για την μελέτη των πολυεθνικών επιχειρήσεων (ΠΕΕ) βασίζεται στις θεωρίες που αφορούν τη διεθνή παραγωγή. Έτσι, από τις αρχές της δεκαετίας του '70, οι μελετητές βασιζόμενοι στις θεωρίες περί διεθνούς παραγωγής άρχισαν να δημιουργούν τις πρώτες θεωρίες της πολυεθνικής επιχείρησης. Ταυτόχρονα, δόθηκε έμφαση και στις Άμεσες Ξένες Επενδύσεις (Α.Ξ.Ε.) ως τρόπος χρηματοδότησης της διεθνούς παραγωγής μέσω των ΠΕΕ.

Στη δεκαετία του '60 η κατανόηση της ύπαρξης της ΠΕΕ βασιζόταν αποκλειστικά στις θεωρίες του Διεθνούς Εμπορίου. Οι ΠΕΕ δημιουργούν εκροές κεφαλαίων προς ξένες χώρες γνωστές ως Α.Ξ.Ε.. Έτσι, γεννάται το ερώτημα γιατί πραγματοποιούνται οι Α.Ξ.Ε.. Η απάντηση στο ερώτημα, με βάση την υπάρχουσα

βιβλιογραφία, βρίσκεται κατά κύριο λόγο στα διαφορετικά επιτόκια που επικρατούν από χώρα σε χώρα. Στο σημείο αυτό θα πρέπει να τονιστούν δύο θέματα. Πρώτον, δεν υπάρχει ακριβής ταύτιση ανάμεσα στις Α.Ξ.Ε. και στη μεγέθυνση των ΠΕΕ. Δεύτερον, οι διαφορές των πραγματικών επιτοκίων δεν αποτελούν ικανοποιητική εξήγηση για το λόγο ύπαρξης των ΠΕΕ.

Οι Α.Ξ.Ε. μετρούν την εξαγωγή κεφαλαίων από μία χώρα προς τον υπόλοιπο κόσμο. Ωστόσο, οι Α.Ξ.Ε. δεν αποτελούν το κατάλληλο μέτρο για τη μέτρηση της εξέλιξης της ξένης παραγωγής, επειδή μια εταιρία μπορεί να επενδύσει τα κέρδη της ή να δανειστεί χρήματα για νέες επενδύσεις από τη χώρα στην οποία δραστηριοποιείται αντί να εισάγει κεφάλαια από τη χώρα προέλευσής της. Για παράδειγμα, την περίοδο 1966 – 1972 μόνο ένα μικρό ποσοστό, της τάξης του 13%, από τα κεφάλαια τα οποία επενδύθηκαν στο εξωτερικό, από δείγμα αμερικανικών πολυεθνικών επιχειρήσεων, προέρχονταν από αμερικανικές πηγές, ενώ τα υπόλοιπα κεφάλαια προέρχονταν από δανεισμό ή επανεπένδυση (Mantel 1975).

Η πεποίθηση ότι οι διαφορές των πραγματικών επιτοκίων ανάμεσα στις χώρες εξηγούν την ύπαρξη των ξένων επιχειρήσεων ήταν αποδεκτή από τους οικονομολόγους μέχρι το 1976, οπότε ο Hymer στη διδακτορική του διατριβή έδειξε ότι οι μέχρι τότε θεωρίες δεν εξηγούσαν το λόγο για τον οποίο οι ΠΕΕ δραστηριοποιούνται στο εξωτερικό. Επίσης, ο Hymer τόνισε την παρουσία των αμφίδρομων Α.Ξ.Ε. από μία χώρα σε μία άλλη, με τις Η.Π.Α. για παράδειγμα να εισάγουν και να εξάγουν κεφάλαια από την ίδια χώρα. Ο Hymer προσπάθησε να εξηγήσει τους λόγους για τους οποίους μια επιχείρηση αποφασίζει να δραστηριοποιηθεί στο εξωτερικό βασιζόμενος σε μια από κοινού θεωρία της επιχείρησης και της βιομηχανικής παραγωγής (Δύναμη επί της Αγοράς) (Pitelis, 2002).

Κατά τα τέλη της δεκαετίας του '80, οι μέχρι τότε θεωρίες, οι οποίες είχαν διατυπωθεί, είχαν αρκετά κενά σημεία, και η μη δυνατότητά τους να ερμηνεύσουν με ικανοποιητικό τρόπο τα συμβαίνοντα στην διεθνή παραγωγή δημιούργησαν την ανάγκη για περαιτέρω εμβάθυνση. Συγκεκριμένα, έγινε προσπάθεια για επέκταση των θεωριών σε επιστημονικά πεδία που μέχρι τότε δεν είχαν μελετηθεί, ενώ η εισαγωγή νέων ερμηνευτικών προσεγγίσεων προσέδωσε νέα δυναμική. Επιπρόσθετα, έγινε αντιληπτή από όλους η ανάγκη να αποφευχθούν οι αντιπαραθέσεις μεταξύ

εναλλακτικών θεωριών δημιουργώντας ένα γενικό πλαίσιο για την κατανόηση του μηχανισμού λειτουργίας της διεθνούς παραγωγής. Δημιουργός αυτού του γενικού πλαισίου ήταν ο John Dunning²³, επινοώντας ένα σύνολο θεωρητικών προσεγγίσεων γνωστό ως Εκλεκτικό Παράδειγμα (Dunning 1977,1988). Το Εκλεκτικό Παράδειγμα δεν αποτελεί μια καινοφανή θεωρία αλλά ένα μωσαϊκό υπαρχουσών θεωρητικών προσεγγίσεων επί του τρόπου λειτουργίας της διεθνούς παραγωγής.

3.1 Άμεσες Ξένες Επενδύσεις (Α.Ξ.Ε.) – FDI

Οι Άμεσες Ξένες Επενδύσεις (Α.Ξ.Ε) αποτελούν ένα σημαντικό μέρος της διεθνούς κίνησης κεφαλαίων. Με τον όρο Α.Ξ.Ε. νοούνται οι διεθνείς ροές κεφαλαίων με τις οποίες μια επιχείρηση σε μία χώρα δημιουργεί ή επεκτείνει μια θυγατρική της σε μια άλλη χώρα (Krugman, 2000). Αυτό όμως που διαφοροποιεί τις Α.Ξ.Ε. από άλλες επενδύσεις είναι το γεγονός ότι η θυγατρική αποτελεί μέρος της ίδιας της οργανωτικής δομής και βρίσκεται υπό τον έλεγχο της μητρικής επιχείρησης. Τίθεται όμως το ερώτημα της επιλογής των Α.Ξ.Ε. έναντι άλλων μορφών διακίνησης κεφαλαίων. Πρωταρχικός σκοπός των άμεσων ξένων επενδύσεων είναι η ανάληψη του ελέγχου και ο σχηματισμός πολυεθνικών και διεθνών επιχειρήσεων. Ωστόσο, μέχρι σήμερα δεν υπάρχει μια πλήρης ολοκληρωμένη θεωρία που να εξηγεί τον λόγο ύπαρξης της διεθνούς παραγωγής.

Η συνεχόμενη αύξηση του ρόλου των Α.Ξ.Ε. στην διακίνηση κεφαλαίων για τη δημιουργία παραγωγικών βάσεων σε παγκόσμιο επίπεδο, έχει προκαλέσει το ενδιαφέρον της οικονομικής επιστήμης σχετικά με τον αντίκτυπό τους στις εγχώριες οικονομίες. Ένα από τα σημαντικότερα αποτελέσματα είναι η διάχυση της νέας τεχνολογίας από τις ξένες προς τις εγχώριες επιχειρήσεις. Συγκεκριμένα, με δεδομένο ότι οι ξένες επιχειρήσεις είναι σε μεγαλύτερο βαθμό τεχνολογικά προηγμένες από τις εγχώριες ή διαθέτουν περισσότερη τεχνογνωσία, δημιουργούνται εξωτερικές οικονομίες κλίμακας τις οποίες εκμεταλλεύονται οι εγχώριες επιχειρήσεις. Έτσι, η τεχνολογία αποκτά τα κύρια χαρακτηριστικά στοιχεία ενός δημόσιου αγαθού

² “Trade, location of economic activity, and the MNE: A search for an eclectic approach”, in B. Ohlin, P.-O. Hesselborn and P.M. Wijkman (eds), *The International Allocation of Economic Activity* London: Macmillan.

³ “The eclectic paradigm of international production: An update and a reply to its critics”, *Journal of International Business Studies*, 19, 1, Spring.

(Markusen, 1995). Οι Blomström και Kokko (1998) θεωρούν ότι αυτές οι εξωτερικότητες λαμβάνουν τρεις βασικές μορφές:

1. τη μεταφορά εξειδικευμένου προσωπικού από τις ξένες προς τις εγχώριες επιχειρήσεις
2. τη συνεργασία μεταξύ των εγχώριων και ξένων επιχειρήσεων με σκοπό τη βελτίωση του τρόπου παραγωγής των εγχώριων επιχειρήσεων
3. την αύξηση της έντασης του ανταγωνισμού ο οποίος οδηγεί σε αναβάθμιση της τεχνολογίας και των τεχνικών των εγχώριων επιχειρήσεων ώστε να γίνουν πιο παραγωγικές.

Οι επιπτώσεις που έχουν οι παραπάνω εξωτερικότητες εξαρτώνται κυρίως από τον κλάδο και από τη χώρα στην οποία δραστηριοποιείται η κάθε επιχείρηση.

Στην συνέχεια, παρουσιάζονται συνοπτικά οι βασικότερες προσεγγίσεις σχετικά με τη θεωρία των πολυεθνικών επιχειρήσεων ως μια προσπάθεια να ερμηνευθεί η διεθνοποίηση της παραγωγής και τα κίνητρα που απορρέουν από αυτήν.

3.2 Διεθνοποίηση της παραγωγής

3.2.1 Hymer: Δύναμη επί της αγοράς

Ο Hymer (1976) ήταν ο πρώτος που προσπάθησε να ερμηνεύσει τους λόγους ύπαρξης της διεθνούς παραγωγής, χωρίς να βασίζεται στην θεωρία του Διεθνούς Εμπορίου. Σύμφωνα με τις μέχρι τότε θεωρίες, οι αναπτυσσόμενες χώρες, οι οποίες έχουν αφθονία κεφαλαίου και έλλειψη διαθέσιμου εργατικού δυναμικού, αναγκάζονταν να εξάγουν κεφάλαιο με μορφή Α.Ξ.Ε. σε λιγότερο προηγμένες χώρες όπου δημιουργούν εργοστάσια και εγκαταστάσεις εκμεταλλευόμενες τα υψηλά επιτόκια και την κερδοφορία που προκύπτει. Δηλαδή, τα υψηλά επιτόκια, λόγω έλλειψης κεφαλαίου, σε συνδυασμό με την αφθονία εργατικού δυναμικού αποτελούν τα βασικά κίνητρα για την πραγματοποίηση ξένων επενδύσεων σε χώρες όπου βρίσκονται σε αρχικό επίπεδο ανάπτυξης. Τα εμπειρικά στοιχεία όμως δεν φαίνεται να επιβεβαιώνουν την θεωρία. Σύμφωνα με αυτά, μέχρι το 1934, υπήρχαν κινήσεις επενδυτικών ροών από τις βιομηχανικά ανεπτυγμένες χώρες προς τις αναπτυσσόμενες. Όμως μετά την λήξη του Πρώτου Παγκοσμίου Πολέμου (1914-1919) παρατηρούνται ανταλλαγές ξένων επενδύσεων από και προς τις ανεπτυγμένες χώρες. Το 1938, τα δύο τρίτα των παγκόσμιων αποθεμάτων Α.Ξ.Ε. (FDI stocks)

βρίσκονταν στις αναπτυσσόμενες χώρες, ενώ στη δεκαετία του 1970 το ποσοστό μειώθηκε λίγο παραπάνω από το ένα τέταρτο (Dunning, 1988). Με άλλα λόγια, οι διεθνείς επενδύσεις είναι οργανωμένες κυρίως μεταξύ των βιομηχανικών χωρών.

Έτσι, προέκυψε η ανάγκη αναθεώρησης της μέχρι τότε επικρατούσας θεωρίας της διεθνούς παραγωγής αφού δεν εξηγούσε τις σταυροειδείς επενδύσεις μεταξύ των βιομηχανικών χωρών. Ο Hymer (1976) στην προσπάθειά του να εξηγήσει τις μέχρι τότε θεωρίες επιχείρησε να εφαρμόσει μια θεωρία της επιχείρησης στον βιομηχανικό κλάδο για να εξακριβώσει τους προσδιοριστικούς παράγοντες της διεθνοποίησης.

Σύμφωνα με τη θεωρία του Hymer (1976), η επιχείρηση αποτελεί το μέσο με το οποίο οι παραγωγοί αυξάνουν τη δύναμή τους στην αγορά. Η δύναμη επί της αγοράς (Market power) είναι η κατάσταση κατά την οποία μια επιχείρηση μπορεί να κυριαρχήσει στις αγορές στις οποίες δραστηριοποιείται αποκομίζοντας ολοένα περισσότερα κέρδη. Οι εγχώριες επιχειρήσεις αυξάνουν, με την πάροδο του χρόνου, το μερίδιό τους στην αγορά μέσω της παράλληλης αύξησης της παραγωγικής τους ικανότητας και των συγχωνεύσεων. Ωστόσο, από κάποιο σημείο και πέρα δεν μπορεί να επιτευχθεί παραπάνω συγκέντρωση των επιχειρήσεων με αποτέλεσμα να στρέφονται σε επενδύσεις των κερδών τους στο εξωτερικό, οδηγώντας έτσι σε μια διαδικασία συγκέντρωσης σε διεθνές επίπεδο. Οι επενδύσεις των επιχειρήσεων στο εξωτερικό, με βάση τη θεωρία της δύναμης επί της αγοράς, πραγματοποιούνται με σκοπό τη μείωση του ανταγωνισμού και την παράλληλη δημιουργία εμποδίων εισόδου στον κλάδο σε άλλες επιχειρήσεις. Η τεχνολογία και η έρευνα αποτελούν θεμελιώδους σημασίας συστατικά για την επιτυχή έκβαση των παραπάνω.

Το πλαίσιο της δύναμης επί της αγοράς συνδέθηκε και με τις θεωρίες της βιομηχανικής οργάνωσης. Η εργασία του Hymer προκάλεσε το ενδιαφέρον για περαιτέρω μελέτη από μεταγενέστερους ερευνητές. Έτσι, σήμερα η βιβλιογραφία επικεντρώνεται στον τρόπο με τον οποίο οργανώνονται οι διεθνείς επιχειρήσεις. Σύμφωνα με τους Cowling και Sugden (1987) η διεθνοποίηση δεν αποτελεί μόνο ένα μέσο για την απόκτηση μονοπωλιακής δύναμης, αλλά παράλληλα οδηγεί σε αύξηση των κερδών.

Η παγκοσμιοποίηση της οικονομικής δραστηριότητας με την ταυτόχρονη απελευθέρωση του χρηματοπιστωτικού συστήματος και την ελεύθερη διακίνηση κεφαλαίων, έχουν θέσει σήμερα την θεωρία του Hymer (1976) σε περιορισμένη ισχύ.

3.2.2 Coase: Εσωτερικοποίηση

Η θεωρία της εσωτερικοποίησης για την ανάλυση της διεθνούς παραγωγής εστιάζει στην αναποτελεσματικότητα των συναλλαγών μεταξύ των μονάδων παραγωγικής δραστηριότητας. Όταν το κόστος μιας ενδοεπιχειρησιακής συναλλαγής είναι μικρότερο από το κόστος μιας αγοραίας συναλλαγής τότε η αγορά εσωτερικοποιείται και η συλλογική αποτελεσματικότητα αυξάνεται (Pitelis, 2002). Ο άμεσος συντονισμός των συναλλαγών οδηγεί σε μείωση του κόστους, περιορισμό σπατάλης πολύτιμων εργατοωρών και εξάλειψη της αβεβαιότητας (Caves, 1982).

Κατά κάποιον τρόπο, το πλαίσιο της εσωτερικοποίησης εκτός από μια θεωρία της επιχείρησης, μπορεί να χαρακτηριστεί και ως μια θεωρία για την επιλογή μεταξύ διαφορετικών τρόπων συναλλαγής. Μέσω της εσωτερικοποίησης οι επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στο εξωτερικό ή οι πολυεθνικές μπορούν να αυξήσουν την κερδοφορία τους περιορίζοντας τον ανταγωνισμό.

Τέλος, σε αντίθεση με την προσέγγιση της δύναμης επί της αγοράς, η αγορά τελικών αγαθών είναι ελάσσοнос σημασίας. Σκοπός της επιχειρηματικής δραστηριότητας είναι η μεγιστοποίηση του κέρδους μειώνοντας παράλληλα το συναλλακτικό κόστος και όχι ο αποκλεισμός των ανταγωνιστών από την αγορά τελικών προϊόντων.

3.2.3 Dunning: Το εκλεκτικό παράδειγμα

Η δημιουργία του εκλεκτικού παραδείγματος του Dunning (1988) προέκυψε από την σύνθεση των δύο παραπάνω θεωριών της επιχείρησης. Προσπάθησε να συνδυάσει στοιχεία και από τις δύο θεωρίες και να απαντήσει σε ερωτήματα τα οποία δεν μπορούσαν να ερμηνευθούν με τις μέχρι τότε υπάρχουσες θεωρίες.

Σύμφωνα με το εκλεκτικό παράδειγμα, οι πολυεθνικές επιχειρήσεις εκμεταλλεύονται τα ανταγωνιστικά τους πλεονεκτήματα έναντι των ανταγωνιστών τους με σκοπό να αναπτύξουν παραγωγική δραστηριότητα σε περιοχές που είναι ελκυστικές λόγω αυτών των πλεονεκτημάτων. Ο Dunning, διακρίνει δυο είδη ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος. Το πρώτο αφορά την ιδιοκτησία άυλων πόρων, όπως είναι η υπάρχουσα εξελιγμένη καινοτομία και το δεύτερο οφείλεται στην από κοινού ιδιοκτησία συμπληρωματικών στοιχείων όπως είναι η ικανότητα για τη δημιουργία νέας τεχνολογίας (Pitelis, 2002). Το ότι τα παραπάνω οφέλη μπορούν να αξιοποιηθούν μέσω συντονισμού στην ίδια την εταιρία παρά μέσω της αγοράς, είναι

αποτέλεσμα της συναλλακτικής αποτυχίας της αγοράς. Αυτό οφείλεται στην ύπαρξη κινδύνου και στην αβεβαιότητα (π.χ. συναλλαγματικός κίνδυνος) όταν διενεργούνται συναλλαγές και πέραν των εθνικών συνόρων και τα οφέλη μπορεί να μην είναι αξιοποιήσιμα από αυτούς που συναλλάσσονται λόγω εξωτερικών οικονομιών κλίμακας στην παραγωγή (economies of scale in production) και στην πιθανή ύπαρξη οικονομιών φάσματος στην ζήτηση (economies of scopes in demand).

Ενώ το εκλεκτικό παράδειγμα του Dunning (1988) ενσωματώνει στοιχεία και από τις δύο εναλλακτικές θεωρίες της επιχείρησης, ο Dunning (1988) δείχνει να δίνει μια προτεραιότητα στον ρόλο της εσωτερικοποίησης ως κύρια αιτία της αποτυχίας της αγοράς. Τέλος, θα πρέπει να σημειωθεί ότι είναι λάθος να θεωρείται το εκλεκτικό παράδειγμα συνώνυμο της θεωρίας της εσωτερικοποίησης.

4. Μακροπρόθεσμη τάση των Α.Ξ.Ε.

Οι διαφορές στις άμεσες επενδύσεις που παρατηρούνται μεταξύ των χωρών είναι αποτέλεσμα της διαφορετικής οικονομικής πολιτικής που εφαρμόζεται σε κάθε χώρα. Για παράδειγμα, η Ιρλανδία αποτελεί το πλέον χαρακτηριστικό σημείο αναφοράς χώρας η οποία ασκεί ενεργητική πολιτική με στόχο την προσέλκυση ξένων επενδύσεων ως μέσο για τη βιομηχανική της ανάπτυξη.

Σύμφωνα με τον Οργανισμό Οικονομικής Συνεργασίας και Ανάπτυξης⁴ (ΟΟΣΑ), οι εισροές (Inflows of FDI) και οι εκροές Α.Ξ.Ε. (Outflows of FDI), σε παγκόσμια κλίμακα, μειώθηκαν από το 2001 ύστερα από μια θεαματική επενδυτική άνθηση προς τα τέλη της δεκαετίας του '90. Οι Α.Ξ.Ε. στις χώρες του ΟΟΣΑ συνέχισαν την ανοδική πορεία μέχρι το 2004⁵. Από το 2004 και μετά οι εισροές ξένων επενδύσεων αυξήθηκαν μόλις 5% και οι εκροές κατά 29%⁶. Το παγκόσμιο περιβάλλον για τις άμεσες επενδύσεις γνώρισε περαιτέρω πρόοδο το 2006, ενώ την ίδια χρονική περίοδο η συνεχιζόμενη οικονομική μεγέθυνση και η κερδοφορία των επιχειρήσεων χαρακτηρίζει την οικονομική πραγματικότητα. Επιπλέον, οι πολυεθνικές επιχειρήσεις βασιζόμενες στις αναδυόμενες οικονομίες, οδηγήθηκαν στις συγχωνεύσεις επιχειρήσεων των χωρών του ΟΟΣΑ.

⁴ www.oecd.org, Factbook 2009

⁵ www.oecd.org, Factbook 2009

⁶ www.oecd.org, Factbook 2009

Οι Α.Ξ.Ε. στις χώρες του ΟΟΣΑ αυξήθηκαν κατά 31% το 2007 φτάνοντας τα \$1369 δις. Οι Η.Π.Α., το Ηνωμένο Βασίλειο, το Λουξεμβούργο και η Γαλλία ήταν οι κύριοι προορισμοί των Α.Ξ.Ε. ανάμεσα στις 30 χώρες – μέλη του ΟΟΣΑ. Οι επενδύσεις στην Ευρωπαϊκή Ένωση αυξήθηκαν κατά 40% αγγίζοντας τα \$1080 δις, ενώ στην Κίνα, τη χώρα στην οποία το 2005 προοριζόταν το μεγαλύτερο μέρος των Α.Ξ.Ε., μειώθηκαν κατά \$1 δις το 2006 ενώ αυξήθηκαν κατά 77% το 2007. Οι εκροές άμεσων επενδύσεων από τις χώρες του ΟΟΣΑ αυξήθηκαν πάνω από 50% φτάνοντας τα \$1819 δις το 2007, ενώ συνέχισαν να έχουν ένα σημαντικό θετικό ισοζύγιο επενδύσεων γύρω από το ιστορικά υψηλό όριο των \$500 δις (OECD Factbook, 2009).

Στον Πίνακα 1 παρουσιάζεται το Απόθεμα Παθητικών Α.Ξ.Ε., σε εκατομμύρια δολάρια, για τα έτη 1990, 1995, 2000 και 2003-2006 για τις 30 χώρες-μέλη του ΟΟΣΑ καθώς και για τις Βραζιλία, Κίνα, Ινδία, Ρωσία και Νότια Αφρική. Το Απόθεμα Παθητικών Α.Ξ.Ε. μετρά το σύνολο των επενδυμένων κεφαλαίων μιας χώρας στο εξωτερικό.

	Πίνακας 1: Απόθεμα Παθητικών Α.Ξ.Ε. (σε εκ. \$)						
	1990	1995	2000	2003	2004	2005	2006
Αυστραλία	30495	53009	85385	161949	204347	178481	227445
Αυστρία	4747	11832	24820	55961	67785	65445	83234
Καναδάς	84813	118106	237647	318974	372652	390907	454766
Τσεχία	..	345	738	2284	3759	3610	5017
Δανία	..	24703	73074	102587	126298	129584	149194
Φινλανδία	11227	14993	52109	76050	85023	81663	94586
Γαλλία	110121	204430	445087	724445	845451	868495	1054785
Γερμανία	130760	233107	486750	720718	814798	843947	1025167
Ελλάδα	..	..	5852	12337	13791	13602	19560
Ουγγαρία	..	278	1279	3509	6022	7836	12180
Ισλανδία	75	177	663	1733	4025	10085	13820
Ιρλανδία	..	..	27925	73322	106692	104152	123296
Ιταλία	60195	106319	180274	238888	280481	293475	378931
Ιαπωνία	201440	238452	278441	335500	370544	386581	449567
Κορέα	..	..	..	24986	32165	38683	49187
Λουξεμβούργο	..	4703	7927	21355	27883	33410	..
Μεξικό	..	..	..	14088	18520	24994	30753
Ολλανδία	106896	172675	305459	523207	587252	613484	718828
Νέα Ζηλανδία	..	7676	6065	11966	13885	11375	12382
Νορβηγία	10889	22521	46302	82615	92630	97704	119456
Πολωνία	..	463	1059	2687	2959	7039	19472
Πορτογαλία	..	..	19793	34443	43940	41966	53814
Σλοβακία	..	139	379	827	842	597	1176
Ισπανία	..	36547	167718	292464	370933	375047	517096
Σουηδία	50720	73143	123234	183631	214826	208836	262224
Ελβετία	66087	142481	232176	341384	400590	428039	518072
Τουρκία	..	..	3668	6138	7060	8315	8866
Ηνωμένο Βασίλειο	229307	304865	897845	1187045	1247190	1198637	1442165
Η.Π.Α.	616655	885506	1531607	2054464	2498494	2651721	2935977
ΕΕ27 σύνολο	..	..	..	..	7905820	7482434	9247518
ΟΟΣΑ σύνολο	1714426	2656470	5243274	7609557	8860835	9117711	10781017
από τις οποίες: Κλάδος	35	29	28	22	21	19	..
Υπηρεσίες	34	66	67	73	72	74	..
Βραζιλία	..	..	..	54892	69196	79259	113925
Κίνα	..	..	..	..	52704	64493	90630

Ινδία	..	..	2609	7392	10072	12832	25520
Ρωσική Ομοσπονδία	..	2420	20141	90873	107291	146679	216488
Νότια Αφρική	15010	23301	32325	27185	39083	37706	50826

Πηγή: www.oecd.org

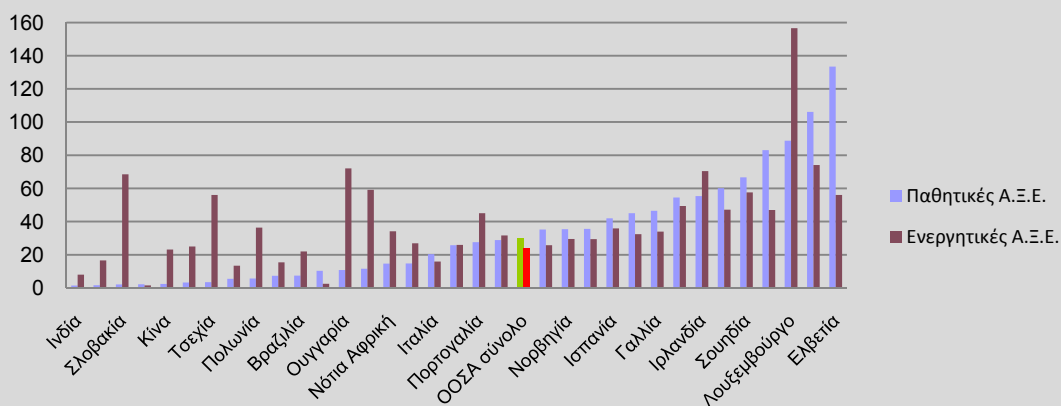
Ο Πίνακας 2 παραθέτει το Απόθεμα Ενεργητικών Α.Ξ.Ε., εκφρασμένες σε εκατομμύρια δολάρια, για τις 30 χώρες του ΟΟΣΑ καθώς επίσης την Βραζιλία, την Κίνα, την Ινδία, τη Ρωσία και τη Νότια Αφρική για τα έτη 1990, 1995, 2000 και 2003-2006. Το Απόθεμα Ενεργητικών Α.Ξ.Ε. μετρά το σύνολο των εισερχόμενων χρηματικών ροών που είναι επενδυμένες σε μια χώρα από ξένες χώρες.

	Πίνακας 2: Απόθεμα Ενεργητικών Α.Ξ.Ε. (σε εκ. \$)						
	1990	1995	2000	2003	2004	2005	2006
Αυστραλία	73615	104074	111138	199340	261552	207952	249867
Αυστρία	10972	19721	30431	53844	62337	69454	84025
Καναδάς	112850	123182	212723	289157	315247	339406	376535
Τσεχία	..	7350	21647	45286	57246	60662	79838
Δανία	..	23801	73573	100236	116486	115955	135385
Φινλανδία	5132	8465	24272	50257	57379	54587	67991
Γαλλία	84931	191433	259773	527625	641807	628072	771499
Γερμανία	74067	104367	462529	666174	719260	631176	750196
Ελλάδα	..	..	14113	22454	28482	29189	41317
Ουγγαρία	569	11304	22856	48345	62624	61970	81607
Ισλανδία	147	149	491	1190	1998	4696	7833
Ιρλανδία	..	..	127088	222837	207647	163530	156591
Ιταλία	60009	65347	121169	180891	220720	224079	294877
Ιαπωνία	9850	33508	50322	89729	96984	100899	107634
Κορέα	..	..	..	66070	87766	104879	119143
Λουξεμβούργο	..	18503	23492	41730	49733	43721	66658
Μεξικό	22424	41130	97170	175062	197458	217194	236231
Ολλανδία	68729	116051	243730	426611	477218	451078	502226
Νέα Ζηλανδία	..	25728	28070	44606	52573	52190	63358
Νορβηγία	12404	19836	30261	48967	78338	76431	99493
Πολωνία	109	7843	34233	57841	85506	90575	124363
Πορτογαλία	..	18973	32043	60585	66970	63339	87959
Σλοβακία	..	1297	4761	15738	21881	23656	38334
Ισπανία	..	110291	156347	339652	395984	370997	442787
Σουηδία	12636	31089	93972	157084	196369	171768	226387
Ελβετία	34245	57064	86810	162238	197669	170835	218024
Τουρκία	..	..	19209	33537	38522	71297	88309
Ηνωμένο Βασίλειο	203905	199772	438631	606157	701913	840652	1131827
Η.Π.Α.	505346	680066	1421017	1576983	1727062	1874263	2151616
ΕΕ27 σύνολο	..	..	..	..	6903789	6635656	8338337
ΟΟΣΑ σύνολο	1291940	2020343	4241872	6310226	7224731	7314503	8801909
από τις οποίες: Κλάδος	34	29	17	12	19	16	..
Υπηρεσίες	27	57	74	81	76	79	..
Βραζιλία	..	..	..	132818	161259	195562	236186
Κίνα	..	..	..	..	368970	471549	612508
Ινδία	..	..	20278	36374	44668	50614	70189
Ρωσική Ομοσπονδία	..	345	32204	96729	122295	180228	265873
Νότια Αφρική	9210	15014	43451	46869	64451	78986	87765

Πηγή: www.oecd.org

Στο Διάγραμμα 1 απεικονίζεται το Απόθεμα Α.Ξ.Ε. για ορισμένες από τις χώρες που βρίσκονται στους Πίνακες 1 και 2.

Διάγραμμα 1: Απόθεμα Α.Ξ.Ε. ως ποσοστό του ΑΕΠ, 2006 ή του τελευταίου διαθέσιμου έτους
 Πηγή: www.oecd.org



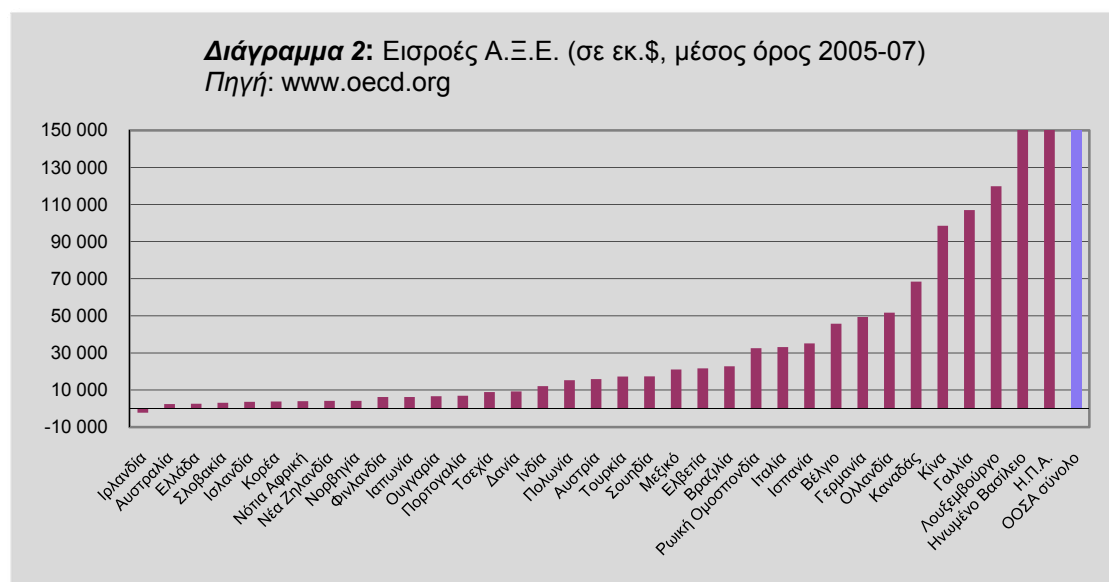
Στον Πίνακα 3 εμφανίζονται οι εισροές Α.Ξ.Ε. για τα έτη 2000-2007 για τις ίδιες χώρες που εμφανίζονται και στους παραπάνω πίνακες. Όπως παρατηρείτε το μεγαλύτερο μερίδιο ανήκει στις Η.Π.Α., το Ηνωμένο Βασίλειο, το Λουξεμβούργο, τη Γαλλία και την Κίνα ενώ στις τελευταίες θέσεις βρίσκονται οι Ιρλανδοί με την Αυστραλία και την Ελλάδα.

Πίνακας 3: Εισροές Α.Ξ.Ε. (σε εκ.\$)								
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Αυστραλία	13950	8297	16996	7975	36105	-35206	18889	23577
Αυστρία	8842	5921	357	7151	3892	10777	6191	30680
Βέλγιο	..	..	16265	33508	43583	34351	63948	39065
Καναδάς	66796	27670	22146	7486	-364	28923	69044	107435
Τσεχία	4980	5645	8483	2109	4975	11654	6019	9132
Δανία	31306	11525	6633	2597	-10721	12891	3625	11218
Φινλανδία	8836	3732	8053	3322	2828	4747	5484	8477
Γαλλία	43258	50485	49079	42538	32585	84887	78198	157974
Γερμανία	198313	26419	53571	32398	-10195	41943	55199	50932
Ελλάδα	1108	1589	50	1276	2103	606	5366	1918
Ουγγαρία	2763	3936	2994	2137	4508	7711	6789	5573
Ισλανδία	170	173	91	328	654	3075	3959	3836
Ιρλανδία	25784	9653	29350	22803	-10614	-31670	-938	25896
Ιταλία	13377	14873	14558	16430	16824	19959	39261	40209
Ιαπωνία	8318	6244	9239	6324	7819	2778	-6503	22548
Κορέα	9283	3528	2392	3526	9246	6309	3645	1579
Λουξεμβούργο	..	..	115242	89287	78687	115955	124972	118820
Μεξικό	18001	29528	23017	16591	22876	20823	19225	23230
Ολλανδία	63866	51937	25060	21063	4602	47666	7985	99457
Νέα Ζηλανδία	1344	-113	1658	2441	2525	1489	8016	2871
Νορβηγία	7095	2122	791	3472	2544	5414	6473	603
Πολωνία	9446	5697	4121	4867	12484	9542	18913	17563
Πορτογαλία	6637	6232	1801	7155	1936	3927	11311	5633
Σλοβακία	2383	1584	4144	2161	3033	2427	4175	2867
Ισπανία	39582	28347	39249	25844	24775	25005	26903	53395
Σουηδία	23431	10905	12269	4980	11022	10175	23072	18779
Ελβετία	19266	8859	6284	16505	933	-1540	26289	40403
Τορκία	982	3352	1133	1752	2786	10026	19912	21957
Ηνωμένο Βασίλειο	118824	52650	24052	16846	56002	175974	147716	185968
Η.Π.Α.	321274	167021	84372	63750	145966	112638	241961	237542

Βραζιλία	32779	22457	16590	10144	18166	15066	18782	34585
Κίνα	38399	44241	49308	47077	54937	79127	78095	138413
Ινδία	3584	5472	5626	4323	5771	6677	17453	..
Ρωσική Ομοσπονδία	2714	2748	3377	7958	15444	12886	29701	55073
Νότια Αφρική	969	7270	1480	783	701	6522	-184	5746
ΕΕ27 σύνολο	..	..	..	..	303366	719451	771716	1079243
ΟΟΣΑ σύνολο	1069214	547810	583451	468622	503398	743256	1045099	1369136

Πηγή: www.oecd.org

Στο διάγραμμα 2 παρουσιάζονται οι εισροές Α.Ξ.Ε. ως μέσος όρος για τη διετία 2005-2007 σε εκατομμύρια δολάρια. Όπως και στον Πίνακα 3, έτσι και στο διάγραμμα γίνεται εμφανής η κυριαρχία των αναπτυγμένων χωρών ως προς την προσέλκυση ξένων κεφαλαίων έναντι των υπολοίπων.



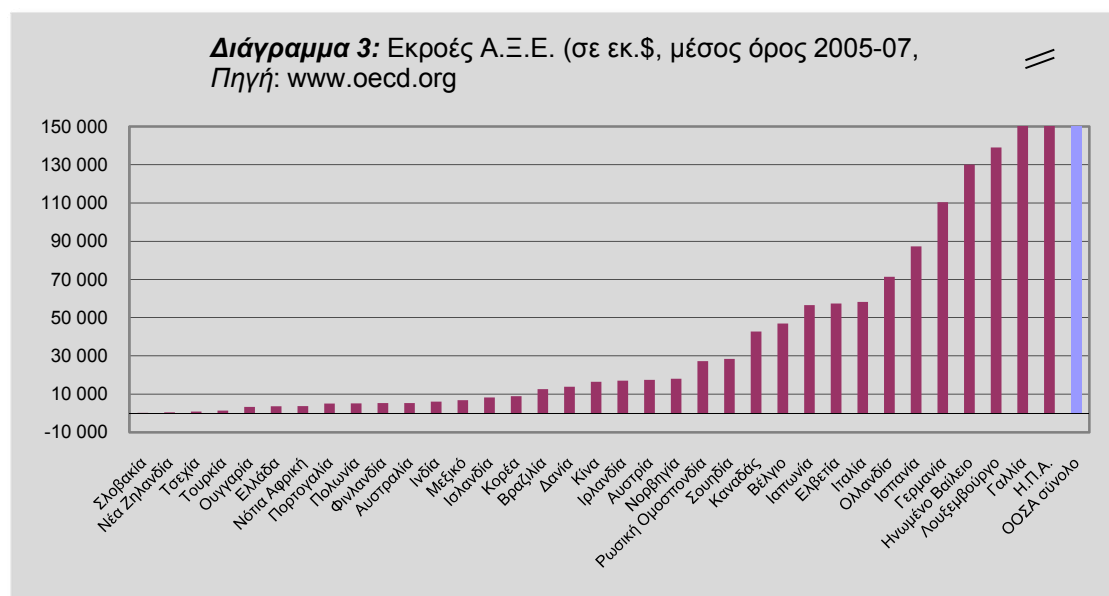
Ο Πίνακας 4 παρουσιάζει τις εκροές Α.Ξ.Ε. για τα την χρονική περίοδο 2000-2007. Είναι εμφανές ότι όπως και στις εισροές ξένων επενδύσεων, έτσι και στις εκροές οι βιομηχανοποιημένες χώρες είναι αυτές που πρωταγωνιστούν. Ουραγοί στην εξαγωγή κεφαλαίων είναι η Σλοβακία, η Νέα Ζηλανδία, η Τσεχία, η Τουρκία, η Ουγγαρία και η Ελλάδα.

	Πίνακας 4: Εκροές Α.Ξ.Ε. (σε εκ.\$)							
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Αυστραλία	3158	11962	7852	16205	10960	-33438	23816	25689
Αυστρία	5741	3138	5812	7143	8305	11198	9665	31443
Βέλγιο	..	..	12288	38359	34038	32640	56202	51855
Καναδάς	44678	36037	26761	22935	43684	33544	45246	49460
Τσεχία	43	165	206	207	1014	-19	1469	1335
Δανία	23093	13376	5695	1124	-10371	16196	8498	16989
Φινλανδία	24035	8372	7378	-2282	-1080	4220	3163	8624
Γαλλία	177482	86783	50486	53197	56762	114964	121376	224640

Γερμανία	56567	39691	18963	5827	20559	68834	94753	167454
Ελλάδα	2137	616	655	413	1030	1450	4169	5339
Ουγγαρία	620	368	278	1644	1119	2206	3622	4117
Ισλανδία	393	342	320	373	2553	7063	5319	12476
Ιρλανδία	4630	4066	11035	5555	18079	14304	14743	22052
Ιταλία	12318	21476	17138	9079	19273	41795	42091	90797
Ιαπωνία	31539	38349	32280	28799	30963	45830	50244	73545
Κορέα	4999	2420	2617	3426	4650	4291	7126	15276
Λουξεμβούργο	..	..	125770	99863	84083	124544	110675	181882
Μεξικό	..	4404	891	1253	4432	6474	5758	8256
Ολλανδία	75649	50602	32046	44076	29181	135723	47121	31169
Νέα Ζηλανδία	609	-1082	372	879	-523	-1665	374	2810
Νορβηγία	9510	807	5760	6065	5317	21970	21138	11174
Πολωνία	17	-89	229	305	767	3395	8878	3229
Πορτογαλία	8134	6263	-149	6590	7457	2110	6975	6218
Σλοβακία	29	65	11	247	-21	149	369	204
Ισπανία	58224	33113	32744	28745	60567	41804	100305	119628
Σουηδία	40976	7328	10596	21129	20758	26577	22049	36696
Ελβετία	44698	18326	8212	15443	26282	51341	69890	50984
Τουρκία	870	497	175	499	780	1064	924	2101
Ηνωμένο Βασίλειο	233488	58885	50347	62439	91083	80818	79470	229872
Η.Π.Α.	159212	142349	154460	149564	316223	36235	241244	333271
ΕΕ27 σύνολο	..	..	..	..	458609	826602	916733	1330483
ΟΟΣΑ σύνολο	1022848	588630	621228	629100	887925	895618	1206670	1818586
Βραζιλία	2282	-2258	2482	249	9471	2517	28203	7067
Κίνα	916	6884	2518	-152	1805	11306	21160	16995
Ινδία	510	1398	1678	1879	2179	2495	9670	..
Ρωσική Ομοσπονδία	3177	2533	3966	9727	13782	12768	23151	45916
Νότια Αφρική	277	-3515	-402	553	1305	909	6536	3757

Πηγή: www.oecd.org

Τέλος, στο Διάγραμμα 3 παρουσιάζονται οι εκροές Α.Ξ.Ε. ως μέσος όρος για τα έτη από το 2005 μέχρι το 2007.



5. Α.Ξ.Ε. και Ελλάδα

Από τις αρχές της δεκαετίας του '50 η Ελλάδα έχει υιοθετήσει πολιτικές οι οποίες ενθαρρύνουν την εισροή κεφαλαίων από το εξωτερικό. Η φοροαπαλλαγή και οι θεσμικές μεταρρυθμίσεις αποτελούν δύο από τα σημαντικότερα μέτρα που επιτρέπουν την ελεύθερη μετακίνηση κεφαλαίων και τον επαναπατρισμό των κερδών. Ωστόσο, το μέγεθος των Α.Ξ.Ε. παρά τα παραπάνω μέτρα κυμαινόταν σε χαμηλά επίπεδα μέχρι το 1960. Στην δεκαετία του '60 οι Α.Ξ.Ε. σημείωσαν ανοδική πορεία για ένα μικρό χρονικό διάστημα και μετά παρέμειναν περιορισμένες μέχρι τις αρχές του 1990 καθώς τα προγράμματα ιδιωτικοποιήσεων δεν ενθάρρυναν την προσέλκυση ξένων στρατηγικών επενδύσεων. Από τότε οι Α.Ξ.Ε. αυξάνονται πλησιάζοντας έως και το 14% του εγχώριου σταθερού κεφαλαίου, το 1995. Πρόσφατες αλλαγές στην κυβερνητική πολιτική οι οποίες προσφέρουν επιπλέον υποστήριξη στις ξένες επιχειρήσεις κυρίως μέσω των θεσμικών μεταρρυθμίσεων έχουν συνεισφέρει στην επιπλέον προσέλκυση ξένων επενδύσεων (Barbosa και Lougi, 2002).

Το Ίδρυμα Οικονομικών και Βιομηχανικών Ερευνών (IOBE) σύμφωνα με την ειδική μελέτη του 2004 για τις ξένες επενδύσεις στην Ελλάδα θεωρεί ότι η Ελλάδα δεν έχει εκμεταλλευτεί τις δυνατότητές της και δεν θα πρέπει να είναι ικανοποιημένη από τη συμμετοχή της στο διεθνή καταμερισμό επενδύσεων. Συγκεκριμένα⁷:

- Η εξέλιξη των Α.Ξ.Ε. παρουσιάζει δύο βασικά χαρακτηριστικά. Πρώτον, παρατηρείται σημαντική αύξηση μέχρι και το τέλος της δεκαετίας του '90 και δεύτερον, εμφανίζεται μια γεωγραφική ανακατανομή των Α.Ξ.Ε. στα κράτη μέλη του ΟΟΣΑ. Οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές μεταξύ των μελών του ΟΟΣΑ, και κυρίως ανάμεσα στις Η.Π.Α, Ιαπωνία και Ευρωπαϊκή Ένωση διαμόρφωσαν την πορεία των Α.Ξ.Ε. την περίοδο 1980-2002.
- Για την Ελλάδα, την ίδια χρονική περίοδο, τα πράγματα ήταν κάπως διαφορετικά. Η συμμετοχή της Ελλάδας στη διεθνή κινητικότητα κεφαλαίων ήταν περιορισμένη. Η πηγή του προβλήματος μπορεί να αποδοθεί στην αποχή της Ελλάδας από τις εξαγορές και τις συγχωνεύσεις που έλαβαν μέρος τη δεκαετία του '90, αφού δεν υπήρχαν τα κατάλληλα κίνητρα για την προσέλκυση στρατηγικών

⁷ Πηγή: http://www.iobe.gr/index.asp?a_id=172&news_id=381, τελευταία πρόσβαση 28/08/2009

επενδυτών. Αντίθετα, προτιμούνταν η πώληση μεριδίων των υπό ιδιωτικοποίηση εταιριών στους ξένους θεσμικούς επενδυτές.

- Παράλληλα, χώρες όπως η Ισπανία και η Πορτογαλία βελτίωσαν την ελκυστικότητά τους για εισροές ξένων επενδύσεων, αφού εκμεταλλεύτηκαν όλα τα πλεονεκτήματα από την ένταξη τους στην Ευρωπαϊκή Ένωση και στην Ο.Ν.Ε. (π.χ. χρησιμοποίηση κοινοτικών πλαισίων στήριξης για έργα υποδομής). Χαρακτηριστικά αναφέρεται ότι την περίοδο 1980-2002 οι Α.Ξ.Ε. της Πορτογαλίας και της Ισπανίας κατέγραψαν έντονες αυξήσεις κατά 1100% και 4136% αντίστοιχα.
- Στην προσπάθεια αντιμετώπισης της αδυναμίας προσέλκυσης ξένων επενδύσεων, η Ελλάδα γρήγορα συνειδητοποίησε την ανάγκη διαμόρφωσης πολιτικών κινήτρων. Μια σειρά από νομοθετικές ρυθμίσεις έχουν λάβει μέρος από την πρώτη μεταπολεμική δεκαετία. Με το νόμο 2687/53 διαμορφώθηκε το κατάλληλο θεσμικό πλαίσιο για την αύξηση της ελκυστικότητας της χώρας ως επενδυτικού προορισμού. Στη δεκαετία του '90, με την ψήφιση του νόμου 2601/98, η χώρα προσέγγισε τα επίπεδα των επενδυτικών κινήτρων - επιχορηγήσεις, επιδοτήσεις τόκων και φορολογικές απαλλαγές- της Ισπανίας. Όμως, τα αποτελέσματα δεν ήταν τα αναμενόμενα και η εξέλιξη των εισροών Α.Ξ.Ε. ήταν κάθε άλλο παρά ικανοποιητική.
- Η ένταξη της Ελλάδας στην Ευρωπαϊκή Οικονομική Κοινότητα (Ε.Ο.Κ.) και η εισδοχή της στην Ο.Ν.Ε., δεν είχαν τα προσδοκώμενα αποτελέσματα ως τις εισροές ξένων επενδύσεων. Έτσι, γεννάται το ερώτημα γιατί η Ελλάδα δεν μπόρεσε να ακολουθήσει την πορεία που θα έπρεπε και να αποτελέσει σημαντικό πόλο έλξης ξένων επενδύσεων.
- Για την απάντηση των παραπάνω η μελέτη του IOBE χρησιμοποιεί στοιχεία που προκύπτουν από μελέτες αξιολόγησης διεθνών οργανισμών όπως το World Economic Forum (WEF) και το Economist Intelligence Unit (EIU). Οι μελέτες αυτές χρησιμοποιούν ένα ευρύ φάσμα δεικτών για να καλύψουν όλους τους παράγοντες που διαμορφώνουν το επιχειρηματικό περιβάλλον και κατά συνέπεια την

ανταγωνιστικότητα της οικονομίας κάθε χώρας. Συγκεκριμένα, επιλέχθηκαν οι πιο κατάλληλοι δείκτες και ομαδοποιήθηκαν έτσι ώστε να καταστεί δυνατόν να αξιολογηθεί η εικόνα της Ελλάδας στα μάτια του ξένου επενδυτή, τόσο σε ότι αφορά στην ανταγωνιστικότητα και το δυναμισμό της εν γένει, όσο και σε ότι αφορά στην αποτελεσματικότητα μέτρων μακροοικονομικής και μικροοικονομικής πολιτικής που μπορούν να επηρεάσουν ευμενώς το επιχειρηματικό περιβάλλον.

- Ιδιαίτερο ενδιαφέρον παρουσιάζει η σύγκριση των δεικτών μέτρησης της αποτελεσματικότητας της πολιτικής μεταξύ Ελλάδας και χωρών της Κεντρικής και Ανατολικής Ευρώπης (Κ.Α.Ε.). Η αξιοσημείωτη βελτίωση των δεικτών μέτρησης της αποτελεσματικότητας και του δυναμισμού των οικονομιών των χωρών αυτών οδηγεί σε σταδιακή υποχώρηση της θέσης της Ελλάδας.
- Από την ανάλυση των δεδομένων προκύπτει ότι ορισμένοι διαρθρωτικοί και οικονομικοί παράγοντες (αγορά εργασίας, οικονομική και πολιτική σταθερότητα, υποδομές, κίνητρα) διαμορφώνουν καθοριστικό ρόλο στην προσέλκυση ξένων επενδύσεων.
- Στα συμπεράσματα του IOBE τονίζεται ότι τα σημάδια για ανάκαμψη και προσέλκυση επενδύσεων δεν είναι ενθαρρυντικά. Οι προοπτικές θα συνεχίσουν να είναι δυσμενείς στο βαθμό που τα μέτρα πολιτικής δεν συνιστούν ένα συνεκτικό πλέγμα για την αύξηση της αποτελεσματικότητας της οικονομίας και συνεχιστεί ο αποσπασματικός χαρακτήρας θεσμικών μεταρρυθμίσεων.

Ουραγός στην κατάταξη με τις χώρες του ΟΟΣΑ ως προς την προσέλκυση επενδύσεων είναι η Ελλάδα. Κατά το 2007, μόνο το 0,1% του συνόλου των Α.Ξ.Ε. ύψους €1,3 τρις που διακινήθηκαν στις 30 χώρες του ΟΟΣΑ έφτασε στην Ελλάδα. Το ποσοστό αυτό είναι μειωμένο σε σχέση με την προηγούμενη χρονιά όπου είχε διαμορφωθεί στο 0,5% επί συνόλου επενδύσεων €1 τρις.

Σύμφωνα με την περιοδική έκθεση του ΟΟΣΑ για τις Α.Ξ.Ε. το 2007 οι άμεσες ξένες επενδύσεις στην Ελλάδα έφθασαν στα €1,9 δις μειωμένες κατά 64% σε

σχέση με το 2006. Η θέση της Ελλάδας για το 2007 ως προς την προσέλκυση ξένων επενδύσεων ήταν η τρίτη χαμηλότερη στις χώρες του ΟΟΣΑ. Αναφορικά με τις εκροές επενδύσεων από την Ελλάδα, η εικόνα είναι κάπως καλύτερη. Το 2007 οι επενδύσεις της Ελλάδας σε χώρες του εξωτερικού ανήλθαν στα €5,3 δις παρουσιάζοντας αύξηση κατά 28,1% σε σχέση με το 2006 που είχαν φθάσει τα €4,2 δις.

6. Εμπειρική Ανάλυση

6.1 Δείγμα

Η συγκεκριμένη μελέτη βασίζεται σε στοιχεία που έχουν συλλεχθεί από τους ισολογισμούς των επιχειρήσεων. Πιο αναλυτικά, τα δεδομένα αφορούν δυο δείγματα. Το ένα δείγμα περιλαμβάνει χρηματοοικονομικά στοιχεία για 140 ελληνικές επιχειρήσεις και το δεύτερο ίδιου χαρακτήρα στοιχεία για 140 ξένες επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στην ελληνική οικονομία. Και τα δύο δείγματα αναφέρονται για το έτος 2008. Πηγή των δεδομένων αποτελεί η ICAP⁸, μια ελληνική εταιρία η οποία παρέχει χρηματοοικονομικές και επιχειρηματικές πληροφορίες. Μέσα από τη βάση δεδομένων της ICAP, επιλέχθηκαν με τυχαίο τρόπο οι εταιρίες οι οποίες θα μελετηθούν. Στην συνέχεια, με κριτήριο το ποσοστό συμμετοχής των ελλήνων και ξένων επενδυτών στη μετοχική σύνθεση των εταιριών, χωρίστηκαν σε δύο κατηγορίες με τον εξής τρόπο. Αν το 50% και άνω του μετοχικού κεφαλαίου ανήκει σε έλληνες επενδυτές τότε η επιχείρηση θεωρείται ελληνική, διαφορετικά εντάσσεται στην κατηγορία των ξένων. Το μέγεθος και των δύο δειγμάτων είναι περιορισμένο λόγω της μη διαθεσιμότητας στοιχείων σε ηλεκτρονική μορφή.

Το σύνολο των επιχειρήσεων μπορεί να χωρισθεί (και για τα δύο δείγματα) σε διάφορους κλάδους σύμφωνα με την παραγωγική τους δραστηριότητα ώστε να βγουν χρήσιμα συμπεράσματα. Παρακάτω παρουσιάζεται ο πίνακας με τις επιχειρήσεις και τους κλάδους καθώς και το σύνολό τους σε καθέναν από αυτούς.

Πίνακας 5: Κατανομή Επιχειρήσεων σε Κλάδους

Ξένες Επιχειρήσεις	Αριθμός Επιχειρήσεων	Ελληνικές Επιχειρήσεις	Αριθμός Επιχειρήσεων
Βιομηχανία		Βιομηχανία	
Εκδόσεις Εφημερίδων - Περιοδικών	1	Εκδόσεις Εφημερίδων - Περιοδικών	4
Προϊόντα μη Μεταλλικών Ορυκτών	5	Ποτά	1

⁸ www.icap.gr

Ελαστικό - Πλαστικά	5	Μεταλλικά Προϊόντα & Κατασκευές	6
Μεταλλικά Προϊόντα & Κατασκευές	3	Είδη Διατροφής	12
Διάφορα Προϊόντα	1	Ενδύματα - Εσώρουχα - Αξεσουάρ	1
Είδη Διατροφής	7	Εκδόσεις, Εκτυπώσεις, Γραφικές Τέχνες	2
Φάρμακα - Καλλυντικά - Απορρυπαντικά	12	Μεταφορικά Μέσα - Ναυπηγεία	3
Ηλεκτρολογικό - Ηλεκτρονικό Υλικό	2	Βιομηχανία (Μεταλλουργικά Προϊόντα)	3
Μεταλλουργ. Προϊόντα	1	Προϊόντα μη Μεταλλικών Ορυκτών	2
Προϊόντα Πετρελαίου & Άνθρακα	1	Χαρτί & Προϊόντα	2
Εμφιάλωση Υγραερίων	1	Χημικά - Αέρια - Χρώματα - Εκρηκτικά	1
Χημικά - Αέρια - Χρώματα - Εκρηκτικά	3	Βιομηχανία (Προϊόντα Καπνού)	1
Εκδόσεις, Εκτυπώσεις, Γραφικές Τέχνες	1	Κλωστοϋφαντουργικά Προϊόντα	3
Ορυχεία - Μεταλλεία - Αλυκές	1	Ηλεκτρολογικό - Ηλεκτρονικό Υλικό	1
Ποτά	4	Ορυχεία - Μεταλλεία - Αλυκές	1
Χαρτί & Προϊόντα	1	Φάρμακα - Καλλυντικά - Απορρυπαντικά	1
	49	Ελαστικό - Πλαστικά	1
Εμπόριο			45
Είδη Διατροφής	3	Εμπόριο	
Μεταφορικά Μέσα	6	Οικιακές - Επαγγελματικές Συσκευές	3
Σουπερμάρκετ - Πολυκαταστήματα	7	Μέταλλα - Μεταλλικά Προϊόντα	1
Η/Υ - Μηχανές Γραφείου	1	Φάρμακα - Καλλυντικά - Απορρυπαντικά	3
Ηλεκτρολογικό - Ηλεκτρονικό Υλικό	3	Ενδύματα - Υποδήματα - Δερμάτινα Είδη	4
Φάρμακα - Καλλυντικά - Απορρυπαντικά	15	Σουπερμάρκετ - Πολυκαταστήματα	5
Ιατρικά - Εργαστηριακά - Επιστημονικά	2	Καύσιμα - Λιπαντικά - Υγραέρια	3
Διάφορα Είδη	2	Μεταφορικά Μέσα	1
Ενδύματα - Υποδήματα - Δερμάτινα Είδη	5	Η/Υ - Μηχανές Γραφείου	2
Ποτά	1	Διάφορα Είδη	2
Καύσιμα - Λιπαντικά - Υγραέρια	2	Βιβλία - Εφημερίδες - Περιοδικά	1
Μηχανήματα - Εργαλεία - Λειαντικά	1	Χημικά - Αέρια - Χρώματα - Εκρηκτικά	1
Οικιακές - Επαγγελματικές Συσκευές	1	Έπιπλα - Φωτιστικά	1
	49		27
Τουρισμός		Τουρισμός	
Ξενοδοχειακές Επιχειρήσεις	5	Ξενοδοχειακές Επιχειρήσεις	3
Επιχειρήσεις Ενοικίασης Αυτοκινήτων	1		3
Τουριστικές Επιχειρήσεις	1	Άλλος	
	7	Ιατρικές Υπηρεσίες	7
Άλλος		Τεχνικές - Οικοδομικές	12
Τεχνικές - Οικοδομικές	1	Χρηματοπιστηριακές Επιχειρήσεις	2
Ιατρικές Υπηρεσίες	4	Διάφορες Υπηρεσίες	4
Υπηρεσίες προς Επιχειρήσεις	5	Ραδιοφωνικές - Τηλεοπτικές Επιχειρήσεις	3
Ταχυδρομεία	3	Τηλεπικοινωνίες	3
Ασφάλειες	4	Ταχυδρομεία	3
Ραδιοφωνικές - Τηλεοπτικές Επιχειρήσεις	2	Υπηρεσίες προς Επιχειρήσεις	7
Τηλεπικοινωνίες	3	Χερσαίες Μεταφορές	5
Εστιατόρια - Κέντρα Διασκέδασης	2	Ασφαλιστικοί Πράκτορες - Μεσίτες	1
Υπηρεσίες Μεταφορών	1	Διαφημίσεις	1
Κινηματογράφοι - Θέατρα	1	Θαλάσσιες Μεταφορές	1
Διάφορες Υπηρεσίες	1	Κινηματογράφοι - Θέατρα	1
Πληροφορική	2	Τυχερά Παιχνίδια - Καζίνο	1

Τράπεζες	3	Αποθηκεύσεις	2
Τυχρά Παιχνίδια - Καζίνο	1	Χρηματοοικονομικές Υπηρεσίες	3
Θαλάσσιες Μεταφορές	1	Ασφάλειες	1
Διαφημίσεις	1	Υπηρεσίες Μεταφορών	3
	35	Πληροφορική	1
		Ενέργεια - Νερό	2
		Ψυχαγωγία	1
		Τράπεζες	1
			65
Σύνολο	140	Σύνολο	140

Όπως παρατηρούμε στον Πίνακα 5, το μεγαλύτερο μέρος των ξένων επιχειρήσεων δραστηριοποιούνται στο βιομηχανικό τομέα (σύνολο: 49) και στο εμπόριο (σύνολο: 49), ενώ 7 από τις 140 επιχειρήσεις στον τουρισμό και οι υπόλοιπες σε διάφορους άλλους κλάδους όπως υπηρεσίες προς άλλες επιχειρήσεις, τράπεζες, τηλεπικοινωνίες, ασφάλειες. Αντιθέτως, οι ελληνικές επιχειρήσεις στο σύνολό τους ανήκουν σε διάφορους κλάδους (σύνολο: 65) παρουσιάζοντας υψηλή διαφοροποίηση των επενδυτικών τους επιλογών. Στο μεγαλύτερο μέρος τους προσφέρουν υπηρεσίες χρησιμοποιώντας εργατικό δυναμικό κατά κύριο λόγο, ένδειξη της περιορισμένης χρήσης νέων τεχνολογιών και φυσικού κεφαλαίου ενώ οι ελληνικές βιομηχανίες δραστηριοποιούνται κυρίως στον κλάδο των τροφίμων και στα μεταλλικά προϊόντα και κατασκευές.

Τα δεδομένα από την ICAP περιλαμβάνουν σε αρχικό στάδιο τρεις μεταβλητές που δείχνουν ρυθμούς μεταβολής (ποσοστό μεταβολής των πωλήσεων, των συνολικών περιουσιακών στοιχείων και των κερδών μεταξύ των ετών 2007-08) και λογαριασμούς από τους ισολογισμούς όπως είναι η Καθαρά Αξία (Net Worth), το Βραχυπρόθεσμο Χρέος (Short-term Debt), τα Ακίνητα Περιουσιακά Στοιχεία (Fixed Assets), η Απογραφή (Inventory), το Σύνολο Ενεργητικού (Total Asset) και οι Καθαρές Πωλήσεις (Net Sales). Με βάση τα διαθέσιμα δεδομένα για το έτος 2008, κατασκευάστηκαν 23 χρηματοοικονομικοί δείκτες (βλ. Πίνακα 6) οι οποίοι υπολογίστηκαν ακολουθώντας το πλαίσιο της εργασίας που εισήγαγε ο Courtis (1978).

Πίνακας 6: Χρηματοοικονομικοί Δείκτες

Κατηγορία	Δείκτης	
1. Φερεγγυότητα		
(α) Βραχυπρόθεσμη Ρευστότητα	Rt_3	Καθαρό Λειτουργικό Κεφάλαιο προς Σύνολο Ενεργητικού
(β) Μακροπρόθεσμη Ρευστότητα	Rt_5	Μακροπρόθεσμος Δανεισμός συν Καθαρά Αξία προς Σταθερά Περιουσιακά Στοιχεία

2. Διαχειριστική Ικανότητα		
(α) Δομή Ενεργητικού	Rt_4	Σταθερά Περιουσιακά Στοιχεία προς Σύνολο Ενεργητικού
	Rt_6	Μακροπρόθεσμο Χρέος προς Συνολικό Χρέος
	Rt_7	Συνολικό Χρέος προς Σύνολο Ενεργητικού
	Rt_8	Καθαρή Αξία προς Μακροπρόθεσμο Κεφάλαιο
	Rt_9	Βραχυπρόθεσμο Χρέος προς Σύνολο Ενεργητικού
(β) Απογραφή	Rt_10	Απογραφή επί 360 προς Καθαρές Πωλήσεις
(γ) Πιστωτική Πολιτική	Rt_11	Πιστωτές επί 360 προς Καθαρές Πωλήσεις
	Rt_12	Λογαριασμοί Πληρωτέοι επί 360 προς Καθαρές Πωλήσεις
(δ) Διοίκηση (Administration)	Rt_18	Καθαρές Πωλήσεις προς Αριθμό Εργαζομένων
3. Κερδοφορία		
(α) Κύκλος Εργασιών	Rt_13	Καθαρές Πωλήσεις προς Σταθερά Περιουσιακά Στοιχεία
	Rt_14	Καθαρές Πωλήσεις προς Καθαρό Λειτουργικό Κεφάλαιο
	Rt_15	Καθαρές Πωλήσεις προς Σύνολο Ενεργητικού
	Rt_16	Καθαρές Πωλήσεις προς Καθαρά Αξία
(β) Περιθώριο Κέρδους	Rt_17	Καθαρά Κέρδη προς Ακαθάριστα Κέρδη
	Rt_19	Καθαρά Κέρδη προς Καθαρές Πωλήσεις
	Rt_20	Ακαθάριστα Κέρδη προς Καθαρές Πωλήσεις
(γ) Απόδοση Επενδύσεων	Rt_21	Καθαρά Κέρδη προς Καθαρά Αξία
	Rt_22	Καθαρά Κέρδη προς Σύνολο Ενεργητικού
4. Μεγέθυνση		
	Rt_23	% Μεταβολή στις Καθαρές Πωλήσεις
	Rt_24	% Μεταβολή στο Σύνολο Ενεργητικού
	Rt_25	% Μεταβολή στα Καθαρά Κέρδη

Όπως παρατηρούμε στον παραπάνω πίνακα οι χρηματοοικονομικοί δείκτες μπορούν να χωρισθούν σε τέσσερις κατηγορίες. Η πρώτη κατηγορία αναφέρεται στην Φερεγγυότητα (Solvency) της κάθε επιχείρησης έναντι των πιστωτών της. Η δεύτερη κατηγορία αφορά τις Διαχειριστικές Επιδόσεις (Managerial Performance) των στελεχών των επιχειρήσεων, ενώ η τρίτη και η τέταρτη κατηγορία επικεντρώνονται στην Κερδοφορία (Profitability) και τη Μεγέθυνση (Growth), αντίστοιχα. Για λόγους ευκολίας, σε κάθε δείκτη αντιστοιχεί ένας κωδικός της μορφής Rt_# ο οποίος και θα χρησιμοποιείται για λόγους συντομογραφίας στην εργασία. Για παράδειγμα, ο κωδικός Rt_3 είναι ο δείκτης *Καθαρό Λειτουργικό Κεφάλαιο προς Σύνολο Ενεργητικού*.

Συνοψίζοντας, οι επιχειρήσεις έχουν χωρισθεί σε δύο κατηγορίες: τις ελληνικές και τις ξένες. Κάθε κατηγορία περιλαμβάνει 140 επιχειρήσεις από διάφορους κλάδους της ελληνικής οικονομίας (βλ. Πίνακα 5), ενώ έχουν δημιουργηθεί 23 χρηματοοικονομικοί δείκτες για κάθε μία, βασιζόμενοι στους λογαριασμούς των ισολογισμών.

6.2 Μεθοδολογία

Το ερώτημα που προσπαθεί να απαντήσει η εργασία είναι να εξετάσει αν υπάρχουν διαφορές ως προς τις αποδόσεις μεταξύ ελληνικών και ξένων επιχειρήσεων που δραστηριοποιούνται στην ελληνική οικονομία, και αν υπάρχουν να εντοπίσει τους παράγοντες όπου διαμορφώνουν αυτές τις διαφορές. Η απάντηση του ερωτήματος παρουσιάζει μεγάλο ενδιαφέρον για την πορεία της ελληνικής οικονομίας στο σύνολό της.

Πραγματοποιώντας μια γρήγορη περιγραφική ανάλυση στα δεδομένα γίνεται εμφανής η υπεροχή της ομάδας των ξένων επιχειρήσεων έναντι των εγχώριων σε αρκετούς τομείς. Η ανάλυση βασίζεται στην εύρεση των μέσων μεγεθών στα αρχικά δεδομένα για κάθε μία από τις ομάδες. Μέσω αυτής της ανάλυσης δίνεται η δυνατότητα να εστιάσουμε σε διάφορα μεγέθη τα οποία ενδεχομένως να επηρεάζουν την απόδοση των επιχειρήσεων όπως είναι το σύνολο του ενεργητικού, οι καθαρές πωλήσεις, τα κέρδη και ο ρυθμός μεγέθυνσης.

Συγκεκριμένα η ανάλυση της χρηματοοικονομικής επίδοσης των δύο ομάδων αποδεικνύει ότι οι ξένες επιχειρήσεις έχουν υψηλότερη χρήση κεφαλαίου, διαχειρίζονται περισσότερα περιουσιακά στοιχεία, έχουν μεγαλύτερη πρόσβαση σε μακροχρόνιο δανεισμό ενώ υστερούν έναντι των εγχωρίων στη βραχυχρόνια χρηματοδότηση. Τέλος, οι ξένες επιχειρήσεις έχουν υψηλότερες πωλήσεις και παρουσιάζουν μεγαλύτερη κερδοφορία.

Με βάση την παραπάνω ανάλυση μπορούν να βγουν αρκετά συμπεράσματα σχετικά με την περαιτέρω προσέλκυση ξένων επενδύσεων στην Ελλάδα, ενώ παράλληλα δίνεται η κατεύθυνση την οποία πρέπει να ακολουθήσουν οι ελληνικές επιχειρήσεις ώστε να προσεγγίσουν τους ξένους ανταγωνιστές τους. Η παροχή επενδυτικών κινήτρων, η μείωση της φορολογίας, η δανειοδότηση με ευνοϊκούς

όρους είναι μερικά από τα μέτρα τα οποία θα ενισχύσουν τις ελληνικές επιχειρήσεις και θα τους δώσουν τα κίνητρα για να ακολουθήσουν το παράδειγμα των ξένων επιχειρήσεων. Το υψηλό επίπεδο ανταγωνισμού που επικρατεί σε ευρωπαϊκό αλλά και σε παγκόσμιο επίπεδο απαιτεί από τις επιχειρήσεις να είναι ευέλικτες ως προς τη λήψη άμεσων αποφάσεων, κάτι που με την σειρά του ταυτίζεται με τη δυνατότητα πρόσβασης σε δανειακά κεφάλαια. Έτσι, ο δανεισμός αποτελεί σημείο αναφοράς ως προς τον προσδιορισμό της απόδοσης των επιχειρήσεων.

Ακολουθώντας την εργασία του Van Der Wijst (1990), ενσωματώνεται στην ανάλυση η γενική μορφή του εμπειρικού μοντέλου που δίνεται από την παρακάτω εξίσωση:

$$Y_i = b_1 + b_2 S_i DC_i^{b_3} AS_i^{b_4} IT_i (\exp^{\sum_{j=1}^2 b_{6j} X_{1j}}) + U_i \quad (1)$$

όπου, Y_i είναι η μεταβλητή η οποία θα ερμηνευθεί, δηλαδή ο συνολικός, ο βραχυχρόνιος και μακροχρόνιος δανεισμός, η S_i υποδηλώνει μεταβλητή μεγέθους (στην περίπτωση μας τα συνολικά περιουσιακά στοιχεία – total assets), η DC_i ορίζεται ως απόσβεση επί του συνολικού κόστους, AS_i είναι η κεφαλαιακή διάρθρωση, IT_i είναι η απογραφή, X_i είναι ένα σύνολο από άλλες ερμηνευτικές μεταβλητές, i είναι ο δείκτης για την κατηγορία (ξένη ή ελληνική) όπου ανήκει η επιχείρηση, b είναι οι συντελεστές όπου θα υπολογισθούν και τέλος U_i είναι ο διαταρακτικός όρος.

Η εξίσωση (1) αποτελεί μια μη γραμμική εξίσωση και οι εκτιμημένοι συντελεστές της δίνονται από την μέθοδο μη γραμμικών ελαχίστων τετραγώνων χρησιμοποιώντας τον αλγόριθμο Marquardt (βλ. Marquardt, 1963). Το παραπάνω μοντέλο δίνει τη δυνατότητα εύρεσης των παραγόντων που επηρεάζουν τους διάφορους δείκτες του χρέους για κάθε ένα συνδυασμό συνολικών περιουσιακών στοιχείων, απογραφής και κεφαλαιακής δομής.

Όπως έχει τονισθεί, σκοπός της συγκεκριμένης εργασίας είναι ο προσδιορισμός των αποδόσεων των επιχειρήσεων με βάση τη διάρθρωση των δανειακών τους κεφαλαίων. Για το λόγο αυτό χρησιμοποιήθηκε και το παραπάνω μοντέλο αφού εξετάζει τους παράγοντες που διαφοροποιούν την απόδοση των

επιχειρήσεων εστιάζοντας σε δείκτες του χρέους και σε στοιχεία του ισολογισμού των εταιριών. Επιπλέον, τα δεδομένα που ήταν διαθέσιμα για τις επιχειρήσεις της ελληνικής οικονομίας οδήγησαν και αυτά με τη σειρά τους στη χρησιμοποίηση του συγκεκριμένου μοντέλου, ενώ αρκετές μελέτες που έχουν πραγματοποιηθεί μέχρι σήμερα και αφορούν την ελληνική πραγματικότητα το χρησιμοποιούν στην ανάλυσή τους. Μία από αυτές τις μελέτες είναι των Voulgaris et al. (2004).

Χρησιμοποιώντας το οικονομετρικό πακέτο EViews 5 εκτιμήθηκε η Εξίσωση (1) για τις ξένες και τις ελληνικές επιχειρήσεις. Αρχικά πραγματοποιήθηκε έλεγχος για την πιθανή ύπαρξη αυτοσυσχέτισης μεταξύ των μεταβλητών. Έτσι, από τον πίνακα αυτοσυσχέτισης των εξαρτημένων και ανεξάρτητων μεταβλητών παρατηρήθηκε ότι οι συντελεστές αυτοσυσχέτισης δεν είναι αρκετά μεγάλοι ώστε να δημιουργούν πρόβλημα στο εκτιμώμενο υπόδειγμα. Τέλος, ελέγχθηκαν οι εκτιμώμενες παλινδρομήσεις για πιθανή ύπαρξη ετεροσκεδαστικότητας και σε αυτές όπου υπήρχε πρόβλημα διορθώθηκε με το κριτήριο White (White Heteroskedasticity - Consistent Standard Errors & Covariances).

Στους Πίνακες 7 και 8 παρουσιάζονται τα αποτελέσματα για τον προσδιορισμό του βραχυπρόθεσμου χρέους, του μακροπρόθεσμου και του συνολικού χρέους για τις εγχώριες και τις ξένες επιχειρήσεις, αντίστοιχα. Σε κάθε περίπτωση χρησιμοποιείται το υπόδειγμα στην πλέον γενική του μορφή και στη συνέχεια παραλείπονται οι συντελεστές οι οποίοι δεν είναι στατιστικά σημαντικοί (σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας της τάξης του 5%), καταλήγοντας σε ένα πιο φειδωλό υπόδειγμα.

7. Αποτελέσματα της Εμπειρικής μελέτης

Στη συγκεκριμένη ενότητα της εργασίας αναλύονται τα αποτελέσματα από τις εξισώσεις όπου εκτιμήθηκαν για τις δύο ομάδες των επιχειρήσεων. Πιο αναλυτικά, μελετάμε τους παράγοντες που επηρεάζουν τη μεγέθυνση και γενικότερα την απόδοση των ξένων και των ελληνικών επιχειρήσεων βασιζόμενοι στην κεφαλαιακή τους διάρθρωση.

7.1 Ελληνικές επιχειρήσεις

Σύμφωνα με την ανάλυση (βλ. Πίνακα 7) παρατηρούνται σημαντικά αποτελέσματα κλίμακας από τους περισσότερους δείκτες, και ειδικότερα οι επιδράσεις φαίνονται να είναι μεγαλύτερες για το συνολικό χρέος (total debt).

Πίνακας 7: Αποτελέσματα Παλινδρομήσεων για Ελληνικές Επιχειρήσεις				
	Παλινδρόμηση:			
	01	02	03	04
Εξαρτημένη Μεταβλητή →	Συνολικό Χρέος Προς Σύνολο Ενεργητικού Rt 7	Βραχυπρόθεσμο Χρέος προς Σύνολο Ενεργητικού Rt 9	Μακροπρόθεσμο Χρέος Προς Σύνολο Ενεργητικού Rt 6	
Σταθερά	1,00106 (19,11)*	0,6131 (11,55)*	-0,1044 (-2,37)*	-0,0045 (-0,16)
Μέγεθος total assets	7,98E-11 (3,34)*	-4,62E-11 (-1,05)	6,61E-11 (2,63)*	8,54E-11 (2,27)*
Καθαρό Λειτουργικό Κεφάλαιο προς Σύνολο Ενεργητικού Rt 3	-0,67059 (-3,60)*	-	0,46107 (4,84)*	-
Σταθερά Περιουσιακά Στοιχεία προς Σύνολο Ενεργητικού Rt 4	-0,60221 (-5,60)*	-0,4379 (-4,72)*	0,82554 (10,29)*	0,60380 (8,65)*
Μακροπρόθεσμος Δανεισμός συν Καθαρά Αξία προς Σταθερά Περιουσιακά Στοιχεία Rt 5	0,00635 (1,57)	-	-	-
Καθαρά Αξία προς Μακροπρόθεσμο Κεφάλαιο Rt 8	-	-0,0060 (-2,41)*	-0,0027 (-1,94)	-
Απογραφή επί 360 προς Καθαρές Πωλήσεις Rt 10	3,67E-05 (1,04)	-0,0002 (-2,04)*	4,42E-06 (2,16)*	2,66E-05 (5,402)*
Πιστωτές επί 360 προς Καθαρές Πωλήσεις Rt 11	-	0,0006 (3,22)*	-	-
Λογαριασμοί Πληρωτέοι επί 360 προς Καθαρές Πωλήσεις Rt 12	-	0,0003 (1,85)	-	-
Καθαρές Πωλήσεις προς Σταθερά Περιουσιακά Στοιχεία Rt 13	0,00146 (0,708)	0,0075 (2,96)*	0,0021 (2,11)*	-
Καθαρές Πωλήσεις προς Καθαρό Λειτουργικό Κεφάλαιο Rt 14	8,75E-06 (0,21)	-1,84E-05 (-0,37)	-	-
Καθαρές Πωλήσεις προς Σύνολο Ενεργητικού Rt 15	-	-	-	-
Καθαρά Κέρδη προς Ακαθάριστα Κέρδη Rt 17	-	-	0,01004 (6,15)*	-
Καθαρές Πωλήσεις προς Αριθμό Εργαζομένων Rt 18	-1,6E-08 (-0,805)	-9,32E-09 (-0,58)	3,00E-10 (0,02)	-6,57E-10 (-0,15)
Καθαρά Κέρδη προς Καθαρές Πωλήσεις Rt 19	-0,13691 (-0,78)	0,12381 (3,54)*	-	-0,0709 (-3,04)*
Ακαθάριστα Κέρδη προς Καθαρές Πωλήσεις Rt 20	-	-	-0,0415 (-1,88)	-

Καθαρά Κέρδη προς Καθαρά Αξία Rt_21	0,02883 (1,57)	- -	0,01321 (1,505)	- -
Καθαρά Κέρδη προς Σύνολο Ενεργητικού Rt_22	-1,10085 (-1,64)	-0,7696 (-5,11)*	-0,3944 (-4,13)*	- -
% Μεταβολή στις Καθαρές Πωλήσεις Rt_23	9,71E-05 (0,44)	3,27E-05 (0,05)	0,00027 (1,22)	4,53E-05 (0,89)
% Μεταβολή στο Σύνολο Ενεργητικού Rt_24	-0,00031 (-1,02)	0,00017 (0,309)	-0,0005 (-1,71)	- -
% Μεταβολή στα Καθαρά Κέρδη Rt_25	5,35E-05 (1,72)	- -	2,26E-05 (1,31)	- -
R ²	0,66	0,68	0,67	0,50

-Οι κριτικές τιμές βρίσκονται κάτω από τους εκτιμημένους συντελεστές, σε παρένθεση.

-Το (*) δίπλα από τις κριτικές τιμές δηλώνει στατιστικά σημαντική εκτίμηση για επίπεδο σημαντικότητας 5%.

Επιπροσθέτως, βρέθηκαν σημαντικές θετικές επιδράσεις από μεταβλητές όπως το μέγεθος (στη συγκεκριμένη περίπτωση τα συνολικά περιουσιακά στοιχεία – total assets), το καθαρό λειτουργικό κεφάλαιο προς συνολικά περιουσιακά στοιχεία (Rt_3) και τα σταθερά περιουσιακά στοιχεία προς το σύνολο ενεργητικού (Rt_4). Ο λόγος όπου το μέγεθος, δηλ. τα συνολικά περιουσιακά στοιχεία, συσχετίζεται θετικά με το συνολικό χρέος βρίσκεται σε πλήρη ταύτιση με την Ασύμμετρη Θεωρία της Πληροφόρησης (Asymmetric Information Theory). Η συγκεκριμένη θεωρία υποστηρίζει την ύπαρξη θετικής συσχέτισης μεταξύ χρέους και κεφαλαιακής δομής και ότι οι μεγάλες επιχειρήσεις έχουν καλύτερη πρόσβαση στην τραπεζική χρηματοδότηση (βραχυπρόθεσμος και μακροπρόθεσμος δανεισμός) λόγω της υψηλότερης πιστοληπτικής ικανότητας και της ύπαρξης εγγυήσεων. Επιπλέον, σύμφωνα με την εν λόγω θεωρία η ασύμμετρη πληροφόρηση και ο ηθικός κίνδυνος (moral hazard) είναι μεγαλύτερα για τις μικρές επιχειρήσεις και ειδικότερα για τις ελληνικές οι οποίες είναι στο σύνολό τους μικρού ή μεσαίου μεγέθους, σε σύγκριση με τις αλλοδαπές, (με κριτήριο τον αριθμό των εργαζόμενων), εξαιτίας της έλλειψης χρηματοοικονομικής διαφάνειας και ιδιοκτησιακού καθεστώτος. Το υψηλό κόστος δανεισμού στην Ελλάδα αποτελεί αποτρεπτικό παράγοντα δανεισμού κυρίως για τις επιχειρήσεις μικρού και μεσαίου μεγέθους, ενώ παράλληλα η σφιχτή δημοσιονομική και νομισματική πολιτική που εφαρμόζεται στην χώρα επιβαρύνει την κατάσταση.

Εκτός από το συνολικό χρέος, παρατηρείται και θετική σχέση μεταξύ μακροπρόθεσμου δανεισμού και μεγέθους (σύνολο ενεργητικού) ενώ στην περίπτωση του βραχυπρόθεσμου δανεισμού η σχέση δεν είναι στατιστικά σημαντική (για 5% επίπεδο σημαντικότητας). Σε γενικές γραμμές οι ελληνικές επιχειρήσεις τείνουν να χρησιμοποιούν βραχυπρόθεσμο δανεισμό ώστε να προωθούν τις πωλήσεις τους και

να χρηματοδοτούν τις αυξημένες λειτουργικές δαπάνες, λόγω της περιορισμένης πρόσβασης σε μακροχρόνιο δανεισμό.

Η μεγέθυνση, μετρούμενη ως το ποσοστό μεταβολής των συνολικών περιουσιακών στοιχείων (Rt_{24}) δεν φαίνεται να έχει σημαντική επίδραση στο δανεισμό. Το συμπέρασμα αυτό βρίσκεται σε αντίθεση με την θεωρία, όπου οι μικρές και γρήγορα αναπτυσσόμενες επιχειρήσεις, όπως είναι οι ελληνικές, στερούνται πόρων για να χρηματοδοτήσουν τις αυξημένες ανάγκες. Επιπλέον, η δύσκολη πρόσβαση στις αγορές κεφαλαίου και στο μακροχρόνιο δανεισμό οδηγεί σε υψηλότερη χρήση βραχυπρόθεσμων κεφαλαίων. Ωστόσο, ένας από τους λόγους για τους οποίους δεν επιβεβαιώνεται η παραπάνω σχέση είναι η περιορισμένη χρονολογική διάρκεια (έτος 2008, cross sectional analysis).

Σε ό,τι αφορά την κερδοφορία, η οποία μετριέται με το δείκτη καθαρά κέρδη προς σύνολο ενεργητικού (Rt_{22}) βρέθηκε να έχει αρνητική επίδραση σε βραχυχρόνιο και μακροχρόνιο δανεισμό. Το αρνητικό πρόσημο μπορεί να εξηγηθεί με τις θεωρίες περί κόστους αντιπροσώπευσης. Πιο συγκεκριμένα, σύμφωνα με τη θεωρία «Pecking Order Framework» (POF) οι επιχειρήσεις χρηματοδοτούν τα επιχειρηματικά τους σχέδια καταφεύγοντας αρχικά σε εσωτερική χρηματοδότηση. Αν όμως κάτι τέτοιο δεν είναι εφικτό τότε οδηγούνται σε δανεισμό χρησιμοποιώντας τα πλέον ασφαλή χρηματοοικονομικά προϊόντα. Τέλος, αν και αυτό δεν συμβεί η τρίτη λύση είναι η έκδοση νέων μετοχών. Ωστόσο η δεύτερη και η τρίτη λύση ενέχουν υψηλό κόστος και κίνδυνο με αποτέλεσμα να μην είναι προτιμητέες από τις επιχειρήσεις αλλά να αποτελούν ουσιαστικά την τελευταία διέξοδο. Έτσι εξηγείται η ύπαρξη αρνητικής συσχέτισης μεταξύ κερδοφορίας και μακροχρόνιου δανεισμού. Στα ίδια συμπεράσματα οδηγούνται και άλλες μελέτες όπως αυτές των Kaplan και Urwitz (1979), Kester (1986), Van der Wijst και Turik (1993), Chitenden et al. (1996), Michaelas et al. (1999), Mira (2002).

Σχετικά με τη ρευστότητα (liquidity) μετρούμενη ως καθαρό λειτουργικό κεφάλαιο προς σύνολο ενεργητικού (Rt_3) υπάρχει σημαντική αρνητική επίδραση στο δείκτη του συνολικού χρέους, κάτι το οποίο είναι σύμφωνο με την POF. Το καθαρό λειτουργικό κεφάλαιο απαιτεί τη δέσμευση κεφαλαίων για μεγάλο χρονικό διάστημα, τα οποία στην περίπτωση των ελληνικών επιχειρήσεων αποτελούνται κυρίως από ίδια κεφάλια και επαναπενδύόμενα κέρδη.

Ένας ακόμα δείκτης ο οποίος χρίζει ανάλυσης είναι αυτός της απογραφής (Rt_10). Ενώ στη μακροχρόνια περίοδο η απογραφή είναι στατιστικά σημαντική και έχει θετική επίδραση στο δανεισμό, βραχυχρόνια η σχέση είναι αρνητική. Η εξήγηση σε αυτό μπορεί να βασιστεί στο ότι η δημιουργία των απογραφών στις περισσότερες περιπτώσεις των ελληνικών επιχειρήσεων συνδέεται με αναποτελεσματικούς τρόπους διαχείρισης και ως εκ τούτου κινδυνοφόρες επενδύσεις για τους δανειστές.

Τα αποτελέσματα υποδεικνύουν ότι το μέγεθος των συνολικών περιουσιακών στοιχείων (ta_ell) συσχετίζεται θετικά με υψηλότερο μακροχρόνιο και συνολικό δανεισμό. Αυτό σημαίνει ότι όσο περισσότερα περιουσιακά στοιχεία διαθέτουν οι επιχειρήσεις, τόσο μεγαλύτερες εγγυήσεις έχουν δίνοντάς τους τη δυνατότητα να δανεισθούν μεγαλύτερα ποσά με ευκολότερο τρόπο. Από την άλλη πλευρά οι τράπεζες βασιζόμενες στην περιουσιακή κατάσταση μειώνουν τον κίνδυνο αθέτησης των υποχρεώσεων προς αυτές από τις επιχειρήσεις και αυξάνουν τις δανειοδοτήσεις. Τα παραπάνω βρίσκονται σε πλήρη ταύτιση με άλλες μελέτες όπως των Michaelas et al. (1999).

Τέλος, οι ποσοστιαίες μεταβολές στις πωλήσεις (Rt_23), τα καθαρά κέρδη (Rt_25) και τα περιουσιακά στοιχεία (Rt_24) φαίνεται να μην έχουν καμία στατιστικά σημαντική επίδραση πάνω σε όλες τις μορφές δανεισμού, κάτι το οποίο έρχεται σε αντίθεση με συμπεράσματα ανάλογων εργασιών (βλ. Voulgaris et al., 2004).

7.2 Ξένες επιχειρήσεις

Οι εκτιμήσεις των παλινδρομήσεων για τις ξένες επιχειρήσεις παρουσιάζονται στον Πίνακα 8.

Πίνακας 8: Αποτελέσματα παλινδρομήσεων για Ξένες Επιχειρήσεις				
	Παλινδρόμηση:			
	01	02	03	04
Εξαρτημένη Μεταβλητή →	Συνολικό Χρέος Προς Σύνολο Ενεργητικού Rt 7	Βραχυπρόθεσμο Χρέος προς Σύνολο Ενεργητικού Rt 9	Μακροπρόθεσμο Χρέος Προς Σύνολο Ενεργητικού Rt 6	
Σταθερά	1,0032 (51,89)*	0,6896 (5,78)*	0,01554 (0,22)	-0,0219 (-0,45)
Μέγεθος total assets	6,46E-11 (0,606)	1,06E-11 (2,39)*	6,09E-11 (0,63)	6,45E-11 (0,65)

Καθαρό Λειτουργικό Κεφάλαιο προς Σύνολο Ενεργητικού Rt_3	-0,761 (-15,1)*	-0,8604 (-12,1)*	0,57218 (6,84)*	0,46278 (5,59)*
Σταθερά Περιουσιακά Στοιχεία προς Σύνολο Ενεργητικού Rt_4	-0,6605 (-11,2)*	-0,7212 (-6,73)*	0,64227 (7,78)*	0,62271 (7,25)*
Μακροπρόθεσμος Δανεισμός συν Καθαρά Αξία προς Σταθερά Περιουσιακά Στοιχεία Rt_5	- -	0,00064 (1,98)*	- -	5,05E-05 (0,09)
Καθαρά Αξία προς Μακροπρόθεσμο Κεφάλαιο Rt_8	- -	- -	- -	- -
Απογραφή επί 360 προς Καθαρές Πωλήσεις Rt_10	0,00012 (0,52)	0,0009 (2,26)*	6,00E-06 (0,01)	0,00018 (0,61)
Πιστωτές επί 360 προς Καθαρές Πωλήσεις Rt_11	- -	- -	- -	- -
Λογαριασμοί Πληρωτέοι επί 360 προς Καθαρές Πωλήσεις Rt_12	- -	0,00018 (1,63)	- -	- -
Καθαρές Πωλήσεις προς Σταθερά Περιουσιακά Στοιχεία Rt_13	0,00013 (9,71)*	0,00011 (2,009)*	0,00013 (5,22)*	0,00014 (1,38)
Καθαρές Πωλήσεις προς Καθαρό Λειτουργικό Κεφάλαιο Rt_14	3,43E-06 (0,17)	- -	-0,0001 (-0,46)	4,19E05 (-0,17)
Καθαρές Πωλήσεις προς Σύνολο Ενεργητικού Rt_15	- -	0,09493 (2,53)*	-0,0133 (-0,70)	- -
Καθαρά Κέρδη προς Ακαθάριστα Κέρδη Rt_17	- -	- -	-0,0138 (-0,85)	- -
Καθαρές Πωλήσεις προς Αριθμό Εργαζομένων Rt_18	7,47E-09 (0,47)	-6,2E-08 (-2,30)*	4,25E-09 (0,25)	3,90E-10 (0,02)
Καθαρά Κέρδη προς Καθαρές Πωλήσεις Rt_19	0,01417 (0,11)	-0,0069 (-0,07)	0,32889 (1,91)	0,07343 (0,48)
Ακαθάριστα Κέρδη προς Καθαρές Πωλήσεις Rt_20	- -	- -	-0,1414 (-1,27)	-0,1048 (-0,99)
Καθαρά Κέρδη προς Καθαρά Αξία Rt_21	- -	- -	0,0389 (2,09)*	- -
Καθαρά Κέρδη προς Σύνολο Ενεργητικού Rt_22	-0,3047 (-2,70)*	-0,0271 (-0,27)	-0,7514 (-3,15)*	-0,3538 (-2,04)*
% Μεταβολή στις Καθαρές Πωλήσεις Rt_23	- -	0,00012 (0,29)	- -	-0,0001 (-0,35)
% Μεταβολή στο Σύνολο Ενεργητικού Rt_24	- -	0,00044 (1,01)	- -	0,00091 (2,09)*
% Μεταβολή στα Καθαρά Κέρδη Rt_25	2,36E-05 (0,36)	- -	- -	3,49E-05 (0,59)
R ²	0,79	0,83	0,54	0,52

-Οι κριτικές τιμές βρίσκονται κάτω από τους εκτιμημένους συντελεστές, σε παρένθεση.

-Το (*) δίπλα από τις κριτικές τιμές δηλώνει στατιστικά σημαντική εκτίμηση για επίπεδο σημαντικότητας 5%.

Όπως παρατηρείται, οι μεταβλητές των οποίων οι συντελεστές βρέθηκαν να είναι στατιστικά σημαντικοί για επίπεδο σημαντικότητας 5% είναι: τα συνολικά περιουσιακά στοιχεία (ta_xen), το καθαρό λειτουργικό κεφάλαιο προς σύνολο ενεργητικού (Rt_3), ο μακροπρόθεσμος δανεισμός συν καθαρά αξία προς σταθερά

περιουσιακά στοιχεία (Rt_5), τα σταθερά περιουσιακά στοιχεία προς σύνολο ενεργητικού (Rt_4), η απογραφή (Rt_{10}), οι καθαρές πωλήσεις προς σταθερά περιουσιακά στοιχεία (Rt_{13}), οι καθαρές πωλήσεις προς σύνολο ενεργητικού (Rt_{15}), οι καθαρές πωλήσεις προς αριθμό εργαζομένων (Rt_{18}), τα καθαρά κέρδη προς καθαρά αξία (Rt_{21}), η ποσοστιαία μεταβολή του ενεργητικού (Rt_{24}) και τα καθαρά κέρδη προς το σύνολο ενεργητικού (Rt_{22}).

Η κερδοφορία εκφραζόμενη από το δείκτη Rt_{22} συσχετίζεται αρνητικά με το συνολικό χρέος, κάτι που είναι σύμφωνο με την POF. Όσο αυξάνεται η κερδοφορία, τόσο περιορίζονται οι ανάγκες των επιχειρήσεων για εξωτερική χρηματοδότηση κάνοντας χρήση των κερδών τους για νέες επενδύσεις. Σε αυτό το σημείο θα πρέπει να σημειωθεί ότι η κερδοφορία επηρεάζει τη δομή της διάρκειας του χρέους. Ενώ τα καθαρά κέρδη είναι καθοριστικός παράγοντας του προσδιορισμού του συνολικού δανεισμού, δεν φαίνεται να συμβαίνει το ίδιο και σε βραχυχρόνιο επίπεδο. Ωστόσο, υπάρχει θετική επίδραση της κερδοφορίας στο μακροχρόνιο δανεισμό. Μια εξήγηση που μπορεί να δοθεί για αυτό το αποτέλεσμα είναι ότι οι ξένες επιχειρήσεις σε βάθος χρόνου προτιμούν να χρησιμοποιούν ξένα κεφάλαια για την οικονομική τους μεγέθυνση ώστε να επωφελούνται της μείωσης της φορολογικής επιβάρυνσης ενώ ταυτόχρονα να διανέμουν μέρισμα στους μετόχους τους.

Η μεγέθυνση του ενεργητικού των ξένων επιχειρήσεων (Rt_{24}) επηρεάζει θετικά το μακροχρόνιο κέρδος αλλά δεν έχει καμία επίδραση ούτε στο βραχυχρόνιο ούτε στο συνολικό δανεισμό. Αυτό δείχνει ότι οι ταχέως αναπτυσσόμενες επιχειρήσεις χρησιμοποιούν δανειακά κεφάλαια ώστε να χρηματοδοτούν τις υψηλές ανάγκες για ρευστά διαθέσιμα. Σύμφωνα με την POF δεδομένου του υψηλότερου κόστους κεφαλαίου, οι ξένες επιχειρήσεις λόγω του μεγάλου μεγέθους τους είναι πιθανό να καταφεύγουν σε μεγαλύτερο δανεισμό (βραχυχρόνιο ή μακροχρόνιο).

Η επίδραση των συνολικών περιουσιακών στοιχείων (ta_{xen}) περιορίζεται μόνο στο βραχυχρόνιο κέρδος και δεν παρατηρούνται στατιστικά σημαντικές σχέσεις στις υπόλοιπες μορφές δανεισμού. Το σύνολο του ενεργητικού παίζει στατιστικά σημαντικό ρόλο για τη βραχυχρόνια χρηματοδότηση των ξένων επιχειρήσεων από το ελληνικό τραπεζικό σύστημα. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι οι ξένες επιχειρήσεις χρηματοδοτούν το μεγαλύτερο μέρος των επενδύσεών τους από τα κέρδη τους ή εισάγουν κεφάλαια από τις μητρικές εταιρίες με την μορφή Άμεσων Ξένων

Επενδύσεων. Η χρήση κεφαλαίων βραχυπρόθεσμης διάρκειας γίνεται για πρακτικούς λόγους όπως για την εξυπηρέτηση έκτακτων αναγκών που δεν έχουν προβλεφθεί από τη διοίκηση.

Στον τομέα της διαχειριστικής ικανότητας των στελεχών των ξένων επιχειρήσεων, εκφραζόμενη με τους δείκτες των σταθερών περιουσιακών στοιχείων προς σύνολο ενεργητικού (Rt_4) και της απογραφής (Rt_10) βρέθηκαν αξιολογικά συμπεράσματα. Πιο συγκεκριμένα, υπάρχει αρνητική επίδραση από το δείκτη Rt_4 προς το βραχυχρόνιο και το συνολικό χρέος, ενώ το αντίθετο ισχύει για το μακροχρόνιο χρέος. Σχετικά με το δείκτη Rt_10 παρατηρήθηκε η ύπαρξη θετικής επίδρασης στο βραχυχρόνιο δανεισμό. Το αποτέλεσμα αυτό αποδεικνύει την εφαρμογή ορθολογικού τρόπου διαχείρισης και σωστού προγραμματισμού, κάτι που διακατέχει τις ξένες επιχειρήσεις στην πλειονότητά τους. Η σωστή χρησιμοποίηση των διαθέσιμων πόρων με τον πλέον ορθολογικό τρόπο αποτελεί το κλειδί για την ανάπτυξη των επιχειρήσεων.

Τέλος, σε θέματα ρευστότητας (Rt_3) οι εκτιμήσεις των παλινδρομήσεων έδειξαν ότι υπάρχει αρνητική σημαντική επίδραση στο συνολικό και στο βραχυχρόνιο χρέος, αλλά θετική στο μακροχρόνιο.

8. Συμπεράσματα

Στη συγκεκριμένη εργασία, εξετάστηκαν διάφορες πτυχές σχετικά με τη χρηματοοικονομική επίδοση των επιχειρήσεων, οι οποίες σχετίζονται σημαντικά με τη διάρθρωση του κεφαλαίου και του χρέους. Η έρευνα καλύπτει επιχειρήσεις οι οποίες δραστηριοποιούνται στην ελληνική επικράτεια, και τις κατατάσσει σε δύο ομάδες με βάση την προέλευση του μετοχικού τους κεφαλαίου. Οι διαπιστώσεις της ανάλυσης που προηγήθηκε δείχνουν ότι υπάρχουν διαφορές ως προς τον προσδιορισμό της κεφαλαιακής δομής, μεταξύ ξένων και ελληνικών επιχειρήσεων. Και για τις δύο ομάδες των επιχειρήσεων μπορεί να θεωρηθεί ότι:

- το χρέος αυξάνει με το μέγεθος (δηλαδή το σύνολο του ενεργητικού)
- η αύξηση των καθαρών πωλήσεων οδηγεί σε υψηλότερα επίπεδα μόχλευσης

- η ρευστότητα μειώνεται με την αύξηση του χρέους
- η μόχλευση συσχετίζεται αρνητικά με την κερδοφορία, όπως ενδείκνυται και στην POF.

Οι διαφορές μεταξύ ξένων και ελληνικών επιχειρήσεων μπορούν να συνοψισθούν στα παρακάτω:

- ενώ στις ξένες επιχειρήσεις υπάρχει θετική σχέση μεταξύ απογραφής και μόχλευσης βραχυχρόνια, στις ελληνικές επιχειρήσεις η σχέση αυτή είναι αρνητική. Για την περίπτωση της Ελλάδας, οι τράπεζες είναι επιφυλακτικές στην χορήγηση δανείων προς τις επιχειρήσεις οι οποίες διαθέτουν υψηλό απόθεμα από τα προϊόντα τα οποία παράγουν θεωρώντας ότι αυτό αποτελεί ένδειξη αναποτελεσματικής διαχείρισης
- στην περίπτωση των ξένων επιχειρήσεων, το μέγεθος παίζει σημαντικό ρόλο για τη βραχυχρόνια χρηματοδότησή τους. Αντίθετα, για τις ελληνικές επιχειρήσεις, το μέγεθος των συνολικών περιουσιακών στοιχείων συσχετίζεται θετικά με το μακροχρόνιο και το συνολικό δανεισμό. Σχέση βραχυχρόνιου δανεισμού και μεγέθους, δεν επιβεβαιώνεται για τις ελληνικές επιχειρήσεις
- η μεγέθυνση μετρούμενη ως η αύξηση των συνολικών περιουσιακών στοιχείων οδηγεί σε υψηλότερο μακροχρόνιο δανεισμό για τις ξένες επιχειρήσεις, ενώ για τις ελληνικές επιχειρήσεις δεν υπάρχει σημαντική επίδραση
- υψηλότερα περιθώρια κέρδους, σύμφωνα με τους δείκτες των Καθαρών Κερδών προς Ακαθάριστα Κέρδη (Rt_17) και Καθαρών Κερδών προς Καθαρές Πωλήσεις (Rt_19), επιφέρουν υψηλότερη χρήση βραχυχρόνιου και μακροχρόνιου δανεισμού μόνο για τις ελληνικές επιχειρήσεις
- η διαχειριστική ικανότητα, με βάση τον δείκτη της Καθαρής Αξίας προς Μακροπρόθεσμο Κεφάλαιο (Rt_8) και το δείκτη Πιστωτών επί 360 προς Καθαρές πωλήσεις (Rt_11), επηρεάζει το σύνολο των χρηματοοικονομικών υποχρεώσεων των ελληνικών επιχειρήσεων ενώ για τις ξένες δεν ισχύει το παραπάνω

- η παραγωγικότητα, ως το σύνολο των πωλήσεων προς τον αριθμό των εργαζόμενων (Rt_18), δεν αποτελεί στατιστικά σημαντικό παράγοντα για τον προσδιορισμό της κατανομής των κεφαλαίων των εγχώριων επιχειρήσεων, σε αντίθεση με τις ξένες.

Τα παραπάνω συμπεράσματα, με τις όποιες ομοιότητες και διαφορές μεταξύ των δύο ομάδων επιχειρήσεων, μπορούν να δώσουν αφορμή για ποικίλα σχόλια και την εφαρμογή μιας διαφορετικής πολιτικής προσέγγισης σε θέματα ανάπτυξης των ελληνικών επιχειρήσεων και την προσέλκυση νέων κεφαλαίων από το εξωτερικό. Ενδεικτικά, στις παρακάτω παραγράφους, αναφέρονται συνοπτικά διάφορα μέτρα πολιτικής που αφορούν γενικότερα τις επιχειρήσεις.

Η συμμετοχή της Ελλάδας στην Ευρωπαϊκή Ένωση καθώς και η παγκοσμιοποίηση των αγορών έχει οδηγήσει στην μείωση του περιθωρίου κέρδους των ελληνικών και ξένων επιχειρήσεων στο σύνολό τους, λόγω του ολοένα και περισσότερο ανταγωνιστικού περιβάλλοντος που δραστηριοποιούνται. Ο ρόλος των κερδών είναι μείζονος σημασίας για την πραγματοποίηση νέων επενδύσεων και την κάλυψη των λειτουργικών αναγκών. Η δραματική μείωσή τους, λόγω της έντασης του ανταγωνισμού υπό τις νέες συνθήκες, καθιστά επιτακτική την εφαρμογή αποτελεσματικότερων τρόπων διαχείρισης και την αύξηση των εξαγωγών. Έτσι, θα πρέπει να γίνουν περισσότερο ανταγωνιστικοί, μέσω νέων επενδύσεων και εκσυγχρονισμού των παραγωγικών τους μεθόδων. Η στήριξη από την πολιτεία, μέσω της παροχής χρηματοδοτικών προγραμμάτων με ευνοϊκούς όρους, θα βοηθήσει εν μέρει τις επιχειρήσεις να εδραιωθούν σε τοπικό και διεθνές επίπεδο. Οι μικρές ελληνικές επιχειρήσεις χρειάζονται ενέργειες οι οποίες θα τις ενθαρρύνουν να δημιουργήσουν δίκτυα για τη λήψη και ανταλλαγή πληροφοριών με μεγαλύτερες επιχειρήσεις. Παράλληλα, με τον τρόπο αυτό θα πετύχουν συνεργασίες σε διάφορα επίπεδα όπως παροχή τεχνογνωσίας και καινοτομίας, στρατηγικές συμμαχίες, μάρκετινγκ και προώθηση προϊόντων και υπηρεσιών. Η παροχή εθνικής υποστήριξης για την ενίσχυση του ηλεκτρονικού εμπορίου (e-business) των ελληνικών επιχειρήσεων θα αυξήσει την ανταγωνιστικότητά τους και θα διευκολύνει την μεγέθυνση και τις εξαγωγές (π.χ. με τη μείωση του κόστους). Θέσπιση μιας σειράς από μέτρα όπως είναι οι φορολογικές ελαφρύνσεις, οι επιδοτήσεις κεφαλαίου, η παροχή εγγυήσεων και κεφαλαίου εκκίνησης από την πολιτεία θα διευκολύνουν τη χρηματοδότηση των ελληνικών επιχειρήσεων, και ειδικά των μικρών και

αναπτυσσόμενων. Τα παραπάνω, με την παράλληλη τήρηση των κανόνων και των νόμων της αγοράς, θα εξασφαλίσουν την απαραίτητη διαφάνεια στην ανάπτυξη της ελληνικής κεφαλαιαγοράς και την ευκολότερη χρηματοδότηση, πετυχαίνοντας μια ισχυρή κεφαλαιακή δομή για τις επιχειρήσεις. Η καθιέρωση σταθερών σχέσεων μεταξύ τραπεζικού συστήματος και επιχειρήσεων είναι καθοριστικής σημασίας για την επαρκή και κατάλληλη χρηματοδότηση των τελευταίων.

Από την πλευρά των ξένων επιχειρήσεων, οι οποίες επιλέγουν την Ελλάδα για την πραγματοποίηση των επιχειρηματικών τους σχεδίων, η πολιτεία θα πρέπει να δώσει την πρέπουσα σημασία ώστε να τις ενθαρρύνει να συνεχίσουν να δραστηριοποιούνται στην ελληνική οικονομία αλλά και για να προσελκύσει και άλλους πολυεθνικούς ομίλους. Έτσι, θα πρέπει να δοθούν στις ξένες επιχειρήσεις τα κατάλληλα κίνητρα ώστε να επενδύουν σε νέες τεχνολογίες και γενικότερα σε αύξηση των δαπανών τους σε Έρευνα και Ανάπτυξη. Πολιτικές οι οποίες προσανατολίζονται στην απλοποίηση των απαραίτητων διαδικασιών για την ανάληψη επιχειρηματικής δράσης, όπως είναι η μείωση της γραφειοκρατίας, η απελευθέρωση των αγορών και των περιορισμών του δημόσιου τομέα, θα οδηγήσουν σε αύξηση της οικονομικής δραστηριότητας, θα τονώσουν τις εισροές Α.Ξ.Ε. και γενικότερα θα προωθήσουν την αποτελεσματικότητα των επιχειρήσεων.

Τέλος, έμφαση θα πρέπει να δοθεί και στο εκπαιδευτικό σύστημα της χώρας του οποίου σκοπός επιβάλλεται να είναι η διαμόρφωση προγράμματος σπουδών με βασικό άξονα τη δημιουργία ατόμων με προσωπικότητα, με υψηλά επίπεδα εξειδίκευσης και δεξιοτήτων ώστε να μπορούν να ανταποκριθούν στις διαρκώς μεταβαλλόμενες συνθήκες του παγκοσμιοποιημένου περιβάλλοντος.

Βιβλιογραφία

Aitken, B., Harison, A., Lipsey, R (1996). Wages and foreign ownership: A Comparative Study of Mexico, Venezuela and the United States. *Journal of International Economics*, vol. 40, pp345-371.

Aitken, B., Hanson, G., Harrison, A. (1997). Spillovers, foreign investment and export behaviour. *Journal of International Economics*, vol. 43, pp103-132.

Aitken, B., A. Harison (1999). Do domestic firms benefit from foreign investment? Evidence from Venezuela. *American Economic Review*, vol. 89, pp605-618.

Baldwin, R. (1995). The Dynamics of Industrial Competition, Cambridge UP: Cambridge.

Baldwin, J.R., P.K. Gorecki (1991). Entry, Exit and Productivity Growth. In P.A. Geroski and J. Schwalbach (eds) *Entry and Market Contestability* (pp. 244-256). Oxford: Basil Blackwell.

Barbosa, N., Louri, H. (2002). On the Determinants of Multinationals' Ownership Preferences: Evidence from Greece and Portugal. *International Journal of Industrial Organisation*, vol. 20(4), pp493-515.

Bellak, C. (2001). How Domestic and Foreign Firms Differ and Why does it Matter?.

Bellak, C., M. Pfaffermayr (2000). Why foreign-owned firms are different: A conceptual framework and empirical evidence for Austria. *HWWA Discussion Paper*, 115, Hamburg.

Blanchflower, D. (1984). Comparative Pay Levels in Domestically-owned and Foreign-owned Manufacturing Plants: A Comment. *British Journal of Industrial Relations*, vol. 22, pp265-267.

Blonigen, Bruce A., KaSaundra Tomlin (1999). *Size and Growth of Japanese Plants in the United States*, NBER Working Paper 7275, Cambridge/MA. *International Journal of Industrial Organization*.

Blonigen, Bruce A., Matthew J. Slaughter (1999). *Foreign-Affiliate Activity and U.S. Skill Upgrading*, NBER Working Paper 7040, Cambridge.

Blomström, M., A. Kokko (1998). Multinational corporations and spillovers. *Journal of Economic Surveys*, vol. 12, pp247-277.

Blomström, M., F. Sjöholm (1999). Technology transfers and spillovers: Does local participation with multinationals matter? *European Economic Review*, vol. 43, pp915-923.

Buckley, P.J., Casson, M. (1976). The Future of the Multinational Enterprise, Basingstoke: MacMillan.

Buckley, P.J., Enderwick, P. (1983). Comparative Pay Levels in domestically-owned and foreign-owned plants in UK Manufacturing –Evidence from the 1980 workplace industrial relations survey. *British Journal of Industrial Relations* XXI (3), pp395-400.

Carmichael, F. (1992). Multinational Enterprise and Strikes: Theory and Evidence. *Scottish Journal of Political Economy*, vol. 39 (1), February, pp52-68.

Caves, R.E. (1982). *Multinational Enterprise and Economic Analysis*, Cambridge: Cambridge University Press.

Chittenden, F., Hall, G., Hutchinson, P. (1996). Small Firm Growth, Access to Capital Markets and Financial Structure, a Review of Issues and an Empirical Investigation. *Small Business Economics*, vol. 8, pp59-67.

Cohen, B.I. (1973). Comparative Behavior of Foreign and Domestic Export Firms in a Developing Economy. *Review of Economics and Statistics*, vol. 55, pp190-197.

Courtis, K.J., (1978). Modeling a Financial Ratio Categorical Framework, *Journal of Finance and Accounting*, (Summer), pp219-223.

Cousineau, J.-M., R. Lacroix, and D. Vachon (1989). *Foreign Ownership and Strike Activity in Canada*, Working Paper 89/27, Department of Economics, University of Montreal.

Cowling, K., Sugden R. (1987). *Transnational Monopoly Capitalism*, Brighton: Wheatsheaf Books.

Davies, S.W., B.R. Lyons (1991). Characterising Relative Performance: The Productivity Advantage of Foreign Owned Firms in the UK, *Oxford Economic Papers*, vol. 43, pp584-595.

Dickerson, A.P., Gibson, H.D. and Tsakalotos, E. (1997). The Impact of Acquisitions on Company Performance: Evidence from a Large Panel of UK Firms. *Oxford Economic Papers*, vol. 49, pp344-361.

Doms, M.E., J.B. Jensen (1998). Comparing Wages, Skills, and Productivity between Domestically and Foreign-Owned Manufacturing Establishments in the United States. In Baldwin, R.E., R.E. Lipsey, and J.D. Richardson (eds) *Geography and Ownership as Bases for Economic Accounting*, Studies in Income and Wealth, vol. 59, pp235-255.

Driffield, N., Munday, M. (1998). The Impact of Foreign Direct Investment on UK Manufacturing: Is there a Profit Squeeze in Domestic Firms? *Applied Economics*, vol. 30, pp705-709.

Dunning, J.H. (1977). Trade, location of economic activity, and the MNE: A search for an eclectic approach. In: *The International Allocation of Economic Activity*, Ohlin, B., Hesselborn, P.-O. and Wijkman, P.M. (eds), London: Macmillan.

Dunning, J.H. (1983). Market power of the firm and international transfer of technology. *International Journal of Industrial Organisation*, vol. 1, 1, December.

Dunning, J.H. (1988). The eclectic paradigm of international production: An update and a reply to its critics. *Journal of International Business Studies*, vol. 19,1 Spring.

Feliciano, Z., R.E. Lipsey (1999). *Foreign Ownership and Wages in the United States, 1987-1992*, NBER Working Paper 6932, Cambridge.

Girma, S., D. Greenaway and K. Wakelin (2001). Who Benefits from Foreign Direct Investment in the UK? *Scottish Journal of Political Economy*, vol. 48 (2), pp119-133.

Globerman, Steven, John C. Ries and Ilan Vertinsky (1994). The economic performance of foreign affiliates in Canada. *Canadian Journal of Economics* XXVII (1), pp143-156.

Greenaway, D., Hine, R. and Wright, P. (2000). Further Evidence on the Effect of Foreign Competition on Industry Level Wages. *Review of World Economics*, vol. 136 (3), pp522-538.

Greer, C.R., J.C. Shearer (1981). Do Foreign-Owned Firms Practice Unconventional Labor Relations? *Monthly Labor Review*, vol. 104, pp44-48.

Griffith, R. (1999). Productivity and Foreign Ownership in the UK Car Industry, *The Institute for Fiscal Studies, Working Paper Series No. W99/11*.

Griffith, R., H. Simpson (2000). *Characteristics of foreign-owned firms in British manufacturing*, Institute for Fiscal Studies, December, mimeo.

Haddad, M., A. Harrison (1993). Are there positive spillovers from direct foreign investment? *Journal of Development Economics*, vol. 42, pp51-74.

Hall, R., Jones, C. (1999). Why do some countries produce so much more output per worker than others. *Quarterly Journal of Economics* CXIV, pp83-116.

Hanson, G.J. (2001). *Should Countries Promote Foreign Direct Investment?* G-24 Discussion Paper Series, No. 9, February.

Harris, R.I.D. (1999). Foreign Ownership and Productivity in the United Kingdom – Some Issues When Using the ARD Establishment Level Data, (revised for publication in: *Scottish Journal of Political Economy*).

Harris, R.I.D., C. Robinson (2001). *Foreign Ownership and Productivity in the United Kingdom*, mimeo.

Howenstine, N.G., W.J. Zeile (1992). Foreign Direct Investment in the United States: Establishment Data for 1987. *Survey of Current Business*, October, pp44-58.

Hubert, F., N. Pain (2001). Inward Investment and Technical Progress in the United Kingdom Manufacturing Sector. *Scottish Journal of Political Economy*, vol. 48 (2), pp134-147.

Hymer, S. (1976). *The International Operations of National Firms: A Study of Direct Investments*. Cambridge, Mass: MIT Press.

Kaplan, R., Urwitz, G. (1979). Statistical Models of Bond Ratings: A Methodological Inquiry. *Journal of Business*, vol. 76, pp323-329.

Kearns, A., F. Ruane (1999). The tangible contribution of R&D spending of foreign-owned plants to a host region: a plant level study of the Irish Manufacturing sector (1980-1996), *Trinity Economic Papers*, 99/7, Dublin, Ireland.

Keay, I. (2000). Canadian manufacturers' relative productivity performance, 1907-1990. *Canadian Journal of Economics*, vol. 33 (4), pp1049-1068.

Keller, W. (2000). Do Trade Patterns and Technology Flows Affect Productivity Growth? *The World Bank Economic Review*, vol. 14 (1), pp17-47.

Kester, W. C. (1986). Capital and Ownership Structure: A Comparison of United States and Japanese Manufacturing Corporations. *Financial Management*, pp5-16.

Krugman, P., Obstfeld, M. (2002). Διεθνής Παραγωγή – Θεωρία και Πολιτική. In: *Διεθνής Κίνηση Συντελεστών Παραγωγής*, pp249-250, Εκδόσεις Κριτική (5^η Έκδοση).

Kumar, M.S. (1984). Comparative Analysis of UK Domestic and International Firms. *Journal of Economic Studies*, vol. 11 (3), pp26-42.

Kumar, N. (1990). Mobility Barriers and Profitability of Multinational and Local Enterprises in Indian Manufacturing. *The Journal of Industrial Economics XXXVIII* (4), pp449-463.

Little, J.S. (1981). The Financial Health of U.S. Manufacturing Firms Acquired by Foreigners. *New England Economic Review* July-August, pp5-18.

Maliranta, M. (1997). Plant Productivity in Finnish Manufacturing, *ETLA Discussion Papers*, No. 612, Helsinki.

Mantel, I. (1975). Sources and Uses of Funds for a Sample of Majority- Owned Foreign Affiliates of US Companies, 1996-72, *Survey of Current Business*, vol. 55, pp29-52.

Markusen J. R. (1995). The Boundaries of Multinational Enterprises and the Theory of International Trade. *Journal of Economic Perspectives* 9 (2), Spring, pp169-189.

Marquardt, D. (1963). An Algorithm for Least Squares Estimation of Non-Linear Parameters. *Journal of Social Industrial and Applied Mathematics*.

Mata, J., Portugal, P. (2000). *Patterns of Entry, Post-Entry Growth and Survival: A Comparison Between Domestic and Foreign Owned Firms*, Lisbon, mimeo.

Matalony, R.J. (2000). An Examination of the Low Rates of Return of Foreign-Owned U.S. Companies. *Survey of Current Business*, March, pp55-73.

McGuckin, R.H., S.V. Nguyen, A.P. Reznick (1995). *The Impact of Ownership Change on Employment, Wages and Labour Productivity in US Manufacturing 1977-1987*, Working Paper, Center for Economic Studies, US Bureau of Census, CES 95-98.

McGuckin, R.H., S.V. Nguyen (2000). *The Impact of Ownership Changes: A View from Labor Markets*, Working Paper, Center for Economic Studies, US Bureau of Census CES WP00-02.

Michaelas, N., Chittenden, F., Poutsouris (1999). Financial Policy and Capital Structure Choice in UK SMEs: Empirical Evidence from Company Panel Data. *Small Business Economics*, vol. 12, pp113-130.

Mira, S. F. (2002). *On Capital Structure in the Small and Medium Enterprises: The Spanish Case*. Instituto de Estudios Europeos, Universidad San Pablo-CEU.

Moden, K.-M. (1998). *Foreign acquisitions of Swedish companies: Effects on R&D and Productivity*, mimeographed, IUI: Stockholm.

Moudatsou, A. (2002). Domestic and Foreign Companies in Greek Manufacturing Sector: Comparative Performance Analysis Multinationality and Firm Growth. *Spoudai*, vol. 52, No 1-2, University of Piraeus.

Nelson, R. (1991). Why Do Firms Differ, and How Does It Matter? *Strategic Management Journal*, vol. 14, pp61-74.

Nickell, S.J. (1996). Competition and Corporate Performance. *Journal of Political Economy*, vol. 104 (4), pp724-746.

OECD (2009). Factbook 2009.

Oulton, N. (1998). Investment, Capital and Foreign Ownership in UK Manufacturing, *NIESR Discussion Paper*, No. 141, August.

Pitelis, C., Sugden, R. (2002). Η Φύση της Πολυεθνικής Επιχείρησης. In: *Μια Επισκόπηση των Θεωριών της Διεθνούς Παραγωγής*, Cantwell, J. (eds), pp25-88, Αθήνα: Τυποθήτω – Γιώργος Δάρδανος.

Pratten, C.F. (1976). *Labour productivity differentials within international companies*, Occasional papers, No. 50, University of Cambridge, Department of Applied Economics, Cambridge.

Van Der Wijst, N. (1990). Modeling Interfirm Comparisons in Small Business. *Omega International Journal of Management Science*, vol. 18, pp123-129.

Van Der Wijst, N., Turik, R. (1993). Determinants of small firms debt ratios: a analysis of retails panel data. *Small Business Economics*, vol. 5, pp55-65.

Voulgaris, F., Asteriou, D., Agiomirgianakis, G. (2004). Size and Determinants of Capital Structure in the Greek Manufacturing Sector.

Willmore, L. (1986). The Comparative Performance of Foreign and Domestic Firms in Brazil. *World Development*, vol. 14 (4), pp489-502.

Ylä-Anttila, P., Ali-Yrkkö, J. (1997). Foreign owners set their sights higher than local ones. *Unitas* 2, pp14-19.