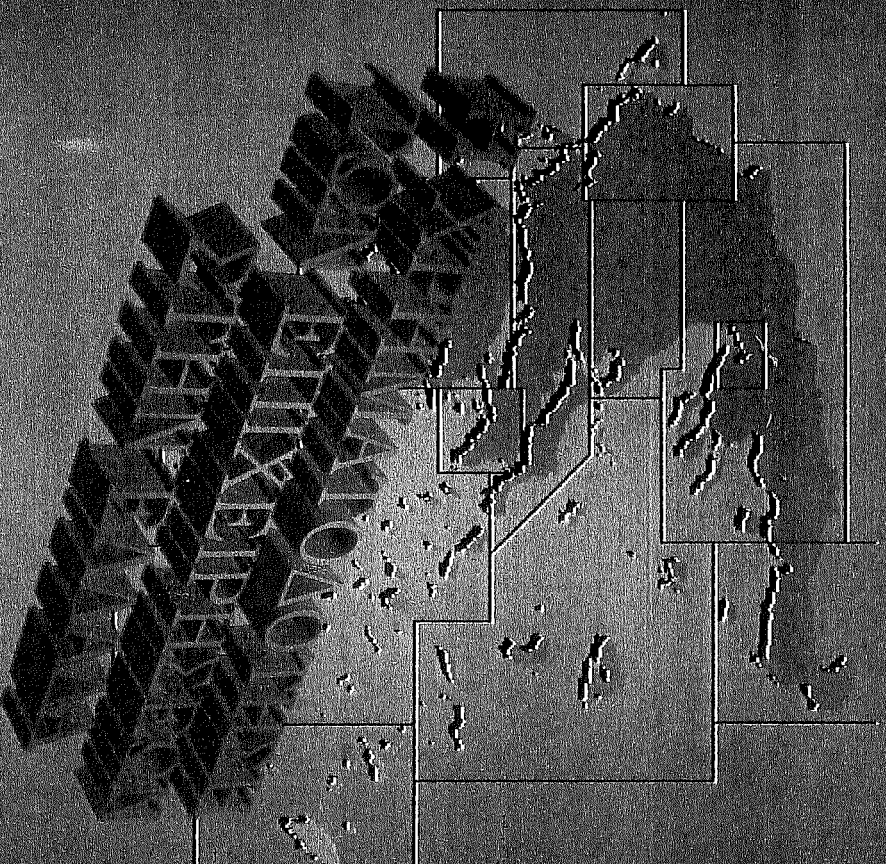


ΠΑΝΕΙΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΚΟΙΝΩΝΙΚΩΝ ΚΑΙ ΠΟΛΙΤΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ

ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ

ΓΝΩΣΙΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΠΕΡΙΦΕΡΕΙΑΚΗΣ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ



ΕΠΙΣΤΗΜΗ ΑΥΤΟ ΤΩ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΣΟΤΗΡΙΗ : ΠΑΝΤΗ ΑΝΗΠΤΙΟ

A.M. : 0869M009

ΜΕΛΗ ΕΠΙΜΕΛΟΥΣ ΕΠΙΣΤΟΛΗΣ : ΖΑΡΑΝΤΗΣ Ε. ΜΩΝΟΣ (ΕΠΙΒΛΕΤΗ)

ΓΕΩΛΟΓΙΟΣ ΠΑΝΑΚΚΑΣ
ΑΝΗΠΤΙΟΣ ΧΡΙΣΤΟΠΟΥΛΟΣ

ΑΘΗΝΑ, ΙΑΝΟΥΑΡΙΟΣ 2002



Προλεγόμενα

Η παρούσα εργασία πραγματοποιήθηκε στο πλαίσιο του Προγράμματος Μεταπτυχιακών Σπουδών του Τμήματος Οικονομικής και Περιφερειακής Ανάπτυξης για την απόκτηση μεταπτυχιακού διπλώματος. Θα ήθελα να ευχαριστήσω τον υπεύθυνο καθηγητή Λώλο Σαράντη για τη πολύτιμη καθοδήγηση και συμβολή του στην υλοποίηση αυτής της εργασίας, τους καθηγητές Παλάσκα Θεοδόσιο και Χριστόπουλο Δημήτριο για τα χρήσιμα σχόλια και τις υποδείξεις τους, καθώς επίσης το καθηγητή Καραγάνη Αναστάσιο για τη παραχώρηση στοιχείων από τη βάση δεδομένων της ICAP.

Περιεχόμενα

✓ 1.	Θεωρίες της χρηματοδότησης των επιχειρήσεων.....	7
✓ 1.1	Κλασσική και νεοκλασική θεωρία της χρηματοδότησης των επενδύσεων.....	7
1.1.1	Παρούσα αξία των αναμενόμενων αποδόσεων και κόστος των επενδύσεων.....	8
1.1.2	Οριακή αποδοτικότητα του κεφαλαίου και επιτόκιο.....	9
1.1.3	Νεοκλασική προσέγγιση του προσδιορισμού της επένδυσης.....	10
1.1.4	Αρχή της επιτάχυνσης.....	11
1.2	Θεωρία της φορολογίας στη χρηματοδότηση των επιχειρήσεων.....	12
✓ 1.2.1	Προτάσεις των Modigliani και Miller για τη χρηματοδότηση των επιχειρήσεων.....	12
1.2.2	Φορολογία και λόγος δανείων/μετοχικό κεφάλαιο.....	14
1.2.3	Φορολογία και μερίσματα.....	16
1.3	Κόστος χρήστη και πληροφορία στη θεωρία της χρηματοδότησης των επιχειρήσεων.....	18
1.3.1	“Κόστος διαμεσολάβησης” και χρηματοδότηση των επιχειρήσεων.....	19
1.3.2	Πληροφόρηση και χρηματοδότηση των επιχειρήσεων.....	22
1.4	Συμπεράσματα.....	24
2.	Η εξέλιξη του χρηματοπιστωτικού συστήματος.....	26
2.1	Παρούσα κατάσταση του διεθνούς χρηματοπιστωτικού περιβάλλοντος.....	26
2.2	Ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα.....	28
2.3	Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών.....	31
2.4	Πιστωτική επέκταση κατά φορέα και κλάδο παραγωγής.....	32
3.	Σύγχρονες επιχειρήσεις.....	38
3.1	Επιχειρηματικό περιβάλλον στην Ελλάδα.....	38
3.2	Ορισμός επιχειρήσεων.....	40
✓ 3.3	Επιχειρήσεις, χρηματοπιστωτικό σύστημα και εταιρική διακυβέρνηση στην Ελλάδα.....	43
3.4	Πηγές χρηματοδότησης των επιχειρήσεων.....	51
3.4.1	Τραπεζικός δανεισμός.....	52
3.4.2	Χρηματιστηριακή αγορά.....	55
3.4.3	Αυτοχρηματοδότηση.....	57
3.4.4	Επιπρόσθετες πηγές χρηματοδότησης των επιχειρήσεων.....	57
4.	Εμπειρική διερεύνηση.....	59
4.1	Επενδυτικό και χρηματοδοτικό «πορτραίτο» των επιχειρήσεων στην Ελλάδα.....	60
4.2	Εισαγωγή στην οικονομετρική ανάλυση.....	62
4.3	Παρουσίαση των αποτελεσμάτων της παλινδρόμησης.....	64
4.3.1	Περίοδος 1996 - 1997.....	69
4.3.2	Περίοδος 1997 - 1998.....	70

4.3.3	Περίοδος 1998 - 1999	71
5.	Συμπερασματικές σκέψεις	72
6.	Παράρτημα 1: Παρουσίαση των αποτελεσμάτων της παλινδρόμησης για τις "μικρές" και τις "μεγάλες" επιχειρήσεις.....	76
7.	Παράρτημα 2: Οικονομικά γεγονότα που έπαιξαν καθοριστικό ρόλο στη διαμόρφωση του χρηματοπιστωτικού περιβάλλοντος κατά τη περίοδο μελέτης - 2000	1995 77
7.1.1	Έτος 1995.....	77
7.1.2	Έτος 1996.....	78
7.1.3	Έτος 1997.....	79
7.1.4	Έτος 1998.....	80
7.1.5	Έτος 1999.....	81
7.1.6	Έτος 2000.....	82
8.	Παράρτημα 3: Νέες εναλλακτικές μορφές χρηματοδότησης	83
8.1.1	Ο θεσμός της χρηματοδοτικής μίσθωσης (Leasing).....	83
8.1.2	Ο θεσμός της ασφάλισης των πιστώσεων (Factoring).....	86
8.1.3	Ο θεσμός της πώλησης των επιχειρηματικών απαιτήσεων (Forfaiting)....	90
8.1.4	Ο θεσμός της δικαιόχρησης (Franchising).....	91
8.1.5	Ο θεσμός των κεφαλαίων επιχειρηματικού κινδύνου (Venture Capital)...	94
8.1.6	Ο θεσμός των ανταλλαγών (Swaps)	96
9.	Βιβλιογραφία	98

Εισαγωγή

Στη παρούσα εργασία, επιχειρείται μια ανάλυση των διάφορων τρόπων χρηματοδότησης των ιδιωτικών επιχειρήσεων στην Ελλάδα κατά το δεύτερο ήμισυ της δεκαετίας του '90. Παράλληλα, γίνεται μια προσπάθεια προσέγγισης των επιπτώσεων που είχαν οι μεταβολές στο σύγχρονο χρηματοπιστωτικό περιβάλλον πάνω στη διαμόρφωση της επενδυτικής συμπεριφοράς αυτών των επιχειρήσεων, η οποία στηρίχθηκε στην επιλογή ενός αντιπροσωπευτικού δείγματος επιχειρήσεων βάσει τυχαίας δειγματοληψίας από τη βάση δεδομένων της ICAP.

Τα υποδείγματα δημιουργήθηκαν με τη μέθοδο των ελαχίστων τετράγωνων (και με τη βοήθεια του προγράμματος E - VIEWS), με εξαρτημένη μεταβλητή την ετήσια μεταβολή στα καθαρά πάγια των επιχειρήσεων που υποδηλώνει το αποτέλεσμα της επενδυτικής δραστηριότητας των επιχειρήσεων. Αναφερόμαστε δηλαδή, στα επενδυτικά σχέδια που υλοποίησαν οι τελευταίες κάνοντας χρήση των ιδίων κεφαλαίων τους, τα οποία στα υποδείγματα αποτέλεσαν ανεξάρτητη μεταβλητή.

Άλλες ερμηνευτικές μεταβλητές που χρησιμοποιήθηκαν είναι οι μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις των επιχειρήσεων προς διάφορους χρηματοπιστωτικούς φορείς, καθώς και ο φόρος εισοδήματος που τους επιβάλλεται ανάλογα με τα αποτελέσματα της λειτουργίας τους. Κατά την εκτίμηση ορισμένων υποδειγμάτων λάβαμε ως μεταβλητές τη συμμετοχή των παραπάνω μεταβλητών στο σύνολο του ενεργητικού.

Ειδικότερα, η ανάλυση μας επικεντρώνεται στα ακόλουθα σημεία:

- στη θεωρία που ερμηνεύει τις επιλογές που κάνουν οι ιδιωτικές επιχειρήσεις προκειμένου να χρηματοδοτήσουν τις επενδύσεις τους,
- στο παρελθόν και το παρόν τόσο του ελληνικού όσο και του διεθνούς χρηματοπιστωτικού συστήματος, καθώς και στο πως αυτά επηρέασαν τη επιχειρηματική δραστηριότητα στην Ελλάδα,
- στο σύγχρονο επιχειρηματικό περιβάλλον και στις χρηματοδοτικές επιλογές που αυτό σήμερα διαθέτει, για να ενισχύσει την επενδυτική του προσπάθεια,
- στις αποφάσεις που τελικά πήραν οι ιδιωτικές επιχειρήσεις τα τελευταία χρόνια, βάσει των οποίων επέλεξαν τις πηγές και τα μέσα που θα χρησιμοποιήσουν για τη χρηματοδότηση των επενδυτικών τους σχεδίων.

Στο πρώτο κεφάλαιο της εργασίας, παρουσιάζεται το θεωρητικό πλαίσιο που θεμελιώνει τη λογική, με βάση την οποία οι επιχειρήσεις επιλέγουν τους τρόπους χρηματοδότησης των επενδύσεων τους, ξεκινώντας με τις πιο κλασσικές θεωρίες, όπως είναι της παρούσας αξίας των αναμενόμενων αποδόσεων και του κόστους των επενδύσεων, της οριακής αποδοτικότητας του κεφαλαίου και του επιτοκίου, της νεοκλασικής προσέγγισης του προσδιορισμού του μεγέθους της επένδυσης και τέλος, της αρχής της επιτάχυνσης. Στη συνέχεια, περνάμε στις πιο σύγχρονες θεωρητικές προσεγγίσεις (προτάσεις των Modigliani και Miller, το "κόστος διαμεσολάβησης" κ.α.) που σχετίζουν τη χρηματοδότηση των επιχειρήσεων με τη φορολογία, το κόστος χρηστή, καθώς και τη πληροφόρηση.

Στο δεύτερο κεφάλαιο της εργασίας, γίνεται μια συνοπτική αναφορά στις πρόσφατες εξελίξεις του διεθνούς και του ελληνικού χρηματοπιστωτικού περιβάλλοντος, ενώ στη συνέχεια γίνεται λόγος στις μελλοντικές τάσεις που ο τελευταίος διαγράφει.

Στο τρίτο κεφάλαιο της εργασίας, παρουσιάζονται βασικές έννοιες και ορισμοί που αφορούν τις ιδιωτικές επιχειρήσεις καθώς επίσης, αναφέρονται τα πιο σύγχρονα χρηματοπιστωτικά μέσα/προϊόντα που βρίσκονται στη διάθεση αυτών για τη πραγματοποίηση των επενδυτικών τους προγραμμάτων και τέλος, γίνεται λόγος στις προοπτικές της εταιρικής διακυβέρνησης στην Ελλάδα στο πλαίσιο της Ενωμένης Ευρώπης.

Στο τέταρτο κεφάλαιο της εργασίας, γίνεται μια οικονομετρική ανάλυση σχετικά με τις διαφορετικές χρηματοδοτικές επιλογές που κάνουν οι ιδιωτικές επιχειρήσεις, προκειμένου να χρηματοδοτήσουν τις επενδύσεις τους. Η ανάλυση, επικεντρώνεται στο χρονικό διάστημα που ακολούθησε μετά από τα μέσα της δεκαετίας του '90 που είναι η περίοδος που επιταχύνεται η απελευθέρωση του ελληνικού χρηματοπιστωτικού συστήματος.

Τα συμπεράσματα που προέκυψαν από την εμπειρική ανάλυση παρουσιάζονται στο τελευταίο κεφάλαιο της εργασίας.

Ειδικότερα, κατά τη περίοδο 1996 - 1997 οι υπο εξέταση επιχειρήσεις επέλεξαν να δώσουν μεγαλύτερη έμφαση στη χρηματοδότηση με μεσομακροπρόθεσμο δανεισμό, ενώ ταυτόχρονα για την εξυπηρέτηση του ίδιου σκοπού αντλούν, αλλά όχι με την ίδια βαρύτητα με το δανεισμό, επενδυτικά κεφάλαια από τα αδιανέμητα κέρδη που έχουν παρακρατηθεί. Όσον αφορά τις φορολογικές συνθήκες μέσα στις οποίες δραστηριοποιήθηκαν οι επιχειρήσεις, δεν αποτέλεσαν θετικό προσδιοριστικό παράγοντα για την επένδυση και επομένως, αδυνατούσαν να ενισχύσουν την επενδυτική πορεία των τελευταίων.

Στη περίοδο 1997 - 1998, τα αδιανέμητα κέρδη έγιναν εξίσου επιθυμητά από τους επιχειρηματικούς φορείς με το μεσομακροπρόθεσμο δανεισμό. Παράλληλα, ενισχύθηκε η επενδυτική προσπάθεια για τις επιχειρήσεις από το ισχύον φορολογικό καθεστώς στην Ελλάδα.

Για τη τελευταία περίοδο 1998 - 1999, οι επιχειρήσεις εξακολουθούν να καταφεύγουν τόσο στη χρήση των αδιανέμητων κερδών όσο και στην σύναψη δανείων, προκειμένου να καλύψουν τις ανάγκες τους σε κεφάλαια για τη χρηματοδότηση των επενδυτικών τους σχεδίων. Ταυτόχρονα, η φορολογική πολιτική που εφαρμόστηκε το ίδιο χρονικό διάστημα, όπως και στη προηγούμενη χρονική περίοδο, δημιούργησε ένα ευνοϊκό οικονομικό περιβάλλον για τις επιχειρήσεις δίνοντας σε αυτές ώθηση να υλοποιήσουν τα επενδυτικά σχέδια που έχουν προγραμματίσει.

✓ 1. Θεωρίες της χρηματοδότησης των επιχειρήσεων

Η ανάλυση των επιλογών που κάνουν οι σύγχρονες ιδιωτικές επιχειρήσεις κατά την προσπάθεια εξεύρεσης πόρων για την χρηματοδότηση των δραστηριοτήτων τους, έχει λάβει τη μορφή υποδειγμάτων που αφορούν τη θεωρία χρηματοδότησης των επιχειρήσεων.

Στη τελευταία, γίνεται εκτενής αναφορά και διερεύνηση στις σχέσεις που αναπτύσσουν οι επιχειρήσεις με τους διάφορους χρηματοπιστωτικούς φορείς (όπως είναι οι τράπεζες, οι μέτοχοι κ.ά.), από τους οποίους θα εξασφαλίσουν τους αναγκαίους οικονομικούς πόρους. Η σχετική διαδικασία όμως, είναι αρκετά περίπλοκη και διέπεται από διαφορετικούς περιορισμούς ανάλογα με την περίπτωση (πηγή) χρηματοδότησης¹.

Σε αυτό το κεφάλαιο, γίνεται μια προσπάθεια προσέγγισης των μηχανισμών που καθορίζουν την πορεία των αποφάσεων σε μια επιχείρηση, κατά την φάση επιλογής των μέσων χρηματοδότησης για την πραγματοποίηση κάποιου νέου επενδυτικού της σχεδίου.

✓ 1.1 Κλασσική και νεοκλασική θεωρία της χρηματοδότησης των επενδύσεων

Οι πρώτες προσπάθειες που έγιναν τόσο από τους κλασσικούς όσο και από τους νεοκλασσικούς θεωρητικούς, προκειμένου να προσεγγίσουν τη μεθοδολογία στην οποία στηρίζονται οι επιχειρήσεις για να επιλέξουν τα μέσα χρηματοδότησης των επενδύσεων τους, εστιάζουν το ενδιαφέρον τους περισσότερο στο κατά πόσο συμφέρει τις επιχειρήσεις η επενδυτική τους δραστηριότητα, παρα στην ερμηνεία των χρηματοδοτικών επιλογών που αυτές κάνουν².

Με άλλα λόγια, υπάρχουν θεωρίες που τονίζουν τη σημασία του επιτοκίου στην απόφαση των επιχειρήσεων να αναλάβουν μια νέα επενδυτική δραστηριότητα, θεωρίες που ασχολούνται με τις δυνατότητες χρηματοδότησης των επενδύσεων από τις επιχειρήσεις και θεωρίες που επικεντρώνουν την ανάλυση τους στη σχέση μεταξύ των πωλήσεων και των κερδών της επιχείρησης.

¹ Βλ.: Stern & Chew (1998).

² Στα νεοκλασικά υποδείγματα, η έννοια της επένδυσης παρουσιάζεται ως συνάρτηση παραμέτρων, όπως είναι για παράδειγμα το αναμενόμενο κέρδος και κόστος, καθώς και η τεχνολογία.

1.1.1 Παρούσα αξία των αναμενόμενων αποδόσεων και κόστος των επενδύσεων

Σύμφωνα με τη προσέγγιση του Irving Fisher³, οι επιχειρήσεις επιδιώκουν την μεγιστοποίηση των κερδών τους και επομένως, θα κάνουν μια νέα επένδυση μόνο εάν αυτή αυξήσει τα κέρδη τους. Τα τελευταία, θα πρέπει να είναι μεγαλύτερα από το κόστος που συνεπάγεται για την επιχείρηση η πραγματοποίηση της επένδυσης.

Επίσης, καθώς το κόστος θα καταβληθεί σε μια δεδομένη χρονική στιγμή, οι αποδόσεις από την επένδυση θα πραγματοποιούνται σε διαφορετικά χρονικά διαστήματα. Με άλλα λόγια, οι αποδόσεις που αναμένονται από τη νέα επένδυση ισούνται με τη διαφορά μεταξύ των εσόδων που θα εισρέουν προς την επιχείρηση και των δαπανών που πρέπει να γίνουν για να πραγματοποιηθούν τα εν λόγω έσοδα.

Για να γίνει η σύγκριση μεταξύ μελλοντικών αποδόσεων και κόστους κατά τη διάρκεια συγκεκριμένης χρονικής περιόδου, θα πρέπει να βρεθεί η παρούσα αξία τους βάσει του τύπου:

$$PV = R_1/(1+r) + R_2/(1+r)^2 + \dots + R_n/(1+r)^n$$

όπου PV η παρούσα αξία των μελλοντικών αποδόσεων της επένδυσης, R η απόδοση της επένδυσης κατά τις n περιόδους που υπολογίζεται ότι θα πραγματοποιηθούν οι αποδόσεις και r το επιτόκιο της αγοράς⁴.

Κατά τον υπολογισμό της παρούσας αξίας στις n περιόδους, θα πρέπει να λαμβάνονται υπόψη οι εξελίξεις του πληθωρισμού.

Συνεπώς, για μια επιχείρηση που θέλει να αναλάβει επενδυτική δραστηριότητα είναι απαραίτητο να ταξινομήσει πρώτα τα διάφορα επενδυτικά της σχέδια ανάλογα με τη διαφορά μεταξύ παρούσας αξίας των μελλοντικών αποδόσεων και του αντίστοιχου κόστους, ενώ στη συνέχεια θα πρέπει να πραγματοποιήσει εκείνα που θα της μεγιστοποιήσουν τα κέρδη της (δηλαδή, τα σχέδια όπου η εν λόγω διαφορά θα είναι θετική).

Τέλος, η επιχείρηση θα σταματήσει να πραγματοποιεί επιπλέον επενδύσεις, μόνο όταν η παραπάνω διαφορά γίνει μηδέν.

³ Βλ.: Fischer (1907) & (1930).

⁴ Γίνεται η υπόθεση, ότι υπάρχει μόνο το επιτόκιο της αγοράς, επειδή τα διάφορα επιτόκια συνδέονται μεταξύ τους, χάρις την δυνατότητα μετατροπής ενός δάνειο σε κάποιο άλλο με περισσότερο συμφέρον επιτόκιο - δυνατότητα arbitrage.

1.1.2 Οριακή αποδοτικότητα του κεφαλαίου και επιτόκιο

Μια από τις πολλές προσπάθειες που έγιναν προκειμένου να δοθεί μια ερμηνεία για την επενδυτική συμπεριφορά των επιχειρήσεων, ήταν και αυτή του Keynes⁵, ο οποίος χρησιμοποίησε στην ανάλυση του το κριτήριο της οριακής αποδοτικότητας του κεφαλαίου και του επιτοκίου.

Πιο συγκεκριμένα, μια επιχείρηση για να πραγματοποιεί κάποια επένδυση θα πρέπει πρώτα από όλα να κάνει σύγκριση μεταξύ της οριακής αποδοτικότητας του κεφαλαίου και του επιτοκίου. Η πρώτη, είναι ο συντελεστής προεξόφλησης που εξισώνει την παρούσα αξία των αναμενόμενων αποδόσεων από κάποιο προσθετό κεφαλαιουχικό εξοπλισμό με το κόστος του:

$$C = R_1/(1+\lambda) + R_2/(1+\lambda)^2 + \dots + R_n/(1+\lambda)^n$$

όπου C το κόστος του προσθέτου κεφαλαιουχικού εξοπλισμού, R η απόδοση του εξοπλισμού κατά τις n περιόδους που υπολογίζεται ότι θα διαρκέσει η ζωή του εξοπλισμού και λ η οριακή αποδοτικότητα του κεφαλαίου.

Κατά τον Keynes, για να αποφασίσει μια επιχείρηση αν τη συμφέρει η αγορά ενός νέου εξοπλισμού ή όχι, θα πρέπει να συγκρίνει την οριακή αποδοτικότητα του κεφαλαίου που θα δαπανηθεί για τον εξοπλισμό με το επιτόκιο. Την συμφέρει να πραγματοποιήσει την αγορά του εξοπλισμού, μόνο εάν η πρώτη είναι μεγαλύτερη από το δεύτερο. Στην αντίθετη περίπτωση, η επιχείρηση θα πρέπει να επιλέξει να διαθέσει το παραπάνω κεφάλαιο για δανεισμό που θα τις αποφέρει περισσότερα έσοδα.

Επιπρόσθετα, οι επιχειρήσεις που σκοπεύουν να δανειστούν χρήματα για την αγορά εξοπλισμού, θα πρέπει να προσέχουν το επιτόκιο να μην υπερβαίνει την οριακή αποδοτικότητα του κεφαλαίου που θα δαπανηθεί για την απόκτηση του.

Τέλος, ο Keynes τονίζει ότι υπάρχουν περιπτώσεις όπου η δαπάνη του παραπάνω κεφαλαίου πραγματοποιείται από τις επιχειρήσεις σε διαφορετικές χρονικές περιόδους, ενώ από τη πλευρά της προσφοράς (οι βιομηχανίες που παράγουν τα αντίστοιχα αγαθά) να μην υπάρχει η δυνατότητα ικανοποίησης όλης της ζήτησης. Σε αυτήν την περίπτωση αυξάνεται η τιμή του εξοπλισμού και παράλληλα, μειώνεται η οριακή αποδοτικότητα του κεφαλαίου που επενδύεται σε αυτόν.

⁵ Βλ.: Keynes (1937).

1.1.3 Νεοκλασική προσέγγιση του προσδιορισμού της επένδυσης

Οι προσεγγίσεις των παραπάνω δυο θεωρητικών στηρίζονται αποκλειστικά στην επίδραση του επιτοκίου στο προσδιορισμό του μεγέθους της επένδυσης. Στη νεοκλασική θεωρία το ζήτημα της χρηματοδότησης των επιχειρήσεων, στηρίζεται σε υποδείγματα μεγιστοποίησης συγκεκριμένων μεγεθών κάτω από ορισμένους περιορισμούς, με τον D. W. Jorgenson⁶ να είναι ο κυριότερος θεμελιωτής τέτοιων υποδειγμάτων.

Ειδικότερα στο νεοκλασικό υπόδειγμα της επένδυσης, γίνεται η υπόθεση ότι μια επιχείρηση δραστηριοποιείται με σκοπό τη μεγιστοποίηση των κερδών της υπο τεχνολογικούς και οικονομικούς περιορισμούς.

Για το προσδιορισμό του μεγέθους της επένδυσης, το υπόδειγμα διακρίνει δυο στάδια. Στο πρώτο στάδιο, προσδιορίζεται το επιθυμητό απόθεμα του κεφαλαίου, ενώ στο δεύτερο στάδιο καθορίζεται η ροή της επένδυσης που χρειάζεται για να επιτευχθεί το τελευταίο.

Μια πρώτη βασική υπόθεση που γίνεται, είναι ότι η επιχείρηση έχει μια συγκεκριμένη συνάρτηση παραγωγής, ενώ σε μια δεύτερη υπόθεση δεχόμαστε ότι ο σκοπός της λειτουργίας της είναι η μεγιστοποίηση των κερδών της. Το απόθεμα του κεφαλαίου που μεγιστοποιεί τα κέρδη της επιχείρησης, είναι εκείνο όπου το έσοδο από τη τελευταία μονάδα κεφαλαίου είναι ίσο με το κόστος χρησιμοποίησης της μονάδας αυτής.

Το συμπέρασμα που προκύπτει από τα παραπάνω, είναι ότι η καθαρή επένδυση εξαρτάται από τις μεταβολές στο μέγεθος του προϊόντος και του χρηματοδοτικού κόστους της επένδυσης. Με άλλα λόγια, οι παράγοντες που μπορούν να επηρεάσουν τις δυνατότητες κάποιας επιχείρησης για εσωτερική⁷ χρηματοδότηση, όπως είναι οι μεταβολές στο επιτόκιο, ασκούν επιρροή και στην επενδυτική της προσπάθεια.

Πρέπει να σημειώσουμε, ότι το σημαντικότερο πλεονέκτημα του νεοκλασικού υποδείγματος είναι ότι μπορεί να ενσωματώσει το πραγματικό κόστος χρησιμοποίησης του κεφαλαίου (δηλαδή, τους τόκους για τα χρήματα που δεσμεύονται και την απόσβεση του κεφαλαίου). Όταν τα κέρδη βρίσκονται σε υψηλά επίπεδα αυξάνονται και τα αδιανέμητα κέρδη και συνεπώς, υπάρχει για τις επιχειρήσεις η δυνατότητα χρηματοδότησης από αυτά. Από την στιγμή όμως, που το κόστος του εσωτερικού δανεισμού είναι συγκριτικά χαμηλότερο από εκείνο του εξωτερικού δανεισμού (εννοείται το επιτόκιο για τη λήψη δανείων από τη αγορά

⁶ Βλ.: Jorgenson & Hall (1967), Jorgenson (1963).

⁷ Εννοούμε τη δυνατότητα για αυτοχρηματοδότηση.

χρήματος), μειώνεται το κόστος χρησιμοποίησης του κεφαλαίου και επομένως, ενισχύεται η επενδυτική δραστηριότητα.

Τέλος, σύμφωνα με το παραπάνω υπόδειγμα το κόστος του κεφαλαιουχικού εξοπλισμού, η φορολογική πολιτική για τα επιχειρηματικά κέρδη, καθώς και οι μεταβολές στη πολιτική των αποσβέσεων, είναι παράγοντες που μπορούν να επηρεάσουν τόσο το κόστος χρησιμοποίησης του κεφαλαίου όσο και την επένδυση.

1.1.4 Αρχή της επιτάχυνσης

Σύμφωνα με το υπόδειγμα της αρχής της επιτάχυνσης του J. M. Clark⁸, αλλά και με το αντίστοιχο τροποποιημένο από τον H. B. Chenery⁹, οι μεταβολές στο εισόδημα και στη ζήτηση των προϊόντων μπορούν να επιφέρουν αλλαγές στη παραγωγή των τελευταίων, καθώς και μεταβολές στα επιθυμητά αποθέματα κεφαλαίων των επιχειρήσεων.

Η αρχή της επιτάχυνσης, αναφέρεται στη σχέση μεταξύ των μεταβολών στα εισοδήματα ή στα προϊόντα και των αυξομειώσεων στα επιθυμητά αποθέματα των κεφαλαίων. Επιπλέον, η πρώτη βασίζεται στην υπόθεση ότι υπάρχει μια σταθερή σχέση μεταξύ των αποθεμάτων κεφαλαίων και των προϊόντων που μπορούν να παραχθούν από αυτά.

Από τη παραπάνω αρχή, προκύπτει το συμπέρασμα ότι η καθαρή επένδυση είναι συνάρτηση του λόγου κεφάλαιου/προϊόντος επί τη μεταβολή του προϊόντος. Όμως η εν λόγω προσέγγιση, ισχύει στις περιπτώσεις όπου δεν υπάρχουν κεφάλαια που να μην χρησιμοποιούνται, αφού εάν συμβαίνει το αντίθετο η αύξηση της ζήτησης θα οδηγήσει στην εκμετάλλευση των αχρησιμοποίητων κεφαλαίων και όχι στην αύξηση των αποθεμάτων τους.

Παράλληλα, μείωση της ζήτησης δεν συνεπάγεται ανάλογη μείωση του κεφαλαίου, κάτι που μπορεί να γίνει μόνο μέσω των αποσβέσεων.

Επειδή όμως, η αποδοχή της υποθέσεως για το σταθερό λόγο κεφάλαιου/προϊόντος δεν ανταποκρίνεται στη πραγματικότητα, δημιουργήθηκε η αρχή της προσαρμογής του κεφαλαίου όπου μετά από μια αύξηση στη ζήτηση, για να αντεπεξέλθει η παραγωγή στις νέες συνθήκες αναπροσαρμόζει σταδιακά τα αποθέματα κεφαλαίων.

⁸ Βλ.: Clark (1917).

⁹ Βλ. Chenery (1952).

Βάσει της τελευταίας προσέγγισης, η επένδυση που σκοπεύει να κάνει μια επιχείρηση στο άμεσο μέλλον, θα πρέπει να αποτελεί κάποιο ποσοστό της διαφοράς μεταξύ των επιθυμητών και των ήδη υφισταμένων αποθεμάτων στα κεφάλαια της.

1.2 Θεωρία της φορολογίας στη χρηματοδότηση των επιχειρήσεων

Σε αυτή τη ενότητα της εν λόγω εργασίας, παρουσιάζεται ένα πιο σύγχρονο θεωρητικό πλαίσιο σε σχέση με τα όσα έχουν ειπωθεί έως αυτό το σημείο, το οποίο πλαίσιο επικεντρώνεται κατά κύριο λόγο στις επιδράσεις που μπορεί να έχει η φορολογία στη προσπάθεια μιας (ιδιωτικής) επιχείρησης να εξασφαλίσει τους αναγκαίους πόρους που επρόκειτο να δαπανηθούν για την επέκταση των επιχειρηματικών της δραστηριοτήτων.

1.2.1 Προτάσεις των Modigliani και Miller για τη χρηματοδότηση των επιχειρήσεων

Η ανάλυση των Modigliani και Miller¹⁰, περιλαμβάνεται σε μια σειρά από μελέτες¹¹ που αποτελούν τις πιο σημαντικές θεωρητικές προσεγγίσεις στο ζήτημα της χρηματοδότησης των επιχειρήσεων, οι οποίες δραστηριοποιούνται σε συνθήκες ελεύθερης αγοράς.

Σύμφωνα με τους Modigliani και Miller όταν η αγορά (ιδίως του χρήματος) λειτουργεί χωρίς στρεβλώσεις, τότε δεν ενδιαφέρει τις επιχειρήσεις ο τρόπος με τον οποίο θα χρηματοδοτήσουν τα επενδυτικά τους προγράμματα, από τη στιγμή που θα υποστούν το ίδιο κόστος ανεξαρτήτως της πηγής χρηματοδότησης. Οι ίδιοι υποστηρίζουν, ότι τα μερίσματα που καταβάλλει μια επιχείρηση στους μέτοχους της δεν επηρεάζουν την χρηματιστηριακή αξία των μετοχών της, η οποία καθορίζεται από την αποδοτικότητα και τη κατηγορία κινδύνου που υπόκεινται. Συνεπώς, το μέγεθος της εν λόγω αξίας προσδιορίζεται από τη πολιτική επενδύσεων της επιχείρησης και όχι από τη κατανομή των κερδών μεταξύ αποθεματικών και μερισμάτων.

Όσον αφορά τις θετικές επιδράσεις των μερισμάτων στις τιμές των μετοχών, αντισταθμίζονται από τις αντίστοιχες αρνητικές που προκύπτουν από την ανάγκη εξεύρεσης άλλων πηγών χρηματοδότησης για την «αναπλήρωση» των κερδών που δαπανήθηκαν υπό τη μορφή μερίσματος.

Οι απόψεις των παραπάνω δυο θεωρητικών, στηρίζονται στις εξής υποθέσεις:

- δεν υπάρχουν προσωπικοί και εταιρικοί φόροι εισοδήματος,

¹⁰ Βλ.: Modigliani & Miller (1958).

¹¹ Βλ.: Ross (1988), Bhattacharya (1988).

- δεν υπάρχουν έξοδα για την έκδοση νέων μετοχών,
- οι επενδυτές είναι αδιάφοροι μεταξύ της είσπραξης μερισμάτων και της απόκτησης κεφαλαιακών κερδών,
- η πολιτική επενδύσεων είναι ανεξάρτητη από την αντίστοιχη για τα μερίσματα,
- τόσο οι επενδυτές όσο και η διοίκηση της επιχείρησης απολαμβάνουν την ίδια πληροφόρηση σε σχέση με τις μελλοντικές ευκαιρίες για επιχειρηματική επένδυση.

Όταν οι επιχειρήσεις κρατούν κάποιο μέρος από τα τρέχοντα κέρδη που πραγματοποιούν και διανέμουν τα υπόλοιπα υπο τη μορφή μερισμάτων, τότε μπορούν να εξασφαλίσουν κεφάλαια για τη πραγματοποίηση επενδύσεων θετικής καθαρής παρούσας αξίας είτε με την έκδοση νέων μετοχών είτε με την ανάληψη δανείου. Για την έκδοση νέων μετοχών, οι επιχειρήσεις θα έχουν να καταβάλουν μερίσματα στο μέλλον, ενώ στη περίπτωση του δανεισμού ως κόστος θα ληφθεί το επιτόκιο. Παράλληλα, αν παρακρατηθούν κέρδη θα υπάρξει κόστος ευκαιρίας σε σχέση με το επιτόκιο.

Οι δυο θεωρητικοί περαιτέρω υποστηρίζουν, ότι σε περίπτωση που επιχειρήσεις και επενδυτές κατέχουν τις ίδιες χρηματοδοτικές/επενδυτικές δυνατότητες, τότε υπο συνθήκες πλήρους ανταγωνισμού στις αγορές δεν υπάρχουν ασυμμετρίες στη πληροφόρηση μεταξύ των παραπάνω παραγόντων, αλλά ούτε υφίστανται διακυμάνσεις στη φορολογική μεταχείριση των διαφορετικών μορφών χρηματοδότησης, ενώ η αξία μιας επιχείρησης στην αγορά εξαρτάται μόνο από τις χρηματικές εισροές προς αυτήν και όχι από το λόγο *δανεισμός/μετοχικό κεφάλαιο*¹² που κάθε φορά επιλέγει.

Επιπρόσθετα μια επιχείρηση θα απολαμβάνει μεγαλύτερο καθαρό εισόδημα (δηλαδή, εισόδημα που έχει φορολογηθεί), εφόσον αυξήσει το λόγο *δανεισμός/μετοχικό κεφάλαιο*, κάτι που θα επιφέρει υψηλότερες πληρωμές προς τους μέτοχους της. Με αυτό το τρόπο όμως, δεν είναι απαραίτητο ότι θα αυξηθεί η αξία της επιχείρησης στην αγορά, αφού η υποκατάσταση του μετοχικού κεφαλαίου από το δανεισμό, μπορεί να οδηγήσει σε αυξήσεις στα ποσά των πληρωμών με τη μορφή τόκων ανάλογες με εκείνες στις πληρωμές για μερίσματα.

Καθώς όμως, οι επενδυτές επιβαρύνονται με υψηλότερη φορολογία για τις πρώτες από ότι για τις δεύτερες, αναιρείται το συγκριτικό πλεονέκτημα από την έκδοση χρέους σε άμεση

¹² Κανονικά ο λόγος θα έπρεπε να μεταφραστεί ως *χρέος/μετοχικό κεφάλαιο*, αλλά με τον όρο "χρέος" υπονοείται η σύναψη (τραπεζικών) δανειακών υποχρεώσεων από τις επιχειρήσεις.

σχέση με τη κατοχή και διάθεση μετοχικού κεφαλαίου. Σύμφωνα με τον Miller¹³, για μια οριακή αύξηση στο ποσοστό φόρου των επενδυτών το κόστος του μετοχικού κεφαλαίου για την επιχείρηση, θα είναι κάτω από το κόστος του δανεισμού κατά το οριακό φορολογικό πλεονέκτημα της από την έκδοση χρέους (το οποίο στην ουσία πλέον δεν υφίσταται).

1.2.2 Φορολογία και λόγος δανείων/μετοχικό κεφάλαιο

Τα περισσότερα φορολογικά συστήματα επιτρέπουν στις επιχειρήσεις, να πληρώνουν τους τόκους από δάνεια μέσω κρατήσεων από τα ακαθάριστα κέρδη κατά τον υπολογισμό των κερδών που θα φορολογηθούν και αυτό συνεπάγεται, ότι υπάρχει κάποιο φορολογικό πλεονέκτημα για τις επιχειρήσεις στην επιλογή του δανεισμού ως πηγή χρηματοδότησης (όπως έχουν ήδη αναφέρει οι Modigliani και Miller¹⁴).

Παρόλο αυτά, όταν μια επιχείρηση καλείται να επιλέξει τον λόγο δανεισμού/μετοχικού κεφαλαίου που θα ικανοποιεί τις ανάγκες της με το καλύτερο δυνατό τρόπο, πρέπει ταυτόχρονα να λαμβάνει υπόψη το φόρο εισοδήματος που θα πληρώσουν τόσο οι δανειστές (επενδυτές) της όσο και η ίδια.

Υποθέτουμε, ότι όλοι οι επενδυτές πληρώνουν τον ίδιο φόρο για το εισόδημα που λαμβάνουν από τόκους ύψους ποσοστού m , το οποίο θεωρείται σταθερό (για όλους τους επενδυτές) και ότι τα εισοδήματα από την κατοχή μετοχών υπόκεινται σε φόρο ίσο με ποσοστό e , το οποίο επίσης λαμβάνεται ως σταθερό (για όλους τους επενδυτές) και είναι μικρότερο από το ποσοστό m .

Στην τελευταία υπόθεση, δεχόμαστε ότι τα εισοδήματα που προκύπτουν από τη κατοχή μετοχικών τίτλων περιλαμβάνουν τόσο τα μερίσματα όσο και τα κέρδη από τη διάθεση κεφαλαίων. Τα πρώτα, δεν υπόκεινται σε φορολογικά ποσοστά μεγαλύτερα από εκείνα στο φόρο εισοδήματος φυσικών προσώπων, ενώ τα δεύτερα συνήθως φορολογούνται με ποσοστά μικρότερα από εκείνα του φόρου εισοδήματος φυσικών προσώπων, επειδή η πληρωμή του φόρου αναβάλλεται έως ότου καταβληθούν τα κέρδη από τη κατοχή μετοχών.

Βάσει των παραπάνω υποθέσεων, για κάθε μια δραχμή ακαθάριστου επιχειρηματικού κέρδους οι επενδυτές/δανειστές θα λάβουν καθαρά (απαλλαγμένα από οποιοδήποτε φόρο), $1-m$ δραχμές στη περίπτωση που η επιχείρηση χρηματοδοτείται αποκλειστικά μέσω δανεισμού ή $(1-t)(1-e)$ δραχμές στη περίπτωση που η επιχείρηση χρηματοδοτείται

¹³ Βλ.: Miller & Merton (1977).

¹⁴ Βλ.: Modigliani & Miller (1958).

αποκλειστικά από τη διάθεση μετοχών (όπου t το ποσοστό του φόρου για τις επιχειρήσεις). Είναι ξεκάθαρο, ότι ο δανεισμός είναι προτιμότερος από την έκδοση μετοχών εάν ισχύει η ανισότητα $(1-m) > (1-t)(1-e)$, ενώ το αντίθετο θα συμβεί στη περίπτωση που ισχύσει η ανισότητα $(1-m) < (1-t)(1-e)$.

Όταν λαμβάνονται υπόψη οι επιπτώσεις τόσο του φόρου εισοδήματος φυσικών προσώπων όσο και των επιχειρήσεων, δεν είναι ξεκάθαρο ότι υπάρχει κάποιο φορολογικό πλεονέκτημα στη χρήση του δανεισμού ως πηγή χρηματοδότησης των επιχειρήσεων. Όταν το ποσοστό του φόρου εισοδήματος φυσικών προσώπων για τα εισοδήματα από τόκους είναι σχετικά μεγάλο, ενώ στα εισοδήματα που λαμβάνονται από την κατοχή μετοχικού κεφαλαίου είναι σχετικά μικρό, τότε είναι πιο συνετή η χρήση της χρηματοδότησης από την έκδοση μετοχών προκειμένου η επιχείρηση να ικανοποιήσει με τον αποτελεσματικότερο τρόπο τις ανάγκες της σε χρηματοδοτικούς πόρους. Παράλληλα είναι ενδιαφέρον να τονίσουμε το γεγονός, ότι η αποκλειστική χρήση του δανεισμού ως τρόπος εξασφάλισης επιχειρηματικών κεφαλαίων, είναι δυνατόν να «κρύβει» κάποιο κόστος για την επιχείρηση που σε μικρό ή μεγάλο βαθμό θα αναιρεί τα φορολογικά πλεονεκτήματα που ίσως έχουν προκύψει για την ίδια.

Ειδικότερα, η εντατική οικονομική ενίσχυση μιας επιχείρησης από το δανεισμό αυξάνει τις πιθανότητες για τη πρώτη να μην μπορεί να αντεπεξέλθει αργότερα στις οικονομικές απαιτήσεις των δανειστών της, με αποτέλεσμα να έχει να αντιμετωπίσει δυσμενείς καταστάσεις όπως είναι η χρεοκοπία.

Από την πλευρά τους οι δανειστές, προκειμένου να μην καταλήξουν στο να χάσουν τα κεφάλαια που έχουν διαθέσει σε επιχειρήσεις, προβλέπουν και απαιτούν υψηλότερες χρηματικές καταβολές ως μορφή αποζημίωσης, οι οποίες μειώνουν τα εισοδήματα για όσους έχουν μετοχές των παραπάνω επιχειρήσεων.

Συνεπώς η επιχείρηση θα επιλέξει να δανειστεί μέχρι εκείνο το σημείο, μετά το οποίο αρχίζουν να αναιρούνται τα φορολογικά πλεονεκτήματα από την επιλογή του δανεισμού ως πηγή χρηματοδότης.

Για τον Miller¹⁵, η υπο αναφορά θεωρητική προσέγγιση δεν λαμβάνει υπόψη το γεγονός ότι όλοι οι επενδυτές/δανειστές δεν φορολογούνται με το ίδιο ποσοστό, το οποίο συνεπάγεται ότι εξαλείφεται το φορολογικό πλεονέκτημα για κάθε μια από τις επιχειρήσεις που καταφεύγουν σε δανεισμό. Σύμφωνα με την "ισορροπία του Miller", ενώ μπορεί να προσδιοριστεί κάποιος άριστος λόγος δανεισμού/μετοχικού κεφαλαίου που θα αφορά όλες τις

επιχειρήσεις, δεν μπορεί να γίνει κάτι αντίστοιχο για κάθε μια από τις επιχειρήσεις ξεχωριστά, από τη στιγμή που σε κατάσταση ισορροπίας οι οριακοί επενδυτές/δανειστές είναι αδιάφοροι για το αν κατέχουν μετοχές ή αξιόγραφα, καθώς οι επιλογές τους γίνονται βάσει φορολογικών κριτηρίων και επομένως, οι επιχειρήσεις δεν έχουν τη δυνατότητα να επηρεάσουν μέσω μεταβολών στο λόγο δανεισμός/μετοχικό κεφάλαιο την αξία τους στην αγορά.

Οι Auerbach και King¹⁶, υποστήριζαν ότι η προσπάθεια εντοπισμού οποιασδήποτε ισορροπίας όταν όλοι οι επενδυτές υπόκεινται σε διαφορετική φορολογική μεταχείριση, εξαρτάται από τη κατασκευή μοντέλων που θα υιοθετούν τους ανάλογους περιορισμούς είτε για τις επιχειρήσεις είτε για τους επενδυτές, ενώ η υπο εξέταση ισορροπία θα καθορίζεται ανάλογα με τη μορφή των μοντέλων και των περιορισμών που αυτά περιλαμβάνουν.

Για τους De Angelo και Masulis¹⁷, η παρουσία της αβεβαιότητας ακόμα και στη περίπτωση που οι επιχειρήσεις μπορούσαν με διαφορετικό τρόπο από χώρα σε χώρα να «ονομάσουν» τις χρηματοδοτικές πηγές τους ως δανεισμό ή μετοχικό κεφάλαιο, καθώς και οι διαφορετικοί περιορισμοί που επιβάλλονται από χώρα σε χώρα στους επενδυτές/δανειστές, έχουν ως συνέπεια η διαμόρφωση ισορροπίας στην αγορά χρήματος να μην εξαρτάται από οποιαδήποτε επιχειρηματική απόφαση στη περίπτωση που οι επενδυτές/δανειστές επιβαρύνονται με διαφορετικά φορολογικά ποσοστά.

Το γενικότερο συμπέρασμα που μπορεί να βγει από τις παραπάνω προσεγγίσεις, είναι ότι από τη στιγμή που μια επιχείρηση χρηματοδοτείται από άτομα που δεν φορολογούνται το ίδιο, τότε είναι δύσκολο να προσδιοριστεί κάποιο σημείο ισορροπίας στο λόγο δανεισμός/μετοχικό κεφάλαιο για κάθε μια από τις επιχειρήσεις, ενώ κάτι τέτοιο μπορεί να επιτευχθεί μόνο εάν ληφθούν οι ανάλογοι περιορισμοί.

1.2.3 Φορολογία και μερίσματα

Η διαφορετική φορολογική μεταχείριση¹⁸ των φυσικών προσώπων στη μερισματική πολιτική των επιχειρήσεων στη περίπτωση που τα φορολογικά ποσοστά επί των μερισμάτων και των υπολοίπων συναφή κερδών είναι διαφορετικά, θα έχει επιπτώσεις στα καθαρά (δηλαδή, χωρίς τους φόρους) εισοδήματα των κατόχων μετοχών που για κάποια δεδομένη

¹⁵ Βλ.: Miller & Merton (1977).

¹⁶ Βλ.: Auerbach & King (1983).

¹⁷ Βλ.: De Angelo & Masulis (1980), De Angelo & Masulis (1980).

¹⁸ Βλ.: Edwards (1984).

επένδυση εξαρτώνται από την μερισματική πολιτική¹⁹ της επιχείρησης που θα πραγματοποιήσει την επένδυση.

Οι κάτοχοι μετοχών που επιβαρύνονται με υψηλότερα φορολογικά ποσοστά επί των μερισμάτων σε σχέση με το φόρο πάνω στα κέρδη από τη διάθεση κεφαλαίων, θα προτιμήσουν την επιχείρηση (της οποίας είναι μέτοχοι) να χρησιμοποιήσει τα αδιάθετα κέρδη ως πηγή χρηματοδότησης της παραπάνω επένδυσης, με τα μερίσματα να καταβάλλονται μόνο εάν δεν μπορούν να τοποθετηθούν (σε εναλλακτικές χρήσεις) επικερδώς. Με αυτό τον τρόπο, οι μέτοχοι μεγιστοποιούν τις αποδόσεις των χρημάτων που επενδύουν, αφού έχουν να υποστούν τη σχετικά χαμηλή φορολόγηση των εισοδημάτων από τη διάθεση κεφαλαίων.

Από την άλλη πλευρά, οι κάτοχοι μετοχών των οποίων το φορολογικό ποσοστό επί των μερισμάτων είναι μικρότερο από εκείνο πάνω στα κέρδη από τη διάθεση κεφαλαίων, θα προτιμήσουν να διαθέσει η επιχείρηση όλα τα κέρδη της υπο τη μορφή μερισμάτων και να συγκεντρώσει εκ νέου τους απαραίτητους πόρους (έκδοση νέου μετοχικού κεφαλαίου), για την πραγματοποίηση των επενδυτικών της σχεδίων.

Με βάση τα παραπάνω, κάποιος θα μπορούσε να προβλέψει ότι εάν σε μια χώρα εφαρμόζεται ένα κλασικό φορολογικό σύστημα για τις επιχειρήσεις, όπου τα μερίσματα φορολογούνται με το οριακό ποσοστό του φόρου (φυσικών προσώπων) που επιβαρύνει το κάτοχο μετοχών ο οποίος τα λαμβάνει χωρίς κάποια ελάφρυνση στους φόρους επί των μερισμάτων που έχουν ήδη πληρωθεί από τις επιχειρήσεις, οι τελευταίες δεν θα επιχειρούσαν ταυτόχρονα να διαθέσουν μερίσματα και να συγκεντρώσουν χρηματοδοτικούς πόρους (έκδοση νέων μετοχών), τη στιγμή που το ποσοστό του φόρου επί των κερδών από τη διάθεση κεφαλαίων είναι μικρότερο από το οριακό ποσοστό του φόρου εισοδήματος.

¹⁹ Η μερισματική πολιτική μιας επιχείρησης εξαρτάται από τον ιδιοκτησιακό της έλεγχο (η εντεινόμενη χρήση της εσωτερικής χρηματοδότησης με σκοπό τη διατήρηση του υφιστάμενου ελέγχου, μειώνει το ποσοστό των διανεμόμενων κερδών), τον αναπτυξιακό της ρυθμό (οι ταχύτεροι ρυθμοί απαιτούν περισσότερα κεφάλαια), την απόδοση των επενδυμένων κεφαλαίων της (το ποσοστό κέρδους των επενδυμένων κεφαλαίων καθορίζει το πόσο ελαστική θα είναι η διανομή κερδών υπο τη μορφή μερίσματος), το μέγεθος των δάνειακών της υποχρεώσεων - περιορισμών (η εξόφληση των εν λόγω υποχρεώσεων μπορεί να οδηγήσει σε παρακράτηση μέρους των κερδών που επρόκειτο να διανεμηθούν ή στην επιβολή περιορισμών επι της μερισματικής πολιτικής της επιχείρησης), τη κεφαλαιαγορά (η περιορισμένη φερεγγυότητα των επιχειρήσεων μικρού μεγέθους δεν τις επιτρέπει να αντλούν μεγάλα κεφάλαια από εξωτερικές πηγές και επομένως, αναγκάζονται να παρακρατούν και να χρησιμοποιούν ένα μεγάλο μέρος από τα κέρδη τους) και τέλος, τη φορολογική πολιτική (η φορολογική επιβάρυνση των μετοχών της επιχείρησης εν μέρει επηρεάζει την μερισματική πολιτική της).

Μια ισάξια μείωση στα μερίσματα και στις νεοεκδιδόμενες μετοχές έως ότου το οριακό ποσοστό του φόρου εισοδήματος φτάσει το μηδέν. Θα επιτρέψει τη χρηματοδότηση της επένδυσης και παράλληλα, οι κάτοχοι μετοχών (τα εισοδήματα που θα τους προκύψουν από τη διάθεση χρημάτων για επενδυτικούς σκοπούς) θα υπαχθούν σε χαμηλό φορολογικό βάρος.

Χαρακτηριστικό είναι το παράδειγμα της Μεγάλης Βρετανίας, η οποία εφαρμόζει ένα περίπλοκο φορολογικό σύστημα για τις επιχειρήσεις και είναι αρκετά δύσκολο να γίνουν υποθέσεις για το επιπρόσθετο φορολογικό βάρος που οι επιχειρήσεις επιβαρύνουν τους μετόχους τους.

Η καλύτερη δυνατή λύση σε τέτοιου είδους περιπτώσεις, είναι οι επιχειρήσεις να υιοθετούν μια σταθερή μερισματική πολιτική που θα απευθύνεται σε συγκεκριμένη πελατεία ίδιας φορολογικής θέσης. Πάντως, η σταθερότητα στη μερισματική πολιτική μιας επιχείρησης τείνει να καθορίζει το μέγεθος των μερισμάτων ως κάποιο σταθερό ποσοστό των μακροχρόνιων χρηματικών εισροών - κερδών, παρά τη μη παρακράτηση αδιάθετων κερδών ή τη μη πληρωμή μερισμάτων, καθώς εκδίδονται νέες μετοχές που αποτελούν εκείνη τη μορφή της σταθερότητας στη μερισματική πολιτική που θα άρμοζε στη πελατεία με φορολογική μεταχείριση που μπορεί να ευνοείται ή όχι από την επιλογή των μερισμάτων (ως πηγή εισοδήματος) σε σχέση με τα εισοδήματα από τη διάθεση κεφαλαίων.

1.3 Κόστος χρήστη και πληροφορία στη θεωρία της χρηματοδότησης των επιχειρήσεων

Στις θεωρητικές προσεγγίσεις αυτού του είδους²⁰, γίνεται η διάκριση μεταξύ "εσωτερικών" και "εξωτερικών" παραγόντων στην ανάλυση της επιχειρηματικής δραστηριότητας. Οι "εσωτερικοί" παράγοντες (διοίκηση), είναι εκείνοι που ελέγχουν την λειτουργία της επιχείρησης, γνωρίζουν καλύτερα τις πληροφορίες σχετικά με αυτήν και είναι δυνατόν να έχουν διαφορετικά συμφέροντα από εκείνα των "εξωτερικών" παραγόντων (επενδυτές), οι οποίοι δεν έχουν άμεση σχέση με την δραστηριότητα της επιχείρησης, υπόκεινται σε κάποιο κόστος προκειμένου να παρακολουθήσουν την πορεία της και τέλος, δεν έχουν ολοκληρωμένη πληροφόρηση σχετικά με τις «κινήσεις» που γίνονται από την εν λόγω επιχείρηση.

²⁰ Βλ.: Edwards (1987).

Πρέπει να τονίσουμε, ότι οι επενδυτές προσπαθούν να διαμορφώσουν την διοικητική συμπεριφορά των "εσωτερικών" παραγόντων κατά τέτοιο τρόπο που να εξυπηρετεί τα συμφέροντα τους.

Τέλος, ένας άλλος τρόπος με τον οποίο μπορούν και πάλι να ευνοηθούν οι "εξωτερικοί" παράγοντες, είναι η διάθεση σημαντικών πληροφοριών "εκ των έσω" σχετικά με τις δραστηριότητες της παραπάνω επιχείρησης.

1.3.1 "Κόστος διαμεσολάβησης" και χρηματοδότηση των επιχειρήσεων

Η μελέτη που πρώτη παρουσίασε το "κόστος διαμεσολάβησης" (agency costs) στη θεωρία της χρηματοδότησης των επιχειρήσεων, ήταν εκείνη των Jensen και Meckling²¹. Οι τελευταίοι, προσδιόρισαν τη "σχέση διαμεσολάβησης" ως εκείνη μεταξύ ιδιωτών και διαμεσολαβητών, όπου οι πρώτοι παραχωρούν αρμοδιότητες στους δεύτερους προκειμένου να φέρουν σε πέρας κάποιες εργασίες (που αφορούν τους πρώτους).

Παράλληλα, δεν είναι απαραίτητο ότι οι διαμεσολαβητές θα ενεργούν συνεχώς προς όφελος των ιδιωτών, αλλά οι τελευταίοι έχουν την δυνατότητα να παρέχουν κίνητρα στους διαμεσολαβητές ή και να τους ελέγχουν (με κάποιο κόστος), με σκοπό να περιορίσουν την αυθαίρετη δράση τους.

Παρόλο αυτά, πάντα θα υπάρχει μια αντίθεση στις αποφάσεις των δυο μερών, κάτι που συνεπάγεται ότι το έργο των διαμεσολαβητών δεν θα επιτυγχάνει το καλύτερο δυνατό όφελος για τους ιδιώτες. Οι παραπάνω απώλειες σε όφελος και χρήμα, αποτελούν το "κόστος διαμεσολάβησης" από πλευράς ιδιωτών.

Όσον αφορά την εφαρμογή της εν λόγω προσέγγισης στη θεωρία της χρηματοδότησης των επιχειρήσεων, έχουμε να πούμε ότι οι ιδιώτες (μέτοχοι επιχείρησης) εφαρμόζουν ένα σχέδιο κινήτρων όπου μεγιστοποιούν την ωφελιμότητα τους, υπο το περιορισμό ότι οι διαμεσολαβητές θα βρίσκονται στη καλύτερη δυνατή θέση (καλύτερη δυνατή μεταχείριση) από ότι αν δούλευαν κάπου αλλού.

Η αδυναμία αυτής της προσέγγισης, εντοπίζεται στη δυσκολία συνεννόησης μεταξύ των ιδιωτών (μετόχων) στα θέματα δημιουργίας και οργάνωσης ενός σχεδίου κινήτρων με κοινή αποδοχή. Λύση στο πρόβλημα μπορεί να υπάρξει, εάν βρίσκεται κάποιος μέτοχος που θα έχει τη πλειοψηφία των μετοχών και επομένως, μπορεί να παίζει καθοριστικό ρόλο στη

²¹ Βλ.: Jensen & Meckling (1976).

λήψη των τελικών αποφάσεων, διαφορετικά οι διαπραγματεύσεις μεταξύ των μετόχων θα δημιουργήσουν σε αυτούς σημαντικά κόστη.

Πρέπει να τονίσουμε, ότι το "κόστος διαμεσολάβησης" συνδέεται με την αξία της επιχείρησης στην αγορά και για αυτό το λόγο η διοίκηση της ενδιαφέρεται για τη ελαχιστοποίηση του. Από την άλλη πλευρά, οι "εξωτερικοί" παράγοντες είναι εκείνοι που θα καθορίσουν την πορεία της αξίας της επιχείρησης στην αγορά και οι οποίοι επικροτούν την προσπάθεια της να μειώσει το υπο αναφορά κόστος, αυξάνοντας την αξία της.

Σύμφωνα με τους Jensen και Meckling, "κόστος διαμεσολάβησης" μπορεί να υπάρξει στη περίπτωση που ο μοναδικός μέτοχος μιας επιχείρησης αποφασίσει να διαθέσει κάποιες μετοχές αυτής, αφού οι νέοι μέτοχοι θα πρέπει να ελέγχουν (με κάποιο κόστος) τον πρώτο που θα προσπαθεί πλέον να μεγιστοποιήσει την ωφελιμότητα του εις βάρος αυτών.

Συμπληρώνουμε, ότι για τους "εξωτερικούς" παράγοντες ο τρόπος με τον οποίο θα διαμορφωθεί τελικά ο λόγος *δάνεια/μετοχικό κεφάλαιο* σε μια επιχείρηση (ο οποίος επηρεάζει και την εσωτερική της δομή) έτσι ώστε να ελαχιστοποιηθεί το "κόστος διαμεσολάβησης", είναι εκείνος που θα τους οδηγήσει να διαμορφώσουν την αγοραία αξία αυτής.

Επιπρόσθετα παραθέτουμε τις απόψεις των Grossman και Hart²², για τους οποίους η διοίκηση και οι μέτοχοι μιας επιχείρησης έχουν διαφορετικούς στόχους (για τους μέτοχους σκοπός είναι η μεγιστοποίηση της αξίας της επιχείρησης στην αγορά). Ένας τρόπος για να συμπεριφερθεί η διοίκηση όπως και οι μέτοχοι, είναι η πιθανότητα της χρεοκοπίας. Ο κίνδυνος να συμβεί η τελευταία, είναι εντονότερος όσο πιο μεγάλος είναι ο λόγος *δάνειο/μετοχικό κεφάλαιο*.

Ο λόγος για τη σύναψη δανείων, εντοπίζεται στην ανάγκη ενίσχυσης της αγοραίας αξίας της επιχείρησης, από την στιγμή που οι επενδυτές θεωρούν αυτή τη πράξη ως κίνητρο στη διοίκηση για να εφαρμόζει πολιτικές μεγιστοποίησης της αξίας της επιχείρησης, προκειμένου να μην κηρύξει πτώχευση. Ο άριστος λόγος *δανείων/μετοχικού κεφαλαίου*, βρίσκεται εκεί που μεγιστοποιούνται οι προσδοκίες της διοίκησης και συγχρόνως, εξασφαλίζεται η υψηλή αγοραία αξία για την επιχείρηση.

Η ΕΡΕΥΝΑ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ

²² Βλ.: Grossman & Hart (1982), Grossman & Hart (1983).

Τέλος, δυο ακόμη λόγοι για να συμπεριφερθεί η διοίκηση όπως και οι μέτοχοι, είναι ότι όσο αυξάνεται η αξία της επιχείρησης στην αγορά τόσο θα ενισχύονται οι μισθοί και το γόητρο των διοικητικών στελεχών.

Το "κόστος διαμεσολάβησης" χρησιμοποιήθηκε επίσης, για να εξηγηθεί η μερισματική πολιτική σε μια επιχείρηση. Ο Easterbrook²³, υποστηρίζει ότι η επίμονη πολιτική της τελευταίας να πληρώνει υψηλά μερίσματα την προτρέπει να καταφεύγει πολύ συχνά στη κεφαλαιαγορά (διάθεση νέου μετοχικού κεφαλαίου) για να αντλήσει χρήματα. Αυτό όμως, συνεπάγεται "κόστος διαμεσολάβησης" για την επιχείρηση, αφού θα παρακολουθείται «στενά» από τους "εξωτερικούς" παράγοντες (τράπεζες, επενδυτές κ.ά.).

Επομένως, ο Easterbrook καταλήγει ότι με την ίδια λογική που η σύναψη δανείων θα οδηγήσει στην ενίσχυση της αγοραίας αξίας της επιχείρησης (σύμφωνα με τους Jensen και Meckling) το ίδιο θα συμβεί και με την επιλογή μιας επιχείρησης να πληρώνει υψηλά μερίσματα, ενώ λαμβάνονται υπόψη οι αρνητικές επιδράσεις που δημιουργούνται από το "κόστος διαμεσολάβησης" κατά τη διαμόρφωση της άριστης μερισματικής πολιτικής.

Ο Easterbrook έχει δώσει και άλλη μια εκδοχή του "κόστους διαμεσολάβησης" στη μερισματική πολιτική κάποιας επιχείρησης, βάσει της οποίας η πληρωμή μερισμάτων θέτει σε λειτουργία διάφορους μηχανισμούς που σε συνδυασμό με την ανάληψη ενός δανείου θα οδηγήσει στην ανακατανομή των πληρωμών από την επιχείρηση, μεταξύ αυτών που κατέχουν μετοχές και εκείνων που έχουν δανείσει κεφάλαια στην εν λόγω επιχείρηση.

Ειδικότερα, η επιχείρηση που έχει ήδη εκδώσει χρέος (με άλλα λόγια, έχει συνάψει κάποιο δάνειο) θα προτιμήσει να χρηματοδοτήσει τα νέα της επενδυτικά σχέδια από τα αδιανέμητα κέρδη της, κάτι που συνεπάγεται τη πτώση του λόγου δάνεια/μετοχικό κεφάλαιο και παράλληλα, τη μείωση της πιθανότητας να κηρύξει χρεοκοπία. Το τελευταίο όμως, σημαίνει ότι θα μεταφερθεί ευημερία (εισοδήματα) από τους μέτοχους στους δανειστές, οι οποίοι έχουν επιβάλει υψηλά επιτόκια για την εξασφάλιση των κεφαλαίων που έχουν δανείσει στην επιχείρηση.

Η πληρωμή μερισμάτων σε κανονικά επίπεδα αποτρέπει κάθε ανοδική τάση στον παραπάνω λόγο και ταυτόχρονα, δημιουργεί τις προϋποθέσεις για την αύξηση του με το να προτρέπει στο δανεισμό για να χρηματοδοτηθούν τα νέα επιχειρηματικά σχέδια. Συνεπώς, οι "εξωτερικοί" παράγοντες θα αυξήσουν την αγοραία αξία όλων εκείνων των επιχειρήσεων που δραστηριοποιούνται με αυτό το τρόπο.

Τέλος, από τις παραπάνω τρεις θεωρητικές απόψεις που προσεγγίζουν τόσο το "κόστος διαμεσολάβησης" όσο και τη μερισματική πολιτική μιας επιχείρησης, μπορούμε να πούμε ότι πιο πλήρης εμφανίζεται να είναι η πρώτη (παρά το γεγονός, ότι δεν έχει γίνει προσέγγιση μέσω κάποιου υποδείγματος), από τη στιγμή που οι άλλες δύο αδυνατούν να μας δώσουν ξεκάθαρες εξηγήσεις για τη τάση που έχουν οι επιχειρήσεις να πληρώνουν μερίσματα, καθώς εκδίδουν ταυτόχρονα νέο μετοχικό κεφάλαιο (παρά την επιβάρυνση με τα σχετικά φορολογικά έξοδα).

1.3.2 Πληροφόρηση και χρηματοδότηση των επιχειρήσεων

Η ιδέα πάνω στην οποία στηρίζονται οι θεωρίες που αναλύουν την χρηματοδοτική «συμπεριφορά» των επιχειρήσεων, αφού λάβουν υπόψη τις δυνατότητες για τη παροχή πληροφοριών που να αφορούν τις τελευταίες, είναι ότι οι "εσωτερικοί" παράγοντες εκ των πραγμάτων διαθέτουν καλύτερη πληροφόρηση για τις προοπτικές της εν λόγω επιχείρησης από ότι οι "εξωτερικοί" παράγοντες.

Αυτού του είδους οι θεωρίες, ασχολούνται με τις συνθήκες κάτω από τις οποίες τα καλύτερα πληροφορημένα άτομα μπορούν να στείλουν στα λιγότερα πληροφορημένα άτομα "σήματα" που θα αφορούν συγκεκριμένες πληροφορίες. Παράλληλα, το ενδιαφέρον αυτών των θεωρητικών προσεγγίσεων εστιάζεται στο τρόπο που θα ερμηνευθούν τα παραπάνω "σήματα" από εκείνους που θα τα λάβουν.

Πρώτος ο Ross²³, παρουσίασε ένα μοντέλο όπου οι επιλογές της διοίκησης σε μια επιχείρηση σχετικά με το λόγο δάνεια/μετοχικό κεφάλαιο, λειτουργούν ως "σήματα" προς τους "εξωτερικούς" παράγοντες, όσον αφορά τις μελλοντικές της αποδόσεις (κέρδη). Για τη διοίκηση, έχει σημασία τόσο η παρούσα όσο και η μελλοντική πορεία της αγοραίας αξίας της επιχείρησης, αλλά και η μείωση της πιθανότητας για κήρυξη χρεοκοπίας (που αποτελεί κόστος για τη διοίκηση, αφού συνεπάγεται απώλειες σε κύρος και θέσεις εργασίας).

Σύμφωνα με τον Ross, οι επιχειρήσεις που παρουσιάζουν ευνοϊκές προοπτικές για μελλοντική κερδοφορία θα είναι και εκείνες, υπο συγκεκριμένες συνθήκες, που θα επιλέξουν το λόγο δάνεια/μετοχικό κεφάλαιο να είναι υψηλός και επομένως, οι "εξωτερικοί" παράγοντες θα παίρνουν τις αποφάσεις τους στηριζόμενοι στη πορεία αυτού του λόγου. Επιπλέον, για κάποιο δεδομένο ποσό χρέους και τόκου η πιθανότητα να μην εκπληρωθεί στο μέλλον οι υποχρεώσεις της επιχείρησης ελαττώνεται, καθώς η δυνατότητα για επίτευξη

²³ Βλ.: Easterbrook (1984).

μελλοντικών κερδών αυξάνεται (τα τελευταία συνδέονται αρνητικά με το κόστος στο οποίο υπόκεινται η διοίκηση).

Άλλη μια θεωρία, είναι εκείνη των Rock και Miller²⁵ που προσεγγίζει το υπο αναφορά θέμα από τη πλευρά της μερισματικής πολιτικής των επιχειρήσεων, η οποία μπορεί να λειτουργήσει ως πηγή "σημάτων" προς τους "εξωτερικούς" παράγοντες. Οι τελευταίοι, δεν γνωρίζουν τα τρέχοντα έσοδα της επιχείρησης τόσο καλά όσο η διοίκηση της. Συνεπώς, η πληρωμή υψηλών καθαρών μερισμάτων από την επιχείρηση "σηματοδοτεί" προς τα έξω μια υψηλή αξία για τα τρέχοντα έσοδα της.

Το κόστος "σηματοδότησης", εντοπίζεται στη μελλοντική χρήση των εσόδων για παραγωγικές επενδύσεις, όσο πιο μικρό είναι το πραγματικό μέγεθος των τρεχόντων εσόδων της επιχείρησης τόσο πιο μεγάλο είναι το κόστος.

Κυριότερο μειονέκτημα αυτής της θεωρίας, είναι ο τρόπος χειρισμού της μερισματικής πολιτικής στο σχετικό υπόδειγμα, αφού προσπαθεί να προσεγγίσει τη συμπεριφορά των επιχειρήσεων λαμβάνοντας τα καθαρά μερίσματα ως μοναδική πηγή "σημάτων" προς τα "έξω", κάτι που ταυτόχρονα περιορίζει την ερμηνευτική ικανότητα της εν λόγω θεωρίας.

Όσον αφορά τις θεωρητικές πεποιθήσεις των Myers και Majluf²⁶, έχουμε να παρατηρήσουμε ότι η ασυμμετρία στη πληροφόρηση είναι ατελής και συνεπάγεται κόστος για εκείνους που δεν τη κατέχουν. Ειδικότερα, οι επιχειρησεις που εκδίδουν μετοχές γνωρίζουν καλύτερα τη χρήση των κεφαλαίων που θα αντληθούν. Από την άλλη πλευρά, οι δυνητικοί μέτοχοι των εν λόγω επιχειρήσεων γνωρίζουν ότι δεν κατέχουν ολοκληρωμένη πληροφόρηση σε σχέση με τις τιμές των παραπάνω μετοχών, οι οποίες (τιμές) κατά τη γνώμη τους θα υπερτιμηθούν από τους έκδοτες των τελευταίων. Επομένως, οι επιχειρησεις αναγκάζονται να διαθέτουν μετοχές σε σχετικά χαμηλές τιμές, κάτι που όμως συνεπάγεται την αύξηση του κόστους χρηματοδότησης των επιχειρήσεων και ίσως την απόρριψη ορισμένων αποδοτικών επενδυτικών σχεδίων.

Τέλος, μια ακόμα θεωρητική προσέγγιση έχει πραγματοποιηθεί από τους John και Williams²⁷, στην οποία η διοίκηση μιας επιχείρησης χρησιμοποιεί τα μερίσματα για τη παροχή "σημάτων" προς τους "εξωτερικούς" παράγοντες, σε σχέση με την οικονομική της κατάσταση στο μέλλον.

²⁴ Βλ.: Ross (1977) & (1985).

²⁵ Βλ.: Miller & Merton (1977).

²⁶ Βλ.: Myers & Majluf (1984).

²⁷ Βλ.: John & Williams (1985).

Ειδικότερα, στο παραπάνω υπόδειγμα τα μερίσματα επιβαρύνονται από τους σχετικούς φόρους και επιπλέον, όσο πιο εύκολη είναι πληροφόρηση για τους "εξωτερικούς" παράγοντες τόσο υψηλότερες θα είναι οι πληρωμές σε μερίσματα για την επιχείρηση, έτσι ώστε για κάθε επιχείρηση που πληρώνει μερίσματα η ζήτηση για μετρητά είτε από την ίδια είτε από τους μέτοχους της θα υπερέχει των διαθέσιμων αποθεματικών κεφαλαίων.

Σε αυτήν την περίπτωση, δημιουργούνται ψευδαισθήσεις στους μέτοχους σχετικά με την ιδιοκτησία της επιχείρησης, από τη στιγμή που η επιχείρηση εκδίδει νέες μετοχές για την εύρεση κεφαλαίων προς χρηματοδότηση των επενδύσεων ή οι ίδιοι πουλούν τις μετοχές τους. Οι τελευταίοι, όσο πιο ευνοϊκή είναι η "προς τα έξω" πληροφόρηση τόσο πιο πολύ κερδίζουν από μια δεδομένη μείωση σε αυτές τις ψευδαισθήσεις.

Οι επιχειρήσεις με καλύτερη πληροφόρηση προς τους "εξωτερικούς" παράγοντες, πληρώνουν υψηλότερα μερίσματα και επομένως, κατέχουν μετοχές με υψηλή αξία, με αποτέλεσμα οι μέτοχοι των εν λόγω επιχειρήσεων να «υποφέρουν» από μικρότερης έντασης ψευδαισθήσεις. Η αξία της παραπάνω μείωσης στις ψευδαισθήσεις, γίνεται μεγαλύτερη όταν οι επιχειρήσεις παρέχουν καλύτερη πληροφόρηση και ταυτόχρονα, αποζημιώνει τους μέτοχους για τους επιπλέον φόρους στους οποίους υπόκεινται λόγω των υψηλότερων μερισμάτων.

Από την άλλη πλευρά, οι επιχειρήσεις με λιγότερο καλή παροχή πληροφοριών, βρίσκουν το κόστος που προκύπτει από τους φόρους στη πληρωμή των μερισμάτων να υπερέχει των πλεονεκτημάτων από τη μείωση στις εν λόγω ψευδαισθήσεις.

Σύμφωνα με τη παραπάνω ανάλυση, είναι συνετό για τους "εξωτερικούς" παράγοντες να αποτιμούν τις μετοχές των επιχειρήσεων με βάση τις πληρωμές μερισμάτων που η ίδιος πραγματοποιούν.

Για αυτή τη θεωρία, πρέπει να παρατηρήσουμε ότι είναι προσκολλημένη σε περιορισμούς που της δημιουργούν "κενά" στο τρόπο που ερμηνεύει τις καταστάσεις, όπως για παράδειγμα υποθέτει ότι η ζήτηση για ρευστότητα της επιχείρησης από τους μέτοχους υποδεικνύει ενδιαφέρον για μερίσματα πριν - το - φόρο παρά για μερίσματα μετά - το - φόρο, με αποτέλεσμα τα μερίσματα να πάψουν να λειτουργούν ως «πηγή» σημάτων.

1.4 Συμπεράσματα

Τα τελευταία «ευρήματα» στη θεωρία της χρηματοδότησης των επιχειρήσεων, έχουν επικεντρωθεί σε θεωρίες που ασχολούνται περισσότερο με τις σχέσεις μεταξύ "εξωτερικών"

και "εσωτερικών" παραγόντων παρα με εκείνες που κάνουν εκτενή λόγο στη παράμετρο της φορολογίας, προκειμένου να εντοπίσουν τις πηγές που επιλέγουν σήμερα οι περισσότερες επιχειρήσεις για την χρηματοδότηση τους.

Σύμφωνα με τις εν λόγω θεωρητικές προσεγγίσεις, η ασύμμετρη πληροφόρηση επηρεάζει τη σχέση μεταξύ των μετοχών μιας επιχείρησης και εκείνων που την διοικούν. Με άλλα λόγια, τα συμφέροντα αυτών των δυο πλευρών δεν ταυτίζονται και πολλές φορές βρίσκονται σε σύγκρουση. Η τελευταία, ενισχύεται από το γεγονός ότι οι "εσωτερικοί" παράγοντες (διοικητικά στελέχη) της επιχείρησης κατέχουν καλύτερη πληροφόρηση για αυτήν από ότι διαθέτουν οι "εξωτερικοί" παράγοντες (μέτοχοι).

Πάντως, υπάρχουν τρόποι μετριασμού αυτών των προβλημάτων για τους μέτοχους είτε μέσω συστημάτων που λειτουργούν στη χρηματιστηριακή αγορά (για παράδειγμα η άμεση ρευστοποίηση των μετοχικών τίτλων της επιχείρησης) είτε μέσω του έλεγχου που ασκεί το διοικητικό συμβούλιο της επιχείρησης στα στελέχη της. Σε περίπτωση που οι παραπάνω μορφές έλεγχου αδυνατούν να συμμορφώσουν τα στελέχη της επιχείρησης ώστε να ενεργούν προς όφελος των μετόχων τους, τότε η «ποινή» που θα επιβληθεί σε αυτήν είναι η εξαγορά της από κάποια άλλη επιχείρηση.

Το μεγαλύτερο πρόβλημα στις σύγχρονες θεωρητικές προσεγγίσεις, δημιουργείται από την αδυναμία των υποδειγμάτων στις εν λόγω θεωρίες να λάβουν υπόψη τη φορολογική μεταχείριση/επιβάρυνση της επιχείρησης για τις διαφορετικές μορφές χρηματοδότησης που κάθε φορά επιλέγει.

2. Η εξέλιξη του χρηματοπιστωτικού συστήματος

Τη στιγμή που το ενιαίο νόμισμα γίνεται πραγματικότητα για όλες τα κράτη - μέλη της Ε.Ε., οι μεγάλες ευρωπαϊκές τράπεζες θα κατακλύσουν την ευρωπαϊκή τραπεζική αγορά με προϊόντα σε Ευρώ. Τα μεγάλα πιστωτικά ιδρύματα θα διαθέτουν το συγκριτικό πλεονέκτημα, από την στιγμή που θα είναι σε θέση να αντλούν κεφάλαια με σχετικά χαμηλό κόστος, ενώ από τη πλευρά των καταναλωτών οι τιμές των πιστώσεων που θα απολαμβάνουν θα εξαρτώνται σε μεγάλο βαθμό από τον ανταγωνισμό μεταξύ των τραπεζών και τις μειώσεις στις τραπεζικές υπηρεσίες που αυτός συνεπάγεται. Με άλλα λόγια, τα μερίδια της τραπεζικής αγοράς θα καθορισθούν ανάλογα με την ανταγωνιστικότητα των προϊόντων που προσφέρει η κάθε τράπεζα.

Για τις ελληνικές τράπεζες, ο ανταγωνισμός που αναμένεται να αντιμετωπίσουν θα είναι ιδιαίτερα έντονος, επειδή το ελληνικό τραπεζικό σύστημα χαρακτηρίζεται από υψηλό λειτουργικό κόστος, ολιγοπωλιακές καταστάσεις και την έντονη παρουσία του κρατικού στοιχείου, παρόλο που μειώνεται σταδιακά τα τελευταία χρόνια.

2.1 Παρούσα κατάσταση του διεθνούς χρηματοπιστωτικού περιβάλλοντος

Είναι γενικά αποδεκτό, ότι η άσκηση οικονομικής πολιτικής μέσω του ευρύτερου χρηματοπιστωτικού συστήματος και ειδικότερα μέσω του τραπεζικού τομέα, επιδρά σημαντικά στο τρόπο κατανομής των διαθέσιμων οικονομικών κεφαλαίων μεταξύ των διαφορετικών αλλά αλληλένδετων κατηγοριών παραγωγικών δραστηριοτήτων (αγροτικού τομέα, μεταποίησης και τομέα των υπηρεσιών), καθώς και ανάμεσα στα διάφορα επίπεδα χωρικών μονάδων (δήμοι, πόλεις, νομαρχίες κ.λπ.).

Σήμερα, διανύουμε μια περίοδο παγκοσμιοποίησης των οικονομιών όπου σημειώθηκαν αξιόλογες μεταβολές στις διεθνείς χρηματαγορές²⁸:

- αποκανονικοποίηση: με αυτό τον όρο, αναφερόμαστε στην εφαρμογή μεταρρυθμίσεων προς τη κατεύθυνση του ανοίγματος των αγορών, της ελεύθερης κινητικότητας των κεφαλαίων και της απελευθέρωσης του κανονιστικού πλαισίου λειτουργίας των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Η ανάπτυξη νέων επενδυτικών εργαλείων και προϊόντων υπό τη πίεση του διεθνούς ανταγωνισμού, οδήγησε τις παγκόσμιες χρηματοπιστωτικές αγορές σε νέες εξειδικεύσεις,

²⁸ Βλ.: Ο.Τ.Ο.Ε. (1998).

- αποδιαμεσολάβηση: με αυτό τον όρο, αναφερόμαστε στην ανάπτυξη των νέων ηλεκτρονικών δικτύων επικοινωνίας που παρέχουν σε ιδιώτες, τράπεζες και επιχειρήσεις την δυνατότητα συγκέντρωσης και επεξεργασίας πληροφοριών σε μηδενικό χρονικό διάστημα και με χαμηλό κόστος, με αποτέλεσμα να υπάρχει εύκολη πρόσβαση σε όλες τις διεθνείς αγορές, ενώ παράλληλα δίνει τη δυνατότητα παροχής τραπεζικών υπηρεσιών από τους μη τραπεζικούς οργανισμούς (π.χ. τις ασφαλιστικές εταιρίες).
- μείωση των "παραδοσιακών" εσόδων, όπως είναι οι τόκοι και οι προμήθειες από επιχειρηματικές δραστηριότητες: στην εν λόγω περίπτωση, οι πηγές των τραπεζικών εσόδων έχουν αρχίσει να διαφοροποιούνται, όπου ιδιαίτερη έμφαση δίνεται στη παροχή νέων προϊόντων και υπηρεσιών (swaps, αγοραπωλησίες τίτλων κ.λπ.). Με άλλα λόγια, η μείωση των εσόδων για τις τράπεζες από τόκους αποδίδεται στο περιορισμό των περιθωρίων για τα επιτόκια, καθώς και σε άλλους λόγους που τελικώς συντελούν στην απώλεια πελατών για τις τράπεζες.

Κατά το παρελθόν, ο διεθνής τραπεζικός τομέας λειτουργούσε για να εξυπηρετεί τις ανάγκες των πολυεθνικών εταιρειών, ενώ στην συνέχεια στράφηκε προς τις οικονομίες με αναπτυγμένες και απελευθερωμένες αγορές (Ευρωπαϊκή Ένωση, NAFTA κ.α.).

Στη συνέχεια, οι παγκόσμιες αγορές κεφαλαίου και χρήματος, «χρησιμοποιήθηκαν» ως πηγές δανεισμού όχι για τη πραγματοποίηση παραγωγικών επενδύσεων, αλλά για κερδοσκοπικούς σκοπούς. Συνέπεια των τελευταίων, είναι να ξεσπάσουν κρίσεις στις χρηματαγορές πολλών χωρών με ανεξέλεγκτα αποτελέσματα για τις οικονομίες τους.

Για να αντιμετωπιστούν οι παραπάνω καταστάσεις, αποφασίστηκε τον Δεκέμβριο του 1997 στη Γενεύη από τον Παγκόσμιο Οργανισμό Εμπορίου η απελευθέρωση της διεθνούς χρηματοπιστωτικής αγοράς για 102 χώρες²⁹.

Η κατάργηση των συνόρων στις διεθνείς συναλλαγές χρήματος και κεφαλαίων, θα συντελέσει στη δημιουργία ενός οικονομικού περιβάλλοντος διαφορετικού από εκείνο που έχει γνωρίσει ο επιχειρηματικός τομέας και του οποίου η πορεία είναι αδύνατον να προβλεφθεί.

Τα οικονομικά προβλήματα που προέκυψαν κατά το πρόσφατο παρελθόν για τις χώρες της Άπω Ανατολής, της Λατινικής Αμερικής και τη Ρωσία, μας υπενθυμίζουν ότι έχουμε

²⁹ Βλ.: Μούσης (1997).

εισέλθει σε ένα στάδιο όπου χώρες που άλλοτε θεωρούνταν εμπορικές υπερδυνάμεις, τώρα είναι ευάλωτες σε κάθε μεταβολή του παγκόσμιου οικονομικού "γίνεσθαι".

Η παγκοσμιοποίηση των αγορών προϊόντων και κεφαλαίου σε συνδυασμό με την ανάπτυξη και τη διάδοση της "Κοινωνίας της Πληροφορίας" (η οποία έχει συντελέσει στην μεταφορά των κεφαλαίων στο χώρο σε ελάχιστο χρόνο), έχουν δημιουργήσει μια κατάσταση όπου οι οικονομίες βρίσκονται αλληλεξαρτώμενες περισσότερο από ποτέ³⁰.

Ταυτόχρονα, οι οικονομικές συγκυρίες έχουν διαμορφώσει ένα χρηματιστηριακό κλίμα όπου η διακίνηση του κερδοσκοπικού κεφαλαίου είναι αδύνατον να περιοριστεί, με αποτέλεσμα να ασκείται πίεση στη μεταβλητότητα των τιμών (υψηλή μεταβλητότητα των επιτοκίων, των χρηματιστηριακών τιμών και των τιμών συναλλάγματος) και η επιχειρηματική αβεβαιότητα να οδηγεί τις αγορές σε εμπορικοοικονομικές κρίσεις³¹.

Πρέπει να προσθέσουμε σε αυτό το σημείο, ότι παρά την αναταράξεις που συγκλονίζουν το παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα, λίγες είναι εκείνες οι ενέργειες που έχουν γίνει μέχρι σήμερα για τον σχεδιασμό και την εφαρμογή μιας συντονισμένης οικονομικής πολιτικής αντιμετώπισης των αρνητικών επιπτώσεων και των γενεσιουργών αιτιών.

Πολλοί πιστεύουν ότι τουλάχιστον στα πλαίσια της Ε.Ε., υπάρχουν πλέον οι προϋποθέσεις για έναν αποδοτικό συντονισμό στις οικονομικές και διαρθρωτικές πολιτικές, αλλά και σε επίπεδο διηπειρωτικών συνεργασιών μεταξύ των πιο (οικονομικά) αναπτυγμένων χωρών. Επιπρόσθετα, κρίνεται αναγκαίος ο περιορισμός των φαινομένων υπερδανεισμού χωρών και επιχειρήσεων χωρίς να τηρούνται οι κανονισμοί ορθολογικής διαχείρισης και ανάλυσης του πιστωτικού κινδύνου.

2.2 Ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα

Από τα σημαντικότερα γεγονότα που έλαβαν χώρα στην Ελλάδα μετά το 1975, ήταν η μεταπολίτευση που συνέπεσε με το ξέσπασμα της παγκόσμιας οικονομικής ύφεσης, η οποία βρίσκει την Ελλάδα να περιλαμβάνει τόσο εγχώριες όσο και ξένες τράπεζες (υποκαταστήματα). Η κρατική παρέμβαση στην τραπεζική δραστηριότητα ήταν ολοφάνερη, από την στιγμή που υπήρχαν αμιγείς κρατικοί οργανισμοί (Ταχυδρομικό Ταμιευτήριο,

³⁰ Βλ.: Ημερησία (2001).

³¹ Βλ.: Παλάσκας (1996).

Ταμείο Παρακαταθηκών και Δανείων, κ.τλ.), αλλά και τράπεζες με μετοχικό κεφάλαιο του οποίου η πλειοψηφία άνηκε στο Κράτος (Εμπορική και Εθνική)³².

Παράλληλα, οι ιδιωτικές τράπεζες ήταν μικρού μεγέθους και κατείχαν ελάχιστο μερίδιο της αγοράς, ενώ όλες οι τράπεζες είχαν την υποχρέωση να καταθέτουν συγκεκριμένο ποσοστό από τα κεφάλαια τους (τραπεζικό χαρτοφυλάκιο) στη Τράπεζα της Ελλάδος.

Ταυτόχρονα, τα επιτόκια καθορίζονταν με συγκεντρωτικές διαδικασίες ενώ οι ενέργειες των τραπεζών, περιορίζονταν από τους εκάστοτε διοικητικούς κανόνες, με αποτέλεσμα να παρεμποδίζεται η ανάπτυξη του τραπεζικού τομέα λόγω της έλλειψης ανταγωνιστικού περιβάλλοντος.

Η ύφεση του '80, είχε ως συνέπεια για τις ελληνικές τράπεζες τη δέσμευση δανείων σε μη παραγωγικές χρήσεις και τη στρέβλωση της κατανομής των επενδυτικών πόρων, κάτι που έδρασε ανασταλτικά τόσο στον εκσυγχρονισμό τους όσο και στη βελτίωση της ανταγωνιστικότητας τους στο διεθνή χώρο.

Χρονιά σταθμός για τον εκσυγχρονισμό του τραπεζικού συστήματος ήταν το 1992, οπότε και εφαρμόστηκε ο νόμος 2076/1992 στον οποίο ενσωματώθηκαν οι κανόνες και οι αρχές της δεύτερης τραπεζικής οδηγίας από την Ε.Ε.

Σύμφωνα με την υπό αναφορά οδηγία, τέθηκε ως υποχρέωση η σταδιακή απελευθέρωση του ελληνικού τραπεζικού συστήματος. Προς αυτήν την κατεύθυνση, λειτούργησε η κατάργηση των δεσμεύσεων στην κίνηση κεφαλαίων, η δυνατότητα της ελεύθερης εγκατάστασης (υποκαταστήματα) στην Ελλάδα όλων των τραπεζών που είχαν ως έδρα κράτος - μέλος της Ε.Ε., η Τράπεζα της Ελλάδας υποχρεώθηκε να μειώσει τα υποχρεωτικά διαθέσιμα, τα επιτόκια θα καθορίζονταν από τους νόμους της ελεύθερης αγοράς και τέλος, θα καταργούνταν ο Ειδικός Φόρος Τραπεζικών Εργασιών.

Παράλληλα στις αρχές της δεκαετίας του '90, κατοχυρώθηκαν νομοθετικά πολλά από τα νέα χρηματοοικονομικά προϊόντα και υπηρεσίες³³, όπως είναι το Leasing, το Factoring, το Venture Capital κ.α.

Στα μέσα της δεκαετίας του '90, έχουν εισέλθει στο χρηματοπιστωτικό κλάδο νέες εταιρείες που εξειδικεύονται στη παροχή χρηματοοικονομικών υπηρεσιών και προϊόντων. Στο Πίνακα 1 δίνεται μια ενδεικτική εικόνα της σύνθεσης των χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων στα μέσα της δεκαετίας του '90.

³² Βλ.: Μαρούλης (1992).

ΠΙΝΑΚΑΣ 1 : ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΠΟΥ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΠΟΙΟΥΝΤΑΝ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟ ΧΩΡΟ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΑΣ ΤΟ 1995

ΕΙΔΟΣ ΕΤΑΙΡΙΑΣ Ή ΙΔΡΥΜΑΤΟΣ	ΑΡΙΘΜΟΣ ΕΤΑΙΡΙΩΝ Ή ΙΔΡΥΜΑΤΩΝ
ΤΡΑΠΕΖΕΣ	47
ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΤΙΚΕΣ ΤΡΑΠΕΖΕΣ	18
ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΕΣ ΕΤΑΙΡΙΕΣ	108
ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΕΣ ΕΤΑΙΡΙΕΣ & ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΕΣ	65
ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	30
ΕΤΑΙΡΙΕΣ FACTORING	5
ΕΤΑΙΡΙΕΣ LEASING	10
ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΑΝΤΑΛΛΑΚΤΗΡΙΩΝ	19
ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ	18
ΣΥΝΟΛΟ	320

ΠΗΓΗ : ΟΔΗΓΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ, ΠΕΡΙΟΔΙΚΟ "ΧΡΗΜΑ", 1996

Από το Διάγραμμα 1, καταλήγει κανείς στο συμπέρασμα ότι ένας χώρος στον οποίο δραστηριοποιούνταν αποκλειστικά οι τράπεζες έχει πλέον κατακλύστεί από μη τραπεζικές επιχειρήσεις, με αποτέλεσμα οι πρώτες να χάσουν ένα σημαντικό μερίδιο από τη χρηματοπιστωτική αγορά.

Πάντως, ο ελληνικός τραπεζικός τομέας δεν παραμένει απλώς παρατηρητής στις εξελίξεις. Ειδικότερα, έχουν ξεκινήσει να πραγματοποιούνται ένα πλήθος δομικών και οργανωτικών αλλαγών στον εν λόγω κλάδο όπου πρωταρχικό ρόλο παίζει η ίδρυση τραπεζικών ή ευρύτερων χρηματοπιστωτικών ομιλών³⁴, οι οποίοι έχουν την δυνατότητα της αποτελεσματικότερης παροχής όλων των δυνητικών προϊόντων και υπηρεσιών προς το πελάτη στα πλαίσια ενός ισχυρού και ανταγωνιστικού χρηματοπιστωτικού ιδρύματος και όχι μιας μόνο τράπεζας.

Με την ένταξη της Ελλάδας στην Οικονομική και Νομισματική Ένωση και την αντικατάσταση της δραχμής από το Ευρώ (με τη συνεπαγόμενη απώλεια έλεγχου που είχε η Τράπεζα της Ελλάδος πάνω στο εθνικό μας νόμισμα), τα έσοδα από τη παροχή κερδοφόρων υπηρεσιών (για παράδειγμα, την αγοραπωλησία συναλλάγματος) θα εξαλειφθούν για τις τράπεζες, ενώ παράλληλα οι πιέσεις από την αύξηση του ανταγωνισμού μεταξύ των τραπεζών θα επιδράσουν αρνητικά στο ύψος των προμηθειών από τις διάφορες εργασίες. Εκτός από τα όσα έχουν ήδη αναφερθεί, τα ελληνικά (και όχι μόνο) τραπεζικά ιδρύματα θα έχουν να υποστούν επιπλέον, το υψηλό κόστος μετάβασης³⁵ από τη δραχμή στο Ευρώ.

Ο νέος κίνδυνος που έχουν προκύψει σήμερα για το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα (πιθανές απώλειες στα μερίδια των αγορών και στα έσοδα)³⁶, προτρέπει τις ελληνικές τράπεζες να επανασχεδιάσουν τις στρατηγικές, βάσει των οποίων θα δραστηριοποιηθούν ενάντια στον ανταγωνισμό που ασκείται από ξένες τράπεζες.

Τέλος, η αναθεώρηση των στρατηγικών για τις ελληνικές τράπεζες θα επικεντρωθεί στους παρακάτω σκοπούς³⁷:

- i. την οργανωτική αναβάθμιση,
- ii. τη μείωση του κόστους παροχής υπηρεσιών,

³³ Βλ.: Μαλακός & Δεμίρης (1993).

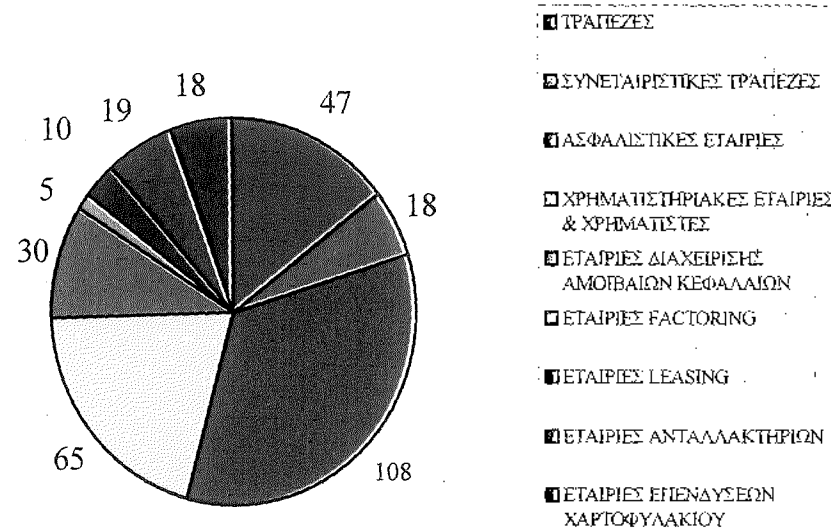
³⁴ Όπου μπορεί να έχουν μεταβιβαστεί δημόσια κεφάλαια σε ιδιωτικούς οργανισμούς ή ιδρύματα.

³⁵ Βλ.: Ο.Τ.Ο.Ε. (1998).

³⁶ Βλ.: Μόσχος & Φραγγέτης - IOBE (1997), Ένωση Ελληνικών Τραπεζών (1998).

³⁷ Βλ.: Ταμβακάκη (1997), Προβόπουλος (1995).

**ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1 : ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΠΟΥ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΠΟΙΟΥΝΤΑΝ ΣΤΟ
ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟ ΧΩΡΟ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΑΣ ΤΟ 1995**



- iii. την ανάπτυξη του ανθρώπινου δυναμικού,
- iv. τη διάθεση νέων προϊόντων και υπηρεσιών στις χρηματιστηριακές εργασίες, την επενδυτική τραπεζική, τη καταναλωτική και στεγαστική πίστη κ.α.,
- v. τη στενή συνεργασία με αλλά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα.
- vi. την ανακάλυψη αποτελεσματικών τρόπων ενσωμάτωσης της τεχνολογίας και της αυτοματοποίησης στις τραπεζικές συναλλαγές.

2.3 Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών

Το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών παρά τη θετική πορεία που σημείωσε τη τελευταία δεκαετία είναι κοινή αντίληψη ότι υστερεί σε ανάπτυξη σε σχέση με τα χρηματιστήρια άλλων χωρών, με χαρακτηριστικό παράδειγμα του κοντινού παρελθόντος όπου υπήρχαν επιχειρήσεις, των οποίων η χρηματιστηριακή αξία υπήρξε εντόνως πολλαπλάσια της πραγματικής τους αξίας.

Τα χρηματιστηριακά υπερκέρδη που δημιουργήθηκαν το 1999, δεν δημιούργησαν την εντύπωση μιας αποτελεσματικής κεφαλαιαγοράς τόσο σε επενδυτές όσο και σε επιχειρηματίες. Τα κεφάλαια που είχαν αντληθεί από το χρηματιστήριο είναι απίθανο να διοχετεύθηκαν σε παραγωγικές επενδύσεις, αλλά κατά πάσα πιθανότητα δαπανήθηκαν για καταναλωτικούς σκοπούς.

Το χρηματιστήριο της "Σοφοκλέους" εμφανίζεται σήμερα αρκετά ανασφαλές και το μεγάλο ερώτημα που τίθεται είναι αν θα κατορθώσει να αντέξει τις νέες πιέσεις που ασκούνται και από το εσωτερικό αλλά και το εξωτερικό της χώρας μας, κρατώντας το γενικό δείκτη σε υψηλά επίπεδα.

Πολλοί πιστεύουν, ότι η ένταξη της Ελλάδας στην ΟΝΕ παρά τα προβλήματα που παρουσιάζει, προσδίδει έναν επιπλέον αμυντικό μηχανισμό, καθώς και μία αυξημένη εμπιστοσύνη για τις μεσοπρόθεσμες προοπτικές της ελληνικής χρηματιστηριακής αγοράς.

Ταυτόχρονα ενισχύονται οι κρατικές προσπάθειες εξομάλυνσης της τελευταίας, έτσι ώστε να αντιτίθεται στην «νευρική» των διεθνών αγορών, καθώς και στους καλά σχεδιασμένους χειρισμούς ορισμένων κερδοσκόπων που εξακολουθούν να παραμονεύουν ως απειλή για τις οικονομικές εξελίξεις στην χώρα μας.

Συνοψίζουμε λέγοντας, ότι μόνο όταν το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών αρχίσει να «ωριμάζει» θα μπορέσει να συμβάλλει στην ενίσχυση του σύγχρονου ελληνικού επιχειρηματικού περιβάλλοντος. Προς αυτήν την κατεύθυνση, θα πρέπει να λειτουργεί η κρατική παρέμβαση με τη δημιουργία θεσμών και την επιβολή αυστηρών κανόνων.

2.4 Πιστωτική επέκταση κατά φορέα και κλάδο παραγωγής

Πριν προχωρήσουμε στην ανάλυση των πινάκων σχετικά με τη πορεία που ακολούθησε η χρηματοδότηση από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα που υφίστανται στον ελλαδικό χώρο προς τους ιδιωτικούς κλάδους που διαμορφώνουν το σύγχρονο επιχειρηματικό περιβάλλον της χώρας μας, θα κάνουμε μια σύντομη αναφορά στα σημαντικότερα οικονομικά γεγονότα³⁸ που άσκησαν καθοριστική επιρροή τόσο στην επιχειρηματική όσο και στη τραπεζική δραστηριότητα κατά τη περίοδο μελέτης 1995 - 2000.

Αρχικά, το 1995 υπήρξε έτος όπου παρατηρήθηκε σημαντική επιτάχυνση στη πιστωτική επέκταση προς τον ιδιωτικό τομέα. Αυτή η επέκταση στην ενίσχυση της ιδιωτικής επένδυσης, αντανακλά την εμπέδωση του κλίματος εμπιστοσύνης στις μακροχρόνιες προοπτικές της ελληνικής οικονομίας, καθώς και το ευνοϊκό κλίμα που δημιούργησε η σταδιακή πτώση των επιτοκίων στα τραπεζικά δάνεια.

Στη συνέχεια, το 1996 υπήρξε έτος όπου επιβλήθηκαν στις τράπεζες μέτρα περιορισμού της ρευστότητας τους, από τη Τράπεζα της Ελλάδος κατά τον Ιούνιο. Επιπρόσθετα, παρά το γεγονός ότι η μείωση στα επιτόκια των τραπεζικών χορηγήσεων συνεχίστηκε και σε αυτό το έτος, αρκετές ήταν οι επιχειρήσεις που προτίμησαν την ανάληψη δανείων σε συνάλλαγμα, αφού επικρατούσε σταθερότητα στη συναλλαγματική ισοτιμία της δραχμής, το κόστος εξυπηρέτησης των δανείων τους σε δραχμές περιορίσθηκε και υπήρχαν σημαντικές διαφορές των επιτοκίων σε δραχμές και σε συνάλλαγμα.

Στο έτος 1997, ο ρυθμός ανόδου του συνόλου των τραπεζικών δανείων προς την ιδιωτική επιχειρηματικότητα σημείωσε μικρή κάμψη, ιδίως προς το τέλος του χρόνου, κάτι που συνδέεται με τη μείωση του ρυθμού αύξησης του ονομαστικού Α.Ε.Π. και οφείλεται στις νομισματικές αναταραχές του Μαΐου και του Οκτωβρίου, καθώς και στην επερχόμενη αύξηση των επιτοκίων.

Στη χρονιά που ακολούθησε, η πιστωτική επέκταση των τραπεζών προς τον ιδιωτικό τομέα επηρεάστηκε σε μεγάλο βαθμό από τις εξελίξεις στη συναλλαγματική ισοτιμία της δραχμής,

³⁸ Για περισσότερες πληροφορίες βλέπε στο παράρτημα 1.

ΠΙΝΑΚΑΣ 2 : ΣΥΝΟΛΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΚΑΤΑ ΦΟΡΕΑ (σε εκατομμύρια δραχμές)

ΧΡΟΝΙΚΗ ΠΕΡΙΟΔΟΣ	ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ ¹	ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΑΣ	ΕΜΠΟΡΙΚΕΣ ΤΡΑΠΕΖΕΣ	ΚΤΗΜΑΤΙΚΕΣ ΤΡΑΠΕΖΕΣ	ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	Ε.Τ.Β.Α.	ΤΑΧΥΔΡΟΜΙΚΟ ΓΑΜΙΕΥΤΗΡΙΟ	ΤΑΜΕΙΟ ΠΑΡΑΚΑΤΑΘΗΚΩΝ ΚΑΙ ΔΑΝΕΙΩΝ	ΤΡΑΠΕΖΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΤΙΚΕΣ ΤΡΑΠΕΖΕΣ	Α.Ε.Π. (σε αγοραίες τιμές)
1995	10.021.203	14.060	5.709.096	800.042	2.094.336	670.560	316.082	341.316	45.690	30.021	27.235.200
1996	11.359.584	19.899	6.924.693	920.174	2.264.435	504.760	243.878	388.164	52.040	41.541	29.935.100
1997	12.852.767	21.916	8.157.939	1.018.175	2.384.918	425.882	262.183	444.733	78.439	58.582	33.103.800
1998	14.808.375	24.663	10.665.861	60.307	2.622.630	420.912	259.795	524.448	145.868	83.891	35.872.500
1999	16.614.451	27.313	11.938.594	97.766	2.928.884	419.635	321.222	590.919	189.743	100.375	38.147.200
2000	18.035.514	33.098	13.545.592	122.098	2.563.275	420.959	375.622	676.918	185.107	112.845	40.900.000
ποσοστό ως προς γενικό σύνολο (%)											ποσοστό γενικού συνόλου ως προς Α.Ε.Π. (%)
1995	100	0,1	57,0	8,0	20,9	6,7	3,2	3,4	0,5	0,3	36,8
1996	100	0,2	61,0	8,1	19,9	4,4	2,1	3,4	0,5	0,4	37,9
1997	100	0,2	63,5	7,9	18,6	3,3	2,0	3,5	0,6	0,5	38,8
1998	100	0,2	72,0	0,4	17,7	2,8	1,8	3,5	1,0	0,6	41,3
1999	100	0,2	71,9	0,6	17,6	2,5	1,9	3,6	1,1	0,6	43,6
2000	100	0,2	75,1	0,7	14,2	2,3	2,1	3,8	1,0	0,6	44,1
ετήσια ποσοστιαία μεταβολή (%)											
1995 - 1996	13,4	41,5	21,3	15,0	8,1	-24,7	-22,8	13,7	13,9	38,4	9,9
1996 - 1997	13,1	10,1	17,8	10,7	5,3	-15,6	7,5	14,6	50,7	41,0	10,6
1997 - 1998	15,2	12,5	30,7	-94,1	10,0	-1,2	-0,9	17,9	86,0	43,2	8,4
1998 - 1999	12,2	10,7	11,9	62,1	11,7	-0,3	23,6	12,7	30,1	19,6	6,3
1999 - 2000	8,6	21,2	13,5	24,9	-12,5	0,3	16,9	14,6	-2,4	12,4	7,2
1995 - 2000	1,0	1,1	1,1	-1,0	0,8	-0,8	0,8	1,0	1,2	1,2	0,9

ΠΗΓΗ : ΜΗΝΙΑΙΟ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΟ ΔΕΛΤΙΟ, ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ, ΔΙΚΗΣ ΜΑΣ ΕΠΕΞΕΡΓΑΣΙΑΣ

¹ Στο γενικό σύνολο περιλαμβάνονται οι χρηματοδοτήσεις προς τον ιδιωτικό και το δημόσιο τομέα.

έχοντας ως δεδομένο ότι οι επιχειρήσεις έχουν τη τάση να συνάπτουν ένα μεγάλο μέρος των δανείων τους σε συνάλλαγμα.

Κατά το έτος 1999 έλαβαν χώρα σημαντικές ανατιμήσεις στο γιέν Ιαπωνίας, αλλά και στο δολάριο Η.Π.Α., με αποτέλεσμα να επηρεαστεί σε μεγάλο βαθμό η πιστωτική επέκταση των τραπεζών στην Ελλάδα.

Για το τελευταίο έτος της υπο ανάλυσης εξαετίας 1995 - 2000, είχαμε την ενίσχυση της πιστωτικής επέκτασης του ιδιωτικού τομέα, την ανατίμηση του δολαρίου Η.Π.Α. και τη διολίσθηση του ελληνικού νομίσματος έναντι του Ευρώ (τα δυο τελευταία άσκησαν επίδραση στη διαμόρφωση των πιστωτικών μεγεθών, μέσω των συναλλαγματικών διαφορών στα υπόλοιπα των τραπεζικών δανείων προς τον ιδιωτικό τομέα).

Περνώντας στο Πίνακα 2, παρατηρούμε ότι στην Ελλάδα το ποσό της συνολικής τραπεζικής χρηματοδότησης τη χρονική περίοδο 1995 - 2000, σημειώνει μία ταχεία αύξηση μέχρι το έτος 1998, όπου η αξία της πιστωτικής δραστηριότητας των τραπεζών συνεχίζει να αναπτύσσεται αλλά με φθίνοντα ρυθμό. Ειδικότερα, τα κεφάλαια που διοχέτευσαν στην αγορά προς τον ιδιωτικό και το δημόσιο τομέα, αυξάνονταν (με ρυθμούς που δεν διαμόρφωναν κάποια ιδιαίτερη τάση) από έτος σε έτος για τη Τράπεζα της Ελλάδος, τις εμπορικές τράπεζες, το Ταμείο Παρακαταθηκών και Δανείων και τις συνεταιριστικές τράπεζες, ενώ για τις υπόλοιπες τράπεζες που δραστηριοποιούνται στην Ελλάδα η πορεία των πιστώσεων τους παρουσίασε διακυμάνσεις, από τις οποίες ξεχωρίζουμε τη κάθετη πτώση στη χρηματοδότηση των κτηματικών τραπεζών κατά το χρονικό διάστημα 1997 - 1998, αλλά και τη πορεία των τραπεζών επενδύσεων³⁹ που διατήρησαν μια αξιόλογη θετική πορεία μέχρι τις αρχές του 1999, όπου και σημειώθηκαν τα πρώτα αρνητικά αποτελέσματα.

Σε σχέση με τα μερίδια των τραπεζικών ιδρυμάτων στη χρηματοπιστωτική αγορά, έχουμε να παρατηρήσουμε οι εμπορικές τράπεζες, το Ταμείο Παρακαταθηκών και Δανείων, οι τράπεζες επενδύσεων και τέλος, οι συνεταιριστικές τράπεζες που δείχνουν να «κερδίζουν» συνεχώς έδαφος στην εν λόγω αγορά κατά τη διάρκεια της υπό μελέτης περιόδου, κάτι που συνεπάγεται για τους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς που απομένουν τη μείωση της συμμετοχής τους στη διαμόρφωση του εγχωρίου οικονομικού γίγνεσθαι, καθώς η τελευταία παρουσιάζει στασιμότητα (όπως συμβαίνει με τη Τράπεζα της Ελλάδος και το Ταχυδρομικό

³⁹ Περιλαμβάνονται οι τράπεζες Εθνική Τράπεζα Επενδύσεων Βιομηχανικής Ανάπτυξης και Τράπεζα Επενδύσεων.

ΠΙΝΑΚΑΣ 3: ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΤΟΥ ΙΔΙΩΤΙΚΟΥ ΤΟΜΕΑ ΑΠΟ ΤΙΣ ΕΜΠΟΡΙΚΕΣ ΤΡΑΠΕΖΕΣ ΚΑΤΑ ΕΙΔΟΣ ΔΑΝΕΙΩΝ ΚΑΙ ΚΑΤΑ ΚΛΑΔΟ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑΣ (σε εκατομμύρια δραχμές)

ΧΡΟΝΙΚΗ ΠΕΡΙΟΔΟΣ	ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΤΙΚΟΥ ΤΟΜΕΑ	ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ & ΜΕΤΑΛΛΕΙΑ			ΒΙΟΤΕΧΝΙΑ ΕΜΠΟΡΙΟ		ΛΟΙΠΑ	ΙΔΙΩΤΙΚΟΣ ΤΟΜΕΑΣ		Α.Ε.Π. (σε αγοραίες τιμές)
		ΣΥΝΟΛΟ	ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΑ ΔΑΝΕΙΑ	ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΑ ΔΑΝΕΙΑ				ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΑ ΔΑΝΕΙΑ	ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΑ ΔΑΝΕΙΑ	
1995	5.150.115	1.511.818	1.297.510	214.308	593.787	1.499.098	1.545.412	4.137.360	1.012.755	27.235.200
1996	6.261.432	1.734.597	1.519.763	214.834	644.397	1.796.323	2.086.115	4.953.219	1.308.213	29.935.100
1997	7.474.996	1.798.711	1.591.341	207.370	711.781	2.219.364	2.745.140	5.757.942	1.717.054	33.103.800
1998	9.846.409	1.712.678	1.502.922	209.756	792.719	2.856.513	4.484.499	6.707.698	3.138.711	35.872.500
1999	11.263.270	1.963.312	1.706.776	256.536	824.451	3.043.574	5.431.933	7.586.176	3.677.094	38.147.200
2000	12.914.898	2.079.667	1.800.016	279.651	840.938	3.656.327	6.337.966	8.866.077	4.048.821	40.900.000
	ποσοστό ως προς σύνολο ιδιωτικού τομέα (%)		ποσοστό ως προς σύνολο βιομηχανίας & μεταλλείων (%)		ποσοστό ως προς σύνολο ιδιωτικού τομέα (%)			ποσοστό ως προς σύνολο ιδιωτικού τομέα (%)		ποσοστό συνόλου ιδιωτικού τομέα ως προς Α.Ε.Π. (%)
1995	100 (89,7) ²	29,4	85,8	14,2	11,5	29,1	30,0	80,3	19,7	18,9
1996	100 (89,8)	27,7	87,6	12,4	10,3	28,7	33,3	79,1	20,9	20,9
1997	100 (90,7)	24,1	88,5	11,5	9,5	29,7	36,7	77,0	23,0	22,6
1998	100 (91,5)	17,4	87,8	12,2	8,1	29,0	45,5	68,1	31,9	27,4
1999	100 (93,5)	17,4	86,9	13,1	7,3	27,0	48,2	67,4	32,6	29,5
2000	100 (94,5)	16,1	86,6	13,4	6,5	28,3	49,1	68,6	31,4	31,6
ετήσια ποσοστιαία μεταβολή (%)										
1995 - 1996	21,6	14,7	17,1	0,2	8,5	19,8	35,0	19,7	29,2	9,9
1996 - 1997	19,4	3,7	4,7	-3,5	10,5	23,6	31,6	16,2	31,3	10,6
1997 - 1998	31,7	-4,8	-5,6	1,2	11,4	28,7	63,4	16,5	82,8	8,4
1998 - 1999	14,4	14,6	13,6	22,3	4,0	6,5	21,1	13,1	17,2	6,3
1999 - 2000	14,7	5,9	5,5	9,0	2,0	20,1	16,7	16,9	10,1	7,2
1995 - 2000	1,1	0,8	0,9	0,8	0,9	1,1	1,2	1,0	1,2	0,9

ΠΗΓΗ: ΜΗΝΙΑΙΟ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΟ ΔΕΛΤΙΟ, ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ, ΔΙΚΗΣ ΜΑΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΙΑΣ

² Στη παρένθεση δίνεται το μερίδιο του ιδιωτικού τομέα στη συνολική τραπεζική χρηματοδότηση.

Ταμιευτήριο) ή πτώση (δηλαδή, αναφερόμαστε στις κτηματικές τράπεζες⁴⁰, στην Ε.Τ.Β.Α. και στην Αγροτική τράπεζα).

Πιο συγκεκριμένα, εξετάζοντας το Πίνακα 3 επαληθεύουμε το γεγονός ότι η συμμετοχή των εμπορικών τραπεζών στη συνολική τραπεζική χρηματοδότηση γίνεται ολοένα και πιο μεγάλη, καθώς η χρηματοδοτική τους πορεία τόσο σε σχέση με το γενικό σύνολο (δηλαδή, προς τον ιδιωτικό και το δημόσιο τομέα) όσο και με τη συνολική (μόνο προς τον ιδιωτικό τομέα) έχει διαμορφωθεί με θετικό ρυθμό (που διαρκώς μεταβάλλονταν) κατά την εξετία 1995 - 2000.

Βάσει των παραπάνω, είμαστε σε θέση να υποστηρίξουμε ότι οι εμπορικές τράπεζες είναι εκείνες που κατακτούν ολοένα και μεγαλύτερο μερίδιο στη διάθεση πόρων για την επέκταση των ιδιωτικών δραστηριοτήτων στην ελληνική οικονομία (στο ίδιο συμπέρασμα καταλήγουμε αν λάβουμε υπόψη το ύψος της χρηματοδότησης των εμπορικών τραπεζών σε αναλογία με το Α.Ε.Π.), ενώ οι υπόλοιποι πιστωτικοί φορείς αναλαμβάνουν να «παίξουν» δευτερεύων ρόλο που μάλλον οφείλεται στο γεγονός ότι πολλοί από αυτούς είτε αντιμετωπίζουν προβλήματα κατά την εξασφάλιση επενδυτικών πόρων είτε έχουν εξειδικευτεί σε τέτοιο βαθμό, έτσι ώστε να έχουν περιοριστεί οι κατηγορίες των πελατών που εξυπηρετούν.

Παράλληλα, το χρονικό διάστημα 1995 - 2000 βρήκε πολλούς κλάδους στον ιδιωτικό τομέα της ελληνικής οικονομίας να χρηματοδοτούνται κατά κύριο λόγο με τραπεζικό δανεισμό. Ειδικότερα, η διάθεση μακροχρόνιων και βραχυχρόνιων δανείων από το τραπεζικό τομέα ακολουθεί την ίδια πορεία με εκείνη της τραπεζικής στο σύνολο με τα πρώτα να ενισχύουν σταδιακά το μερίδιο τους στην αγορά, καθώς τα δεύτερα υπερέχουν σε αξία.

Επιπλέον, βλέπουμε ότι ενώ η πιστωτική επέκταση προς τους κλάδους της βιομηχανίας/μεταλλίων και της βιοτεχνίας δείχνει μια διαχρονική αύξηση (με εξαίρεση τη χρονική περίοδο 1997 - 1998 για το κλάδο της βιομηχανίας/μεταλλίων), στην ουσία υπάρχει τάση συρρίκνωσης της συμμετοχής των υπο αναφορά τομέων παραγωγής στη χρηματοδότηση των εμπορικών τραπεζών, κάτι που όμως δεν παρατηρείται στο κλάδο του εμπορίου, ο οποίος «απορροφά» ένα μεγάλο μέρος από τα πόσα που διαθέτουν οι εμπορικές τράπεζες στον ιδιωτικό τομέα (χάρης της επέκτασης στα στεγαστικά δάνεια κατά την υπό εξέταση εξετία).

⁴⁰ Περιλαμβάνονται οι τράπεζες Εθνική Κτηματική (Ε.Κ.Τ.Ε.) και Εθνική Σταγαστική.

ΠΙΝΑΚΑΣ 4 : ΣΥΝΟΛΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΤΟΥ ΙΔΙΩΤΙΚΟΥ ΤΟΜΕΑ (σε εκατομμύρια δραχμές)

ΧΡΟΝΙΚΗ ΠΕΡΙΟΔΟΣ	ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΤΙΚΟΥ ΤΟΜΕΑ	ΚΑΤΑ ΔΙΑΡΚΕΙΑ		ΚΑΤΑ ΝΟΜΙΣΜΑ		Α.Ε.Π. (σε αγοραίες τιμές)	
		ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΑ ΔΑΝΕΙΑ	ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΑ ΔΑΝΕΙΑ	ΔΑΝΕΙΑ ΣΕ ΔΡΑΧΜΕΣ	ΔΑΝΕΙΑ ΣΕ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑ		
1995	8.327.995	3.333.909	4.994.086	6.858.142	1.469.853	27.235.200	-
1996	9.676.096	3.772.324	5.903.772	7.362.206	2.313.890	29.935.100	-
1997	11.145.783	4.408.689	6.737.094	8.407.454	2.738.329	33.103.800	-
1998	12.817.710	5.066.624	7.751.086	9.703.146	3.114.564	35.872.500	-
1999	14.636.648	5.826.021	8.810.627	10.796.277	3.840.371	38.147.200	-
2000	16.472.690	6.315.576	10.157.114	11.933.999	4.538.691	40.900.000	-
ποσοστό ως προς σύνολο ιδιωτικού τομέα (%)							
1995	100	40,0	60,0	82,4	17,6	30,6	-
1996	100	39,0	61,0	76,1	23,9	32,3	-
1997	100	39,6	60,4	75,4	24,6	33,7	-
1998	100	39,5	60,5	75,7	24,3	35,7	-
1999	100	39,8	60,2	73,8	26,2	38,4	-
2000	100	38,3	61,7	72,4	27,6	40,3	-
ετήσια ποσοστιαία μεταβολή (%)							
1995 - 1996	16,2	13,2	18,2	7,3	57,4	9,9	8,2
1996 - 1997	15,2	16,9	14,1	14,2	18,3	10,6	5,5
1997 - 1998	15,0	14,9	15,1	15,4	13,7	8,4	4,8
1998 - 1999	14,2	15,0	13,7	11,3	23,3	6,3	2,6
1999 - 2000	12,5	8,4	15,3	10,5	18,2	7,2	3,2
1995 - 2000	1,0	1,0	1,0	1,0	1,1	0,9	0,8

ΠΗΓΗ : ΜΗΝΙΑΙΟ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΟ ΔΕΛΤΙΟ, ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ, ΔΙΚΗΣ ΜΑΣ ΕΠΕΞΕΡΓΑΣΙΑΣ

Πιο συγκεκριμένα, παρατηρούμε για το κλάδο της βιομηχανίας/μεταλλείων ότι ενώ αρχικά (το έτος 1995) λάμβανε σχεδόν το ίδιο ποσοστό τραπεζικών δανείων του ιδιωτικού τομέα με το κλάδο του εμπορίου, στη συνέχεια το εν λόγω ποσοστό μειώνεται για το πρώτο (όπως και για το κλάδο της βιοτεχνίας) και παραμένει σε σταθερά επίπεδα για το δεύτερο.

Σε αυτό το σημείο, πρέπει να σημειώσουμε ότι τη χρονική περίοδο 1995 - 2000 τα δάνεια που σύναψε ο κλάδος της βιομηχανίας/μεταλλείων αποτελούνταν, σχεδόν αποκλειστικά, από βραχυπρόθεσμα δανειακά κεφάλαια. Με άλλα λόγια, η σχέση μεταξύ τα βραχυχρόνιων και μακροχρόνιων δανείων είχε διαμορφωθεί υπέρ των πρώτων, τα οποία διατηρήθηκαν σταθερά σε υψηλά επίπεδα ως προς τα συνολικά τραπεζικά κεφάλαια που διατέθηκαν στους ιδιώτες επιχειρηματίες από τις εμπορικές τράπεζες.

Αυτό προφανώς οφείλονταν στο γεγονός, ότι η επεκτεινόμενη δραστηριότητα του παραπάνω κλάδου προϋποθέτει άμεσες εκταμιεύσεις σε κεφάλαια κινήσεως για τη κάλυψη των έκτακτων τρεχουσών αναγκών της παραγωγής.

Επιπλέον, πρέπει να αναφέρουμε σε σχέση με την αγροτική παραγωγή ότι τα προϊόντα της συγκεντρώνονται τα τελευταία έτη από ιδιωτικούς φορείς, οι οποίοι εντάσσονται στη κατηγορία χρηματοδότησης "πιστώσεις προς το εμπόριο".

Ταυτόχρονα, τα καταναλωτικά δάνεια προς ιδιώτες σημείωσαν σταθερή αύξηση κατά τη διάρκεια της υπο εξέταση χρονικής περιόδου και έχουν αποτελέσει την πιο αναπτυσσόμενη κατηγορία δανείων, με αποτέλεσμα να δημιουργηθεί η ανάγκη λήψης δανείων από τη πλευρά της παραγωγής προκειμένου να αντεπεξέλθει στην αυξανόμενη ζήτηση καταναλωτικών προϊόντων.

Επιπρόσθετα, χάρις της μακροοικονομικής σταθερότητας και της απελευθέρωσης του χρηματοπιστωτικού συστήματος, οι εμπορικές τράπεζες εισήγαγαν από τα τέλη του 1995 ειδικά σχήματα χρηματοδότησης ή αναχρηματοδότησης παλαιών δανείων, με δάνεια χαμηλού σταθερού επιτοκίου μέχρι τα πρώτα πέντε έτη του δανείου ή με δάνεια κυμαινόμενων ανταγωνιστικών επιτοκίων.

Εξίσου σημαντικό με τα παραπάνω, είναι να αναφέρουμε ότι στην Ελλάδα πολλές από τις επιχειρήσεις μεγάλου μεγέθους (κατά κύριο λόγο οι βιομηχανικές), προέβησαν στην υποκατάσταση του τραπεζικού δανεισμού με άλλες μορφές χρηματοδότησης (χρηματοδοτική μίσθωση, άντληση κεφαλαίων από το χρηματιστήριο, αυτοχρηματοδότηση κ.α.)

ΠΙΝΑΚΑΣ 5 : ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΤΟΥ ΙΔΙΩΤΙΚΟΥ ΤΟΜΕΑ ΑΠΟ ΤΟΥΣ ΕΙΔΙΚΟΥΣ ΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥΣ ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΥΣ ΚΑΤΑ ΚΛΑΔΟ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑΣ (σε εκατομμύρια

ΧΡΟΝΙΚΗ ΠΕΡΙΟΔΟΣ	ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΤΙΚΟΥ ΤΟΜΕΑ	ΓΕΩΡΓΙΑ	ΜΕΤΑΛΠΟΙΗΣΗ	ΕΜΠΟΡΙΟ	ΟΙΚΙΣΜΟΣ	ΛΟΗΠΑ	Α.Ε.Π. (σε αγοραίες τιμές)	
					δραχμές			
1995	3.177.880	1.023.488	683.306	85.741	1.056.137	329.208	27.235.200	-
1996	3.414.664	1.078.534	649.890	94.059	1.255.000	337.181	29.935.100	-
1997	3.670.787	1.105.021	674.902	97.491	1.454.610	338.763	33.103.800	-
1998	2.971.301	1.106.470	694.615	114.937	779.107	276.172	35.872.500	-
1999	3.290.014	1.192.161	783.819	97.542	956.828	343.028	38.147.200	-
2000	3.557.792	1.192.123	718.292	124.645	1.092.444	430.288	40.900.000	-
	ποσοστό ως προς σύνολο ιδιωτικού τομέα (%)					ποσοστό συνόλου ιδιωτικού τομέα ως προς Α.Ε.Π. (%)		
1995	100 (74,2)	32,2	21,5	2,7	33,2	10,4	11,7	-
1996	100 (77,7)	31,6	19,0	2,8	36,8	9,9	11,4	-
1997	100 (79,1)	30,1	18,4	2,7	39,6	9,2	11,1	-
1998	100 (73,2)	37,2	23,4	3,9	26,2	9,3	8,3	-
1999	100 (78,1)	36,2	23,8	3,0	29,1	10,4	8,6	-
2000	100 (81,2)	33,5	20,2	3,5	30,7	12,1	8,7	-
	ετήσια ποσοστιαία μεταβολή (%)					Πληθωρισμός (%)		
1995 - 1996	7,5	5,4	-4,9	9,7	18,8	2,4	9,9	8,2
1996 - 1997	7,5	2,5	3,8	3,6	15,9	0,5	10,6	5,5
1997 - 1998	-19,1	0,1	2,9	17,9	-46,4	-18,5	8,4	4,8
1998 - 1999	10,7	7,7	12,8	-15,1	22,8	24,2	6,3	2,6
1999 - 2000	8,1	0,0	-8,4	27,8	14,2	25,4	7,2	3,2
1995 - 2000	0,7	0,7	0,6	0,9	0,6	0,8	0,9	0,8

ΠΗΓΗ : ΜΗΝΙΑΙΟ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΟ ΔΕΛΤΙΟ, ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ, ΔΙΚΗΣ ΜΑΣ ΕΠΕΞΕΡΓΑΣΙΑΣ

Αναφερόμενοι στο είδος του τραπεζικού δανεισμού (δηλαδή, σε δραχμές ή σε συνάλλαγμα) βάσει του Πίνακα 4, παρατηρούμε ότι τα ποσά των δανείων σε δραχμές ξεπερνούν σε αξία τα δάνεια σε συνάλλαγμα, καθώς επίσης ότι τα βραχυπρόθεσμα δάνεια είναι περισσότερα από ότι τα αντίστοιχα μακροχρόνια. Πρέπει να προσθέσουμε, ότι και στις δυο περιπτώσεις έχουμε μια κατάσταση που κατά κάποιο τρόπο έχει «παγιωθεί», αφού τα βραχυπρόθεσμα δάνεια αποτελούν την πιο επιθυμητή μορφή χρηματοδότησης του ιδιωτικού τομέα σε όλη τη χρονική περίοδο 1995 - 2000, ενώ τα δάνεια σε συνάλλαγμα υπολείπονται κατά πολύ σε μέγεθος συγκρινόμενα με τα δραχμικά δάνεια.

Παρόλο αυτά, τα δάνεια σε συνάλλαγμα κατά την υπό εξέταση περίοδο αρχίζουν να «κερδίζουν» την εμπιστοσύνη του ιδιωτικού τομέα, σε αντίθεση με εκείνα σε δραχμές που δείχνουν μια σχετική αδυναμία στο να εξυπηρετήσουν ικανοποιητικά τα οικονομικά συμφέροντα του εν λόγω τομέα.

Σε αυτό το σημείο, πρέπει να πούμε ότι ο ιδιωτικός τομέας είναι ο βασικότερος⁴¹ "πελάτης" τόσο για τις εμπορικές τράπεζες όσο και για τους Ειδικούς Πιστωτικούς Οργανισμούς.

Από τη πλευρά των Ειδικών Πιστωτικών Οργανισμών, στο Πίνακα 5 παρατηρούμε μια ανομοιόμορφη πορεία που ακολουθούν οι πιστώσεις προς τον ιδιωτικό (αλλά και το δημόσιο) τομέα στο διάστημα 1995 - 2000. Παράλληλα, αξιόλογο είναι το γεγονός ότι υπάρχουν ανακατατάξεις και αυξομειώσεις στο ύψος των κεφαλαίων που χορηγούνται στους κλάδους, σε όλη τη διάρκεια της υπό ανάλυσης εξαιτίας. Πιο συγκεκριμένα, οι πόροι που παρέχουν οι Ειδικοί Πιστωτικοί Οργανισμοί προς όλους τους κλάδους παραγωγής σημείωσαν πολλές αυξομειώσεις (ως προς το Α.Ε.Π. παρατηρήθηκε μείωση), με τις περισσότερες να κατευθύνονται στους κλάδους της γεωργίας και του οικισμού διοχετεύονται κατά κύριο λόγο στο τομέα της γεωργίας, καθώς και το κλάδο του οικισμού (λόγω της εξειδίκευσης των υπο αναφορά οργανισμών στη παροχή στεγαστικών δανείων).

Αυτό μας προτρέπει να πιστέψουμε, ότι οι περισσότερες επιχειρήσεις που ανήκουν στον ιδιωτικό τομέα της ελληνικής οικονομίας κατά την αναζήτηση τους για δανειακά κεφάλαια στράφηκαν στις υπόλοιπες μορφές χρηματοδότησης, όπως είναι για παράδειγμα το χρηματιστήριο.

⁴¹ Υπενθυμίζουμε, ότι λόγω της υποχρέωσης που έχει αναλάβει η χώρα μας για μείωση των δημοσιονομικών ελλειμμάτων ο δημόσιος τομέας έχει πλέον περιορίσει το τραπεζικό δανεισμό.

ΠΙΝΑΚΑΣ 6 : ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΤΟΥ ΙΔΙΩΤΙΚΟΥ ΤΟΜΕΑ ΑΠΟ ΤΟΥΣ ΕΙΔΙΚΟΥΣ ΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥΣ ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΥΣ ΚΑΤΑ ΕΙΔΟΣ ΔΑΝΕΙΩΝ (σε εκατομμύρια δραχμές)

ΧΡΟΝΙΚΗ ΠΕΡΙΟΔΟΣ	ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΤΙΚΟΥ ΤΟΜΕΑ	ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΑ ΔΑΝΕΙΑ	ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΑ ΔΑΝΕΙΑ	Α.Ε.Π. (σε αγοραίες τιμές)	
1995	3.177.880	856.726	2.321.154	27.235.200	-
1996	3.414.664	950.553	2.464.111	29.935.100	-
1997	3.670.787	979.152	2.691.635	33.103.800	-
1998	2.971.301	1.043.388	1.927.913	35.872.500	-
1999	3.373.378	1.224.451	2.148.927	38.147.200	-
2000	3.557.792	1.291.037	2.266.755	40.900.000	-
ποσοστό ως προς σύνολο ιδιωτικού τομέα (%)		ποσοστό συνόλου ιδιωτικού τομέα ως προς Α.Ε.Π. (%)			
1995	100 (74,2)	27,0	73,0	11,7	-
1996	100 (77,7)	27,8	72,2	11,4	-
1997	100 (79,1)	26,7	73,3	11,1	-
1998	100 (73,2)	35,1	64,9	8,3	-
1999	100 (73,7)	36,3	63,7	8,8	-
2000	100 (81,2)	36,3	63,7	8,7	-
		ετήσια ποσοστιαία μεταβολή (%)			Πληθωρισμός (%)
1995 - 1996	7,5	11,0	6,2	9,9	8,2
1996 - 1997	7,5	3,0	9,2	10,6	5,5
1997 - 1998	-19,1	6,6	-28,4	8,4	4,8
1998 - 1999	13,5	17,4	11,5	6,3	2,6
1999 - 2000	5,5	5,4	5,5	7,2	3,2
1995 - 2000	0,7	0,9	-0,5	0,9	0,8

ΠΗΓΗ : ΜΗΝΙΑΙΟ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΟ ΔΕΛΤΙΟ, ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ, ΔΙΚΗΣ ΜΑΣ ΕΠΕΞΕΡΓΑΣΙΑΣ

Τέλος, ο Πίνακας 6 πρώτα από όλα μας αποκαλύπτει ότι το μέγεθος των βραχυχρόνιων δανείων προς τον ιδιωτικό τομέα αν και ανέρχεται, υπολείπεται κατά πολύ του αντίστοιχου μεγέθους των μακροχρόνιων δανείων.

3. Σύγχρονες επιχειρήσεις

Η ένταξη της Ελλάδας στη ζώνη του Ευρώ⁴² έχει αποτελέσει μία από τις σπουδαιότερες στιγμές στη πορεία της ελληνικής ιστορίας, από την στιγμή που αναμένεται ότι θα ενισχυθεί η ανταγωνιστικότητα της ελληνικής οικονομίας περισσότερο από ποτέ, ενώ παράλληλα θα αναδειχθεί όλη η δυναμική που κρύβει το ελληνικό επιχειρηματικό πνεύμα.

Οι επιχειρήσεις που έχουν εγκατασταθεί στον ελλαδικό χώρο, θα έχουν τη δυνατότητα να επωφεληθούν από μια ευρύτερη σειρά μέσων χρηματοδότησης, καθώς και από το χαμηλότερο κόστος τραπεζικής διαμεσολάβησης που ποικίλλει σήμερα από χώρα σε χώρα, αλλά με τον καιρό θα πρέπει να συγκλίνει με τα ευρωπαϊκά πρότυπα λόγω των ανταγωνιστικών πιέσεων σε χαμηλότερα επίπεδα.

3.1 Επιχειρηματικό περιβάλλον στην Ελλάδα

Η ένταξη της χώρας μας στην Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης, αποτελεί πλέον πραγματικότητα. Βασική προϋπόθεση για να μπορέσει η Ελλάδα να ανταποκριθεί με αξιώσεις στις μεγάλες προκλήσεις που τις έχουν τεθεί από το εξωτερικό, είναι η διασφάλιση της οικονομικής και κοινωνικής συνοχής στο εσωτερικό της.

Η ένταξη μας στην ζώνη του Ευρώ δεν πρέπει με κανένα τρόπο να αποτελέσει αυτοσκοπό, αλλά ένα μέσο που δίνει στην χώρα μας την ευκαιρία να επιδιώξει με περισσότερες αξιώσεις το βασικό της σκοπό που είναι η οικοδόμηση μίας ανταγωνιστικά ισχυρής οικονομίας, η οποία θα απολαμβάνει ισότιμη συμμετοχή στα κοινά της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

Η ελληνική προσπάθεια για την ένταξη στην Ο.Ν.Ε., έχει ενισχυθεί από την λειτουργία των Διαρθρωτικών Ταμείων και του Ταμείου Συνοχής. Η προώθηση στην χώρα μας, ενός ολοκληρωμένου σχεδίου κατασκευής υποδομών σε δίκτυα ενέργειας, μεταφορές και τηλεπικοινωνίες, της δίνει μία νέα αναπτυξιακή ώθηση μέσα στον ανταγωνιστικό κύκλο που περιβάλλει την ενοποιημένη ευρωπαϊκή οικονομία και ταυτόχρονα δημιουργεί νέους ορίζοντες για τις ελληνικές επιχειρήσεις (για παράδειγμα νέες αγορές⁴³).

Παράλληλα, αλλάζουν πολλά στο επιχειρηματικό περιβάλλον, αφού η καθιέρωση του ενιαίου νομίσματος συνεπάγεται την ανάδειξη μίας νέας αντίληψης για την επιχειρηματική

⁴² Βλ.: Τράπεζα της Ελλάδος (2000).

⁴³ Βλ.: Γκαργκάνας (1998).

δραστηριότητα, ενώ παράλληλα η αθέμιτη στρέβλωση των όρων του ανταγωνισμού λόγω συναλλαγματικών μεταβολών, κρατικού παρεμβατισμού κ.λπ., γίνεται πλέον αδύνατη.

Επιπλέον, το άνοιγμα των αγορών ασκεί συνεχή πίεση στις ελληνικές επιχειρήσεις να βελτιώσουν την ανταγωνιστική τους ικανότητα προκειμένου να αντεπεξέλθουν στις αυξημένες απαιτήσεις που δημιουργεί το σύγχρονο οικονομικό περιβάλλον.

Προς αυτή την κατεύθυνση, θα λειτουργήσουν οι επενδύσεις που πραγματοποιούν οι Έλληνες επιχειρηματίες για τον εκσυγχρονισμό του κεφαλαιουχικού τους εξοπλισμού προκειμένου να προλάβουν τις εξελίξεις, αλλά και να μην αφήσουν ανεκμετάλλευτες τις ευκαιρίες που δημιουργεί η ευρωπαϊκή εσωτερική αγορά.

Ο εκσυγχρονισμός και η απελευθέρωση των αγορών χρήματος και κεφαλαίου που επιχειρείται από τις εθνικές πολιτικές σήμερα, δίνει πολλές δυνατότητες στις ιδιωτικές επιχειρήσεις για άμεση προσφυγή τόσο στις εθνικές όσο και στις διεθνείς χρηματαγορές για την εξεύρεση επενδυτικών κεφαλαίων, ενώ η παράλληλη ανάδειξη νέων θεσμών, δίνουν πολλαπλές ευκαιρίες στις επιχειρήσεις να εξασφαλίσουν τα αναγκαία κεφάλαια για τη λειτουργία τους με ιδιαίτερα χαμηλό κόστος.

Εξίσου απαραίτητη με τις επενδύσεις, κρίνεται η εφαρμογή μιας καλά σχεδιασμένης αναπτυξιακής πολιτικής στην Ελλάδα που θα προσπαθήσει να δώσει απαντήσεις στα μεγάλα προβλήματα που επρόκειτο να αντιμετωπίσει η κοινωνία μας στα επόμενα χρόνια, ενώ παράλληλα θα πρέπει να εξυπηρετεί τους παρακάτω βασικούς στόχους⁴⁴:

1. τη προβολή ενός νέου επιχειρηματικού πνεύματος και τη διευκόλυνση των επιχειρηματιών στην ανάληψη καινοτόμων δραστηριοτήτων,
2. τη δυνατότητα εύκολης και με χαμηλό κόστος πρόσβασης των ιδιωτικών επιχειρήσεων σε χρηματοδότησης επενδύσεων,
3. τη πραγματοποίηση ρυθμίσεων στο χρηματοπιστωτικό σύστημα, το οποίο θα πρέπει να συμβάλει στην ενίσχυση της επιχειρηματικής πρωτοβουλίας και όχι να την παρεμποδίζει,
4. τη προώθηση του εξωτερικού προσανατολισμού των ελληνικών επιχειρήσεων προκειμένου να αποκτήσουν διεθνή αναγνώριση, να συνάψουν επωφελείς συμφωνίες και να αξιοποιήσουν παραγωγικές συνεργασίες με άλλα κράτη - μέλη στα πλαίσια της ενοποιημένης ευρωπαϊκής αγοράς,

⁴⁴ Βλ.: Μαρσύλης (1992), Κιντής (1997).

5. τη βελτίωση του τεχνολογικού περιβάλλοντος⁴⁵, με την ενθάρρυνση των επιχειρηματιών στο να καινοτομούν και τη βελτίωση των διασυνδέσεων μεταξύ πηγών καινοτομίας και επιχειρήσεων.

Η σύγχρονη ελληνική επιχείρηση (κυρίως όσον αφορά το δευτερογενή και το τριτογενή τομέα) μπορεί και έχει να επιδείξει σοβαρές αλλαγές, οι οποίες έχουν επηρεαστεί από το αναπτυξιακό πλαίσιο που έχει διαμορφωθεί κατά τη τελευταία δεκαετία στη χώρα μας⁴⁶:

- αντιστράφηκε η φθίνουσα πορεία της ελληνικής βιομηχανίας στην οικονομία της χώρας μας και παρατηρήθηκαν θετικοί ρυθμοί μεγέθυνσης στη μεταποιητική παραγωγή που οφείλεται στην αύξηση της παραγωγής και των πωλήσεων, με ταυτόχρονη συμπίεση του κόστους και παράλληλα, βελτίωση της κεφαλαιακής δομής των μεταποιητικών επιχειρήσεων,
- στο τομέα των υπηρεσιών σημειώνεται μια σημαντική κινητικότητα σε εξαγορές, συγχωνεύσεις και συμμαχίες που υποδηλώνει την ανταγωνιστική προετοιμασία του τριτογενή κλάδου.

Κλείνοντας την αναφορά μας στο ελληνικό επιχειρηματικό περιβάλλον, παρατηρούμε ότι βρισκόμαστε στα πρώτα βήματα της πολυεθνικοποίησης αρκετών ελληνικών επιχειρήσεων, όπου ιδρύονται θυγατρικές ή μεικτές επιχειρήσεις κατά κύριο λόγο στις γειτονικές χώρες, αλλά και σε αναπτυγμένες βιομηχανικά χώρες. Με άλλα λόγια, η ελληνική οικονομία βρίσκεται αντιμέτωπη με ένα νέο φαινόμενο που αντανάκλα την ισχυροποίηση της ανταγωνιστικής θέσης της ελληνικής επιχείρησης σε παγκόσμιο επίπεδο.

3.2 Ορισμός επιχειρήσεων

Στη σύγχρονη οικονομική πραγματικότητα, η επιχειρηματική δραστηριότητα ασκείται είτε με ατομική είτε με εταιρική μορφή⁴⁷ και απαιτεί να διατεθούν για τους σκοπούς της κάποια κεφάλαια τα οποία καλούνται να συνεισφέρουν οι ιδιοκτήτες της ή τρίτα άτομα.

Όσον αφορά τις προσωπικές εταιρίες, ο κύριος λόγος που προωθείται η εταιρική συνεργασία είναι οι ιδιαίτερες ικανότητες των συμβαλλόμενων και ως πιο αντιπροσωπευτική μορφή θεωρείται η Ομόρρυθμη Εταιρία (Ο.Ε.). Στη περίπτωση όμως, που οι συμβαλλόμενοι σε μια προσωπική εταιρία δεν επιθυμούν να φέρουν ολόκληρη την

⁴⁵ Βλ.: Παλάσκας (1998).

⁴⁶ Βλ.: Ημερησία (2001).

⁴⁷ Βλ.: Σαρσέντη & Παπαναστασάτου (1993).

ευθύνη για την πορεία και τις υποχρεώσεις της επιχείρησης, τότε απευθύνονται σε κάποια Ετερόρρυθμη Εταιρία (Ε.Ε.).

Ειδικότερα, *"Ο.Ε. είναι η εταιρία που συνίσταται μεταξύ δυο ή περισσότερων προσώπων, τα οποία σκοπεύουν να εμπορευθούν μαζί ή υπό εταιρική επωνυμία, ευθυνόμενα απεριορίστως και αλληλεγκώς για όλες τις υποχρεώσεις της εταιρίας"*. Τα κυριότερα χαρακτηριστικά μιας Ο.Ε., είναι τα ακόλουθα:

- i. η από κοινού άσκηση οικονομικής δραστηριότητας (εμπορία) δυο τουλάχιστον ατόμων,
- ii. η κοινή επωνυμία,
- iii. το «μοίρασμα» των ευθυνών σε όλους τους συμβαλλόμενους, οι οποίοι ανά πάσα στιγμή μπορεί να χάσουν τις ατομικές τους περιουσίες στη περίπτωση που η εταιρία δεν μπορεί να φέρει σε πέρας τις οικονομικές υποχρεώσεις της σε τρίτους.

Παράλληλα, σε μια αγορά δραστηριοποιούνται και οι Ε.Ε., οι οποίες είναι οι εταιρίες όπου *"ένας τουλάχιστον εταίρος ευθύνεται απεριορίστα όπως γίνεται και στην Ο.Ε. και ένας τουλάχιστον εταίρος ευθύνεται περιορισμένα μέχρι του ποσού της εισφοράς ή και μεγαλύτερου αυτής, το οποίο έχει καθορισθεί στην εταιρική σύμβαση"*. Με άλλα λόγια, στη περίπτωση των Ε.Ε. ο ετερόρρυθμος συνεταίρος αποτελεί ένας απλός κεφαλαιοδότης για την εταιρία, κάτι που σημαίνει για αυτόν ότι δεν μπορεί ούτε να ασκήσει καθήκοντα διαχειριστή μέσα σε αυτή, αλλά ούτε να αναλάβει κάποια υποχρέωση στο όνομα της.

Εκτός από τις προσωπικές εταιρίες υπάρχουν και οι ανώνυμες (Α.Ε.), οι οποίες αναπτύχθηκαν ως μορφή οργάνωσης της επιχειρηματικής δραστηριότητας που επιτρέπει τα εξής:

- τη συγκέντρωση κεφαλαίων σημαντικού ύψους,
- τη διασπορά και το περιορισμό του κινδύνου που συνεπάγεται η συγκέντρωση των παραπάνω κεφαλαίων,
- η ευκολία των συμβαλλόμενων (μέτοχοι) να αποδεσμεύσουν τα κεφάλαια τους από την εταιρία όποτε το θεωρήσουν απαραίτητο.

Επομένως, όταν αναφερόμαστε σε μια Α.Ε. εννοούμε *"εκείνη την εταιρία της οποίας το κεφάλαιο διαιρείται σε ισόποσα τμήματα που αντιπροσωπεύονται από έγγραφους τίτλους (μετοχές) που μπορούν να μεταβιβασθούν"*. Συνεπώς τα κύρια χαρακτηριστικά μιας Α.Ε. είναι τα παρακάτω:

- το ίδιο κεφάλαιο της επιχείρησης διαχωρίζεται στο μετοχικό και στο μη μετοχικό,
- ιδιοκτήτες του κεφαλαίου μιας Α.Ε. είναι εκείνοι που κατέχουν τίτλους μετοχών, οι οποίοι όμως δεν έχουν εμπράγματο δικαίωμα πάνω στη περιουσία της εταιρίας,
- τα δικαιώματα και οι υποχρεώσεις των μετοχών απέναντι στην εταιρία καθορίζονται από το ύψος των κεφαλαίων με τα οποία την ενίσχυσαν (κεφαλαιακή εταιρία),
- η ευθύνη των μετοχών σε τρίτους περιορίζεται μέχρι το πόσο των κεφαλαίων που παρείχαν στην εταιρία.

Το σημαντικό με τις Α.Ε., είναι ότι μπορούν να στηρίζουν τις επιχειρηματικές τους δραστηριότητες με αύξηση του μετοχικού τους κεφαλαίου ή της ονομαστικής αξίας των μετοχών, αλλά και μέσω της αυτοχρηματοδότησης. Με άλλα λόγια, μιλάμε για την τήρηση αποθεματικών *“τα οποία αποτελούνται από τα συσσωρευμένα καθαρά κέρδη που δεν έχουν διανεμηθεί αλλά ούτε έχουν ενσωματωθεί στο μετοχικό ή εταιρικό κεφάλαιο. Στη κατηγορία των αποθεματικών κατατάσσεται και η διάφορα από έκδοση μετοχών ή εταιρικών μεριδίων υπέρ το άρτιο”*.

Για πολλούς από τους δυνητικούς επιχειρηματίες το απεριόριστο της ευθύνης στις Ο.Ε., η πιθανή αδυναμία εκδήλωσης εμπιστοσύνης στο πρόσωπο του συνεργάτη σε μια Ε.Ε., καθώς και τα μεγάλα ποσά κεφαλαίων που απαιτούνται τις περισσότερες φορές για να γίνει κάποιος συνεταίρος σε μια Α.Ε., τους έχουν προτρέψει στο να καταφύγουν στη συμμετοχή τους σε κάποια Εταιρία Περιορισμένης Ευθύνης (Ε.Π.Ε.). Στη τελευταία, *“για τις υποχρεώσεις της εταιρίας ευθύνεται η ίδια η εταιρία με τη περιουσία της καθώς οι συνεταίροι ευθύνονται μέχρι το πόσο των κεφαλαίων που έχουν διαθέσει (εκτός της περίπτωσης, όπου όλα τα εταιρικά μερίδια που δεν μπορούν να αντιπροσωπευθούν από μετοχικούς τίτλους, είναι συγκεντρωμένα στα χέρια ενός μόνο ατόμου)”*. Τέλος, όλες οι αποφάσεις που αφορούν τη δραστηριότητα της εταιρίας, λαμβάνονται στη γενική συνέλευση των συμβαλλόμενων στη Ε.Π.Ε. βάσει του σύνθετου κριτηρίου της πλειοψηφίας προσώπων και κεφαλαίων.

Όσον αφορά το μέγεθος των επιχειρήσεων στην ελληνική οικονομία, είναι γεγονός ότι το μεγαλύτερο μέρος είναι μικρομεσαίες επιχειρήσεις (ΜΜΕ), ενώ από την άλλη πλευρά υπάρχουν οι μεγάλες επιχειρήσεις που κατά κύριο λόγο είναι πολυεθνικές⁴⁸ και οι οποίες χάρις του μεγέθους τους, έχουν εισχωρήσει σε όλη τη παγκόσμια αγορά προϊόντων. Επίσης, η διαπραγματευτική τους δύναμη είναι εκείνη που τους επιτρέπει να εξασφαλίζουν

⁴⁸ Βλ.: Gilpin (1995).

χρηματοδοτήσεις και προμήθειες πρώτων υλών, με πολύ ευνοϊκούς όρους και χαμηλό κόστος.

Σε αυτό το σημείο, θα παραθέσουμε τον ορισμό που έχει αποδοθεί στις ΜΜΕ και επικρατεί διεθνώς⁴⁹:

“με απόφαση της Επιτροπής Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων, ΜΜΕ θεωρείται η επιχείρηση που απασχολεί λιγότερους από 250 εργαζόμενους και έχει ετήσιο κύκλο εργασιών που δεν υπερβαίνει τα 40 εκατομμύρια Ευρώ ή ετήσιο ισολογισμό που δεν υπερβαίνει τα 27 εκατομμύρια Ευρώ.

Επιπρόσθετα, μικρή επιχείρηση θεωρείται αυτή που απασχολεί λιγότερους από 50 εργαζόμενους και ο ετήσιος κύκλος εργασιών της δεν υπερβαίνει τα 7 εκατομμύρια Ευρώ ή ο ετήσιος συνολικός ισολογισμός της δεν υπερβαίνει τα 5 εκατομμύρια Ευρώ.

Παράλληλα, πολύ μικρή επιχείρηση θεωρείται εκείνη που απασχολεί λιγότερους από 10 εργαζόμενους.”

Στην Ελλάδα πριν το καθορισμό της έννοιας των ΜΜΕ (το έτος 1996) όπως παραπάνω, ως ΜΜΕ εκλαμβάνονταν οι επιχειρήσεις που είχαν λιγότερους από 50 εργαζόμενους και ετήσιο κύκλο μέχρι 100 εκατομμύρια δραχμές (αν και στα πλαίσια υλοποίησης των κοινοτικών προγραμμάτων, υπάρχει η δυνατότητα υιοθέτησης διαφορετικών ορίων στο καθορισμό των υποψήφιων ΜΜΕ).

3.3 Επιχειρήσεις, χρηματοπιστωτικό σύστημα και εταιρική διακυβέρνηση στην Ελλάδα

Στις σύγχρονες καπιταλιστικές οικονομίες οι τράπεζες, οι διάφοροι ειδικοί χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί και τα χρηματιστήρια, είναι οι φορείς που κινητοποιούν τις αποταμιεύσεις του κοινού και ανακατανέμουν τις χρηματοδοτήσεις μεταξύ των οικονομικών δραστηριοτήτων, έτσι ώστε να μην υπάρχει «σπατάλη» πολύτιμων οικονομικών πόρων.

Συγκεκριμένα, οι τράπεζες θεωρούνται το επίκεντρο του συστήματος⁵⁰, από τη στιγμή που έχουν την δυνατότητα να επηρεάσουν τη διακίνηση του χρήματος σε μια χώρα, κάτι που βάσει την οικονομική θεωρία συνεπάγεται μεταβολές στην εγχώρια αγοραστική δύναμη, στο μέγεθος της κατανάλωσης και της παραγωγής τελικών αγαθών.

⁴⁹ Βλ.: Σύσταση από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή υπ' αριθμό ΕΕ L 107, 30.04.1996.

Οι επιχειρήσεις από τη πλευρά τους, λειτουργούν με γνώμονα τη μεγιστοποίηση του κέρδους και επομένως, εκείνες που το επιτυγχάνουν είναι και εκείνες στις οποίες θα διοχετευθούν οι περισσότεροι από τους διαθέσιμους πόρους της οικονομίας.

Οι εν λόγω επιχειρήσεις, χάρις της δυνατότητας τους να εξασφαλίζουν υψηλά κέρδη, είναι και ικανές να «αποταμιεύουν» χρήματα που θα χρησιμοποιήσουν αργότερα για την επέκταση των δραστηριοτήτων τους, ενώ οι υπόλοιπες θα αναγκαστούν να καταφύγουν στο δανεισμό.

Ο ρόλος του χρηματοπιστωτικού συστήματος στα πλαίσια του παραπάνω περιβάλλοντος, έγκειται στο να περιορίζει τα προβλήματα που δημιουργούν οι ατέλειες των αγορών που δημιουργούν κόστη τόσο κατά την απόκτηση πληροφοριών όσο και κατά την διάρκεια των δοσοληψιών μεταξύ των συναλλασσόμενων. Η επίτευξη των τελευταίων γίνεται μέσω της παρέμβασης διάφορων θεσμών και την εφαρμογή κανονιστικών ρυθμίσεων.

Με άλλα λόγια, η συμβολή⁵¹ του χρηματοπιστωτικού συστήματος στο σύγχρονο επιχειρηματικό περιβάλλον συνίσταται πρώτα από όλα στην ενδυνάμωση της ρευστοτητας (δυνατότητα ρευστοποίησης δεσμευμένων κεφαλαίων) στην οικονομία, η οποία καθορίζει σε μεγάλο βαθμό την πορεία της παραγωγής προϊόντων υψηλής διαφοροποίησης και ανταγωνιστικότητας, κατά δεύτερο λόγο βελτιώνει την ιεραρχία των επενδυτικών σχεδίων που πρόκειται να πραγματοποιηθούν από επιχειρηματίες με το να τους καθοδηγήσουν να δώσουν ιδιαίτερη έμφαση σε εκείνα τα (επενδυτικά) προγράμματα που είναι υψηλών αποδόσεων και ταυτόχρονα, συντελούν στην ορθολογική κατανομή των επενδυτικών κεφαλαίων, ενώ παράλληλα δεσμεύουν τους μάνατζερ των επιχειρήσεων να διοικούν τις επιχειρήσεις προς όφελος τόσο των ιδιοκτητών όσο και εκείνων που συνδέονται έμμεσα με αυτές (όπως συμβαίνει στη περίπτωση των τραπεζών).

Η πραγματοποίηση επενδυτικών/επιχειρηματικών σχεδίων συνεπάγεται για την οικονομία, αλλά και για τις ίδιες τις επιχειρήσεις, πρόσθετη παραγωγική δυναμικότητα και προστιθέμενη αξία παραγωγής, η οποία αργότερα θα ξαναδώσει περαιτέρω επενδυτικές πρωτοβουλίες και συνεπώς, επιτυγχάνεται και ανατροφοδοτείται η διαδικασία της οικονομικής μεγέθυνσης⁵².

Οι πορείες των επενδύσεων για μια επιχείρηση εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από τη καθαρή τους αξία, καθώς και από το ύψος των αδιανέμητων κερδών της. Η πρώτη, παρέχει στον

⁵⁰ Βλ.: Λωλος (2001).

⁵¹ Βλ.: Levin (1997).

επιχειρηματία εξασφαλίσεις που θα ενισχύσουν τη διαπραγματευτική του δύναμη στη διαδικασία ανάληψης κάποιου δανείου, ενώ τα δεύτερα καθιστούν την επιχείρηση οικονομικά περισσότερο αυτόνομη.

Σύμφωνα με τους Stiglitz και Weiss⁵² ο παράγοντας του "ηθικού κινδύνου", συνεπάγεται ότι με την αύξηση των επιτοκίων οι επιχειρήσεις θα αναγκαστούν να στραφούν προς επενδύσεις με μεγαλύτερο ρίσκο, αφού τα υψηλά επιτόκια περιορίζουν την απόδοση στα αξιόλογα επενδυτικά σχέδια και συγχρόνως, εξαλείφουν οποιοδήποτε κέρδος στα λιγότερο αποδοτικά επενδυτικά προγράμματα.

Ειδικότερα, από τη στιγμή που οι παραδοσιακοί τρόποι άντλησης κεφαλαίων για την υλοποίηση επενδυτικών σχεδίων πολλές φορές κρίνονται αντιοικονομικοί από πολλές επιχειρήσεις, η έκδοση νέων μετοχικών τίτλων στο χρηματιστήριο αποτέλεσε για αρκετές από αυτές τη λύση στο πρόβλημα της εξεύρεσης κεφαλαίων χαμηλού κόστους.

Πάντως, η επέκταση της προσφοράς μετοχών από τις επιχειρήσεις συντέλεσε στην αλλαγή του χαρακτήρα της ιδιοκτησίας τους από το προσωπικό/οικογενειακό επίπεδο στη πολυμετοχική σύνθεση τους. Σκοπός της τελευταίας, είναι η προώθηση της εσωτερικής αναδιάρθρωσης των επιχειρήσεων, καθώς και της μεγέθυνσης των δραστηριοτήτων με την πραγματοποίηση εξαγορών, συγχωνεύσεων ή συμμαχιών.

Ιδιαίτερη μνεία πρέπει να γίνει στην ανάγκη αναδιαμόρφωσης της οργάνωσης των επιχειρήσεων σε επίπεδο διοίκησης, η οποία αναμένεται ότι θα παίζει καθοριστικό ρόλο στην ενίσχυση της ανταγωνιστικής θέσης για πολλές από τις ελληνικές επιχειρήσεις στις υφισταμένες αγορές ή θα συντελέσει στο «άνοιγμα» νέων αγορών.

Σε αυτό το σημείο θα ήταν συνετό να παραθέσουμε ερμηνεία του όρου "εταιρική διακυβέρνηση", η οποία συνδέεται άμεσα με το διοικητικό περιβάλλον των επιχειρήσεων. Ως εταιρική διακυβέρνηση, εκλαμβάνεται *"η οργάνωση των σχέσεων μεταξύ των ιδιοκτητών και της διοίκησης μιας επιχείρησης"*.

Με άλλα λόγια, η εταιρική διακυβέρνηση αναφέρεται στη πραγματοποίηση ενός συνόλου εσωτερικών δομικών ρυθμίσεων σε μια επιχείρηση που έχουν ως σκοπό την ευθυγράμμιση της εταιρικής διοίκησης με τα συμφέροντα των δανειστών της σε επενδυτικά κεφαλαίων, αποσκοπώντας στο σχεδιασμό και στην εφαρμογή καταλλήλων μηχανισμών διοίκησης, παρακολούθησης και ελέγχου της επιχειρηματικής δραστηριότητας, προκειμένου να

⁵² Βλ.: Ρέππας (1991).

⁵³ Βλ.: Stiglitz & Weiss (1981).

εξασφαλίσει στην τελευταία μια αποδοτική λειτουργία και προστασία σε εκείνους που έχουν διαθέσει σε αυτήν κεφάλαια για επενδυτικό σκοπό.

Η ουσία του προβλήματος εντοπίζεται στο γεγονός, ότι δημιουργούνται νέα πρότυπα οργάνωσης και λειτουργίας των επιχειρήσεων όπου διαχωρίζεται η διοίκηση από την ιδιοκτησία (agency problem). Ειδικότερα, συνάπτεται συμβόλαιο μεταξύ των δανειστών και της διοίκησης μιας επιχείρησης όπου οι τελευταίοι αναλαμβάνουν τη διαχείριση των κεφαλαίων, αφού οι πρώτοι δεν έχουν ολοκληρωμένη πληροφόρηση σχετικά με τα ζητήματα που αφορούν τη κάθε επιχείρηση στην οποία έχουν επενδύσει. Σημειώνουμε, ότι πολλές φορές οι επενδυτικές αποφάσεις που λαμβάνονται από τη διοίκηση εξυπηρετούν περισσότερο τα δικά της συμφέροντα παρά των επενδυτών.

Επομένως, η εταιρική διακυβέρνηση επικεντρώνεται στους περιορισμούς που τίθενται στη διοίκηση από την ίδια ή που της επιβάλουν οι επενδυτές, έτσι ώστε να εκμηδενιστούν τα περιθώρια για μη αποδοτικές τοποθετήσεις των επενδυτικών κεφαλαίων. Πάντως, ακόμα και αν επιβληθούν αυτοί οι περιορισμοί, το οικονομικό αποτέλεσμα για την επιχείρηση θα ήταν αρκετά ικανοποιητικό μόνο στη περίπτωση που γίνονταν αποκλειστική χρήση των ίδιων κεφαλαίων της.

Σε σχέση με τα παραπάνω, διακρίνονται δυο ειδών συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης, το "εσωτερικό" και το "εξωτερικό". Στο πρώτο σύστημα (που εντοπίζεται σε Ευρώπη και Ιαπωνία), υπάρχει ένας μικρός αριθμός εισηγμένων επιχειρήσεων στο χρηματιστήριο, στη κεφαλαιαγορά η επιχειρηματική ιδιοκτησία και διοίκηση σπανίως γίνονται «εμπορεύσιμα» στοιχεία, συναντάται υψηλή "εσωτερική" συγκέντρωση του μετοχικού κεφαλαίου (το οποίο βρίσκεται εντός των οικογενειακών επιχειρήσεων ή του Κράτους). Το δεύτερο σύστημα, εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από τη λειτουργία της αγοράς και τη διασπορά του μετοχικού κεφαλαίου των επιχειρήσεων, με συνέπεια οι συγχωνεύσεις/εξαγορές επιχειρήσεων να αποτελούν τακτικό φαινόμενο.

Βάσει της εμπειρικής μελέτης του Myers⁵⁴, στη σειρά «προτίμησης» των πηγών χρηματοδότησης για μια επιχείρηση τη πρώτη θέση τη λαμβάνει η εσωτερική χρηματοδότηση, τη δεύτερη η ανάληψη κάποιου δανείου και τέλος, τη τρίτη τη κατέχει η έκδοση μετοχών.

Στην Ελλάδα η μεγαλύτερη ανάγκη εξεύρεσης μετοχικού κεφαλαίου από τις ΜΜΕ, ίσως να είναι το αποτέλεσμα της αδυναμίας τους τόσο για αυτοχρηματοδότηση με τη χρήση των

αδιανέμητων κερδών όσο και για τη διαπραγμάτευση κάποιου δανείου με ευνοϊκούς όρους, κάτι που δεν συμβαίνει με τις επιχειρήσεις μεγάλου μεγέθους που είναι σε θέση να πραγματοποιούν υψηλά κέρδη και να έχουν περισσότερες δυνατότητες για εσωτερική χρηματοδότηση, έτσι ώστε να αποφεύγουν τον εξωτερικό δανεισμό και μην χρειάζεται να καταφεύγουν συνεχώς στην έκδοση νέων μετοχών.

Συγχρόνως, για τις νεοϊδρυόμενες εταιρίες οποιοδήποτε μεγέθους η αναληψη κάποιου δανείου γίνεται ανεπιθύμητη, καθώς αυξάνονται οι πιθανότητες για κήρυξη χρεοκοπίας, ενώ παράλληλα δίνεται το δικαίωμα στις τράπεζες να παρεμβαίνουν στη λειτουργία τους εξ αρχής⁵⁴, με συνέπεια για την άντληση κεφαλαίων οι πρώτες να απευθύνονται στο χρηματιστήριο.

Όταν σε μια επιχείρηση υπάρχει ένας μικρός αριθμός μετόχων τότε υπάρχουν δυνατότητες για έλεγχο και συλλογή πληροφοριών σχετικά με αυτήν, όπως επίσης είναι ευκολότερο να ασκηθεί πίεση στη διοίκηση σχετικά με τις αποφάσεις που λαμβάνει. Το αντίθετο συμβαίνει στη περίπτωση όπου υπάρχει μεγάλη διασπορά μετόχων, από τη στιγμή που παρατηρείται σύγκρουση διαφορετικών συμφερόντων.

Παράλληλα, συμβαίνει πολλές φορές στην Ελλάδα οι δανειστές μιας επιχείρησης (ιδίως οι τράπεζες) να έχουν ίσα δικαιώματα και απαιτήσεις με τους μετόχους, με αποτέλεσμα να παρεμβαίνουν ενεργά στις επιχειρηματικές αποφάσεις (κάτι που ίσως αποβεί αναποτελεσματικό για την επενδυτική πορεία της επιχείρησης), ενώ καταλήγουν στο να κατέχουν μετοχές των επιχειρήσεων στις οποίες δανείζουν κεφάλαια.

Όταν το μετοχικό κεφάλαιο μιας επιχείρησης δεν είναι συγκεντρωμένο (οι επενδυτές με τη διασπορά στο περιεχόμενο του χαρτοφυλακίου τους επιτυγχάνουν το περιορισμό του ρίσκου για τα κεφάλαια που έχουν δανείσει), τότε αυτό σημαίνει για τους μέτοχους ότι δεν είναι σε θέση να υποστηρίξουν τα δικαιώματά τους με το καλύτερο δυνατό τρόπο μιας και που η επιχείρηση δεν έχει δεσμευτεί στο να παρέχει κάποια αντικαταβολή ως αποζημίωση για τα κεφάλαια που της έχουν δανείσει (εκτός από κάποια μερίσματα) και παράλληλα, μπορεί να αποτελέσει αντικίνητρο για τη διοίκηση να ενεργεί αποτελεσματικά, ενώ στην αντίθετη περίπτωση των τραπεζικών δανείων η επιχείρηση είναι υποχρεωμένη να καταβάλλει τους τόκους δανείων.

⁵⁴ Βλ.: Mayer (1988).

⁵⁵ Βλ.: Shleifer & Vishny (1997).

Ταυτόχρονα για τη τελευταία, η μη συσπείρωση των δανείων μπορεί να αποβεί αρκετά καταπιεστική όσον αφορά την επενδυτική της πορεία. Επίσης, είναι δυνατό κατά τη διαδικασία λήψης αποφάσεων σε μια επιχείρηση, η πλειοψηφία των ψήφων να μην ταυτίζεται με την αριθμητική κατοχή μετοχών.

Τα παραπάνω, μαζί με μια περιορισμένη εμπορική και επενδυτική δραστηριότητα αυξάνουν τις πιθανότητες για την επιχείρηση, να εισέλθει στη φάση της συγχώνευσης ή της εξαγοράς της από κάποια άλλη.

Αυτό που ανέκαθεν γίνονταν στην Ελλάδα μέχρι σήμερα, είναι οι ιδιοκτήτες των «μεσαίων» και «μεγάλων» επιχειρήσεων να αποτελούνται από πολλούς μετόχους, οι οποίοι κατέχουν λιγότερο του 50% των συνολικών μετοχών, ενώ σε σχέση με τις επιχειρήσεις μικρού μεγέθους να διατηρείται η ιδιοκτησία σε ατομικό επίπεδο.

Σημαντικό είναι να αναφέρουμε, ότι στη περίπτωση που μια επιχείρηση αναλαμβάνει κάποιο δάνειο μειώνονται τα περιθώρια για μια αναποτελεσματική διοίκηση, καθώς η τελευταία δεσμεύεται να ξεπληρώσει το χρέος της επιχείρησης χωρίς αποκλίσεις από τους όρους αποπληρωμής που έχει συνάψει. Με άλλα λόγια, η εισροή κεφαλαίων από κάποιο δάνειο περιορίζει την αυθαίρετη δράση της διοίκησης των επιχειρήσεων και ταυτόχρονα, επιβάλλει τον ορθολογισμό ως περιορισμό στην επέκταση των δραστηριοτήτων τους.

Όταν μια επιχείρηση δεν είναι σε θέση να αποπληρώσει τα χρέη της, τότε παρέχονται στους δανειστές νομικές εξασφαλίσεις που τους δίνουν το δικαίωμα να αποσπών από αυτήν πάγια στοιχεία, να την ρευστοποιήσουν ή και να προβούν σε εσωτερικές (οργανωτικές και διοικητικές) αλλαγές.

Όπως έχει ήδη αναφερθεί, σε μια οργανωμένη οικονομική αγορά υπάρχουν ατέλειες στη πληροφόρηση, κάτι που δημιουργεί σημαντικά προβλήματα στις σχέσεις μεταξύ αυτών που διοικούν τις επιχειρήσεις και εκείνων που κατέχουν μετοχές τους.

Αντιθέτως σε μια οικονομία όπως είναι η ελληνική, όπου επικρατούν προσωπικές σχέσεις μεταξύ δανειζομένων και δανειστών δημιουργούνται, κυρίως για τις ΜΜΕ, ευνοϊκές συνθήκες χρηματοδότησης μέσω της έκδοσης μετοχών, αφού αναιρούνται τα μειονεκτήματα της ασύμμετρης πληροφόρησης για τους "εκ των έξω" επενδυτές της επιχείρησης.

Από την άλλη πλευρά, μπορεί κάποιος να υποστηρίξει ότι οι ΜΜΕ (και ιδίως οι «μικρές» επιχειρήσεις) δεν κατέχουν την άρτια διοικητική οργάνωση και τον εξοπλισμό που κατέχουν

οι υπόλοιπες επιχειρήσεις, με αποτέλεσμα πολλές φορές να αδυνατούν να απευθυνθούν στο ευρύ επενδυτικό κοινό για την άντληση μετοχικού κεφαλαίου, από τη στιγμή που οι δυνητικοί μέτοχοι θα βρίσκουν δύσκολο τον έλεγχο και την παρακολούθηση της πορείας αυτών των επιχειρήσεων.

Πάντως, όσο αυξάνεται το μέγεθος της επιχείρησης τόσο πιο απρόσωπες γίνονται οι σχέσεις μεταξύ αυτών που διοικούν την επιχείρηση και εκείνων που της δανείζουν κεφάλαια, με αποτέλεσμα τη παράλληλη αύξηση του κόστους χρηματοδότησης μέσω της έκδοσης μετοχών σε επίπεδο επιχείρησης μεσαίου και μεγάλου μεγέθους. Είναι γεγονός, ότι οι τελευταίες γίνονται από μόνες τους επενδυτές σε άλλες επιχειρήσεις, καθώς πραγματοποιούν μεγάλες αγορές μετοχικών τίτλων με τις οποίες καταφέρνουν την εξαγορά μικρότερων επιχειρήσεων.

Παρά το γεγονός, ότι μέσα στα πλαίσια της Ευρωπαϊκής Ένωσης υπάρχει μια αγορά προϊόντων, υπηρεσιών και κεφαλαίου, μεταξύ των κρατών - μελών παρατηρεί κανείς μια εικόνα όπου οι μηχανισμοί εταιρικής διακυβέρνησης παρουσιάζονται ανομοιομόρφοι, χάρις των μεγάλων διαφορών στις κοινωνικοοικονομικές συνθήκες αυτών των χωρών.

Η μη εναρμόνιση των συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης αν και δεν δημιουργεί εμπόδια στην ελεύθερη διακίνηση αγαθών και υπηρεσιών, μπορεί να αποτελέσει ανασταλτικό στοιχείο στην ελεύθερη διακίνηση κεφαλαίου και για αυτό λόγο δημιουργήθηκε η ανάγκη προσαρμογής όλων εκείνων των στοιχείων στις επιχειρήσεις των κρατών - μελών που θα συμβάλλουν στην εξυπηρέτηση αυτού του σκοπού.

Η αυξανόμενη σημασία των θεσμικών επενδυτών στις ευρωπαϊκές αγορές κεφαλαίου θα προτρέψουν την εταιρική διοίκηση να ταυτιστεί με το αμερικανικό σύστημα όπου υπάρχει πληροφόρηση προς τους μέτοχους, πλήρης αντιστοίχιση αριθμού ψήφων με τον αριθμό των μετοχών και ορθολογική μερισματική πολιτική, τα οποία θα ενισχύσουν τη σημασία των μετόχων στα ζητήματα που αφορούν την επιχείρηση.

Το αντίστοιχο σύστημα στην Ελλάδα, χαρακτηρίζεται από την οικογενειακή ιδιοκτησία (λαμβάνει χώρα κατά κύριο λόγο στις ΜΜΕ) και την άντληση των αναγκαίων κεφαλαίων από τη προσωπική περιουσία του ιδιοκτήτη, την υψηλή συμμετοχή των τραπεζικών ιδρυμάτων στην επιχειρηματική δραστηριότητα, τη προώθηση των συγχωνεύσεων ή των εξαγορών τόσο στο κατασκευαστικό⁵⁶ όσο και στο τραπεζικό⁵⁷ κλάδο (και γενικότερα στο

⁵⁶ Βλ.: Οικονομία περιοδικό (2001).

⁵⁷ Βλ.: Ημερησία (2001).

δευτερογενή και στο τριτογενή τομέα παραγωγής) και τέλος, την έντονη παρουσία των πολυεθνικών (πολυμετοχικών) επιχειρήσεων μεγάλου μεγέθους, καθώς και της δημόσιας ιδιοκτησίας αν και με την ύπαρξη τάσεων για εντατικοποίηση των ιδιωτικοποιήσεων⁵⁸, ιδιαίτερα κατά τη τελευταία δεκαετία, τα οποία ενδυνάμωσαν τη σημασία της χρηματιστηριακής αγοράς και το διαχωρισμό της διοίκησης από την ιδιοκτησία.

Οι μετοχοποιήσεις, όπως αποτελούν για όλα τα κράτη - μέλη της Ε.Ε. το πρώτο βήμα μιας πλήρους και υγιούς ιδιωτικοποίησης, έτσι και στην Ελλάδα η εισαγωγή των μεγάλων δημοσίων επιχειρήσεων⁵⁹ και τραπεζών στο χρηματιστήριο καταγράφει τη πραγματική τους αξία, επιβάλλει ισχυρούς εξωτερικούς ελέγχους λειτουργίας και οργάνωσης, διευκολύνει τη προσαρμογή τους στις συνθήκες που επιβάλλει ο διεθνής ανταγωνισμός.

Επιπλέον, το ελληνικό χρηματιστήριο θα πρέπει κανονικά να αποτελεί το χώρο διαπραγμάτευσης των μετοχικών τίτλων των επιχειρήσεων στην Ελλάδα και συνεπώς, των δικαιωμάτων διοίκησης της, κάτι που όμως συμβαίνει μόνο στα «χαρτιά» μιας και που οι περισσότεροι μέτοχοι δεν είναι σε θέση ή δεν μπορούν να συμμετάσχουν ενεργά σε τέτοιου είδους διαδικασίες.

Για πολλούς, είναι συνετή η λειτουργία διαφόρων πρακτικών διασφάλισης, όπως είναι η ισχυροποίηση του εποπτικού ρόλου και η ανεξαρτησία του διοικητικού συμβουλίου κατά τη λήψη αποφάσεων, η προστασία των δικαιωμάτων για τους μετόχους μειοψηφίας ώστε να ενισχύεται η εκπροσώπηση τους και τέλος, η δυνατότητα ελέγχου της διοίκησης.

Ταυτόχρονα με τις παραπάνω ενέργειες, αναγκαία κρίνεται η παροχή έγκαιρης και ολοκληρωμένης πληροφόρησης προς τους επενδυτές/μετόχους για τα ζητήματα που αφορούν την εταιρία, προκειμένου να τεθούν οι βάσεις για τη μακροπρόθεσμη βιωσιμότητα της πολυμετοχικής εταιρείας, αλλά και για να μπορέσουν οι τελευταίοι να διαδραματίσουν ενεργό ρόλο στις δραστηριότητες της επιχείρησης προασπίζοντας παράλληλα τα συμφέροντα τους.

Σημαντικό είναι να αναφέρουμε, ότι η πληρωμή υψηλών μερισμάτων στους μετόχους, θα επιτευχθεί εφόσον υπάρχει οργάνωση στο εσωτερικό της επιχείρησης, η οποία θα περιλαμβάνει τη λειτουργία οργανωμένων τμημάτων διαχείρισης διαθεσίμων, σχεδιασμού επενδύσεων και εσωτερικού ελέγχου των χρήσεων κεφαλαίων.

⁵⁸ Όπως γίνεται με τη περίπτωση της Ολυμπιακής Αεροπορίας και του Ο.Τ.Ε. (όπου επιχειρείται ο περιορισμός της συμμετοχής του Δημοσίου).

⁵⁹ Χαρακτηριστικό είναι το παράδειγμα των εταιρειών ύδρευσης/αποχέτευσης Αθηνών και Θεσσαλονίκης, καθώς και της Δ.Ε.Η.

Όταν μια επιχείρηση δραστηριοποιείται σε ένα περιβάλλον όπου δεν υπάρχουν αρχές εταιρικής διακυβέρνησης ή αν υπάρχουν είναι ελλιπείς, τότε θα έχει να υποστεί το υψηλό κόστος χρήματος κατά την άντληση δανειακών κεφαλαίων από το χρηματιστήριο επειδή οι δυνητικοί μέτοχοι απαιτούν μεγάλες αποδόσεις ως εξασφάλιση απέναντι στον αυξημένο κίνδυνο που έχουν να αντιμετωπίσουν τα επενδύόμενα κεφάλαια τους.

Με σκοπό να αντιμετωπιστούν αυτού του είδους οι κίνδυνοι κρίνεται απαραίτητη η προστασία των θεσμικών επενδυτών, οι οποίοι απαιτούν να γνωρίζουν ότι οι εταιρίες όπου έχουν επενδύσει κεφάλαια, λειτουργούν και διοικούνται με ορθολογικές διαδικασίες και ότι αποσκοπούν στην εξυπηρέτηση του μακροπρόθεσμου οφέλους των μετόχων τους. Τέλος, οι παραπάνω εταιρίες θα πρέπει να είναι σε θέση να διαθέτουν στο ευρύ επενδυτικό κοινό πληροφορίες σχετικά με τη στρατηγικές που εφαρμόζουν και την οργανωτική δομή που ακολουθούν.

3.4 Πηγές χρηματοδότησης των επιχειρήσεων

Η υιοθέτηση του ενιαίου νομίσματος μέσα στα πλαίσια της Ζώνης του Ευρώ, συνεπάγεται σημαντικές αλλαγές στο ζήτημα της αναζήτησης κεφαλαίων για τις ευρωπαϊκές επιχειρήσεις⁶⁰.

Με άλλα λόγια, αναφερόμαστε στη απλούστευση πολλών εργασιών που συνδέονται με τη λειτουργία των τελευταίων, με αποτέλεσμα τη μείωση του κόστους των συναλλαγών και το περιορισμό των αναγκών σε κεφάλαια κινήσεως, ενώ παράλληλα θα εξαλειφθούν οι συναλλαγματικές διαφορές και οι λογιστικές δυσκολίες που απορρέουν από τη διαχείριση πολλών διαφορετικών νομισμάτων.

Η χρηματοδότηση που θα είναι διαθέσιμη στις επιχειρήσεις εντός της Ο.Ν.Ε., θα εξαρτάται από τη στρατηγική που θα ακολουθήσουν οι τράπεζες, καθώς και από την ικανότητά των τελευταίων να παρουσιάσουν εξειδικευμένα και καινοτομικά χρηματοδοτικά προγράμματα.

Στο νέο οικονομικό περιβάλλον που θα διαμορφώσει το ευρώ, θα διευκολύνει τη πρόσβαση των επιχειρήσεων, ιδιαίτερα των μικρομεσαίων, σε όλες τράπεζες και επιπρόσθετα, θα διευρύνει τη σημασία των κεφαλαιαγορών για αυτές τις επιχειρήσεις.

Οι μεταβολές που έχουν λάβει χώρα από τα τέλη του περασμένου αιώνα στις παγκόσμιες χρηματαγορές έχουν ως συνέπεια, διεθνώς στην αγορά των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών προς τον επιχειρηματικό τομέα, να επικρατούν οι ακόλουθες τάσεις:

- ♦ ο δανεισμός των επιχειρήσεων από το τραπεζικό τομέα γίνεται κατά κύριο με μεσοπρόθεσμα δάνεια, κάτι που οφείλεται στη ταχεία τεχνολογική πρόοδο που έχει οδηγήσει σε ταχύτερη μεταβολή του μηχανολογικού εξοπλισμού που πλέον απαξιώνεται με πολύ γρήγορους ρυθμούς καθώς επίσης, με το μεσοπρόθεσμο δανεισμό οι επιχειρήσεις μειώνουν το κίνδυνο από τυχόν διακυμάνσεις στα επιτόκια,
- ♦ οι μεγάλες επιχειρήσεις αντλούν κεφάλαια για άμεσο δανεισμό τόσο από τις εγχώριες όσο και από τις διεθνείς αγορές χρήματος, μέσω της έκδοσης εμπορικών γραμμάτων και ομολόγων,
- ♦ όλες οι επιχειρήσεις έχουν στη διαθεσιμότητα τους νέα προνομιακά χρηματοπιστωτικά μέσα από τα οποία μπορούν να διαλέξουν εκείνα που τους συμφέρουν περισσότερο για τη χρηματοδότηση των δραστηριοτήτων τους,
- ♦ ιδιαίτερες προσπάθειες γίνονται για τη ανάπτυξη χρηματαγορών που θα παρέχουν νέα μέσα χρηματοδότησης "υψηλού κινδύνου", τα οποία θα απευθύνονται αποκλειστικά σε μικρομεσαίες επιχειρήσεις,
- ♦ οι επιχειρήσεις για την οικονομική ενίσχυση των δραστηριοτήτων τους, έχουν προβεί στην σύναψη συμφωνιών και συνεργασιών που εξοικονομούν κεφάλαια από τις λειτουργικές τους δαπάνες.

3.4.1 Τραπεζικός δανεισμός

Τα τραπεζικά δάνεια⁶¹ αποτελούν μια από τις πιο διαδεδομένες πηγές χρηματοδότησης των επιχειρήσεων, μέσω των οποίων οι τράπεζες κάνουν χρήση των οικονομικών πόρων από τις καταθέσεις που έχουν συγκεντρώσει παρέχοντας δάνεια σε επιχειρήσεις (αλλά και σε καταναλωτές), με αντίτιμο την επιβολή πιστωτικών επιτοκίων.

Με άλλα λόγια, η χορήγηση κάποιου τραπεζικού δανείου σε μια επιχείρηση είναι για τη τράπεζα μια μορφή επένδυσης. Για αυτόν τον λόγο, προκειμένου να εξασφαλίσει με το καλύτερο δυνατό τρόπο τα συμφέροντα της, δηλαδή να μειώσει τον πιστωτικό κίνδυνο, αξιολογεί πρώτα την απόδοση και τους κινδύνους που επιφυλάσσει η χορήγηση δανείων, ενώ παράλληλα ερευνά διεξοδικά παραμέτρους που αφορούν την λειτουργία και την αποδοτικότητα της δυνητικά δανειζόμενης επιχείρησης, όπως για παράδειγμα είναι η

⁶⁰ Βλ.: Ένωση Ελληνικών Τραπεζών (1998).

⁶¹ Βλ.: Θωμαδάκης & Ξανθάκης (1990).

οργάνωση της και η βιωσιμότητα της, καθώς και οι δυνατότητες εκπλήρωσης του χρέους της.

Τα τραπεζικά δάνεια, μπορούν να διακριθούν ανάλογα με τη διάρκεια, το σκοπό χορήγησης και το κλάδο στον οποίο θα χορηγηθούν. Πιο συγκεκριμένα, σε σχέση με τη διάρκεια διακρίνουμε τα βραχυπρόθεσμα, τα μεσοπρόθεσμα και τέλος, τα μακροπρόθεσμα δάνεια.

Τα πρώτα, έχουν χρονική διάρκεια μέχρι δυο χρόνια και χορηγούνται στις επιχειρήσεις για να καλύψουν, κατά κύριο λόγο, τις ανάγκες σε κεφάλαια κινήσεως. Το ύψος του δανείου που χορηγείται, εξαρτάται από παράγοντες όπως είναι ο κύκλος εργασιών της επιχείρησης, καθώς και την οικονομική της ρευστότητα.

Στα δεύτερα, η διάρκεια τους κυμαίνεται από δυο μέχρι τέσσερα χρόνια και λαμβάνονται από τους επιχειρηματίες για επενδυτικούς σκοπούς μικρής κλίμακας.

Τα τρίτα τέλος, διαρκούν από τέσσερα μέχρι δεκαπέντε χρόνια, ενώ το ύψος τους (όπως και το ύψος των μεσοπρόθεσμων δανείων) διαμορφώνεται ανάλογα με την αξία της επένδυσης, καθώς και από την οικονομική «αξιοπιστία» της δανειζόμενης επιχείρησης.

Επιπρόσθετα, τα επιχειρηματικά δάνεια από τράπεζα και ιδίως, εκείνα που λαμβάνονται για την κάλυψη των αναγκών σε κεφάλαια κινήσεως, μπορούν να διακριθούν ως ακολούθως:

1. στις εφ'απαξ χρηματοδοτήσεις, οι οποίες έχουν σκοπό την ικανοποίηση των έκτακτων αναγκών των επιχειρήσεων και είναι δάνεια είτε βραχυπρόθεσμα είτε μεσοπρόθεσμα,
2. στους ανοιχτούς λογαριασμούς, που αφορά τη χρηματοδότηση εκείνων των επιχειρήσεων που παρουσιάζουν υψηλή φερεγγυότητα, από τη στιγμή που οι τελευταίες έχουν τη δυνατότητα μέσω επιταγών να διενεργούν αναλήψεις από το τραπεζικό λογαριασμό χωρίς το περιορισμό κάποιας προέγκρισης,
3. στη χρηματοδότηση εγγυημένη με αξιόγραφα, όπου οι χορηγήσεις γίνονται μέσω εμπορικών συναλλαγματικών και γραμμάτων εις διαταγή ή μέσω μεταχρονολογημένων επιταγών (τις οποίες επιτρέπεται⁶² στις τράπεζες να ενεχυριάζουν ή να παραλαμβάνουν για είσπραξη), αφού παρακρατηθούν κάποια "περιθώρια ασφάλειας" για τη κάλυψη τόκων, εξόδων κ.λπ,
4. στη χρηματοδότηση με ενέχυρο εμπορεύματα, η οποία κατά κύριο λόγο αποτελεί βραχυπρόθεσμη χορήγηση με ενέχυρο πρώτες ύλες ή τελικά προϊόντα,

⁶² Βλ.: Άρθρο 11, Νόμος 1957/1991.

5. στις χρηματοδοτήσεις σε συναλλάγμα⁶³, που μπορούν να χρησιμοποιηθούν από τις επιχειρήσεις τόσο για τη κάλυψη των τρεχουσών λειτουργικών δαπανών όσο και στη πραγματοποίηση των επενδυτικών τους σχεδίων.

Το χρέος της επιχείρησης, εκτός από το τραπεζικό κεφάλαιο που έχει χορηγηθεί ως δάνειο περιλαμβάνει και το επιτόκιο, βάσει του οποίου υπολογίζεται ο τόκος. Το ύψος του επιτοκίου, επηρεάζεται από γενικότερους παράγοντες όπως είναι ο πληθωρισμός, η ζήτηση κεφαλαίων κ.τλ.

Ειδικότερα σε σχέση με την επιχείρηση, το ύψος του επιτοκίου που θα επιβληθεί στο δάνειο που θα πάρει εξαρτάται την φερεγγυότητα της, καθώς και από το μέγεθος του επενδυτικού κινδύνου. Επιπρόσθετα, το επιτόκιο μπορεί να είναι σταθερό ή μεταβλητό σε όλη τη διάρκεια αποπληρωμής του δανείου (στην περίπτωση του μεταβλητού επιτοκίου το ύψος του καθορίζεται στην αρχή της κάθε τοκοφόρου περιόδου).

Σε περίπτωση που η δανειζόμενη επιχείρηση αδυνατεί να εκπληρώσει τις υποχρεώσεις προς τις τράπεζες, τότε οι τελευταίες βάσει των εγγυήσεων που έχουν λάβει κατά τη παροχή των δανείων, μπορούν να κατασχέσουν την πάγια περιουσία της υπό αναφορά επιχείρησης ή του επιχειρηματία που πήρε το δάνειο ή κάποιου τρίτου που μπήκε ως εγγυητής για τη λήψη του δανείου.

Σε αυτό το σημείο πρέπει να αναφέρουμε, ότι οι νέες οικονομικές συνθήκες που επικρατούσαν σε όλες τις αγορές με τις τεράστιες διακυμάνσεις σε νομισματικές ισοτιμίες, πληθωρισμό, ισοζυγία πληρωμών και επιτόκια είχαν σαν αποτέλεσμα, να γίνει κοινό αίτημα του επιχειρηματικού τομέα η παροχή από το χρηματοπιστωτικό σύστημα περισσότερο ευέλικτων μορφών δανείων, των οποίων οι όροι θα είναι δυνατόν να επαναδιαπραγματευτούν και μετά τη σύναψη τους.

Ειδικότερα, παρατηρήθηκε μια στροφή των επιχειρήσεων προς τα δάνεια μεταβλητού επιτοκίου και με περιορισμένη χρονική διάρκεια, όπως είναι τα κοινοπρακτικά δάνεια μεταβλητού επιτοκίου (Variable Rate Syndicated Loans), οι ομολογίες μεταβλητού επιτοκίου (Floating Rate Notes), οι ευρωομολογιές εγγυημένων επαναλαμβανόμενων εκδόσεων (Euronote Issuance Facilities), η τιτλοποίηση (Securitization) κ.α.

Παράλληλα, έχουν διατεθεί στη αγορά μια ολόκληρη σειρά χρηματοδοτικών μέσων για την αντιμετώπιση κινδύνων:

⁶³ Βλ.: Απόφαση της Τράπεζας της Ελλάδος υπ' αριθμό 1976/1991.

- από τις διακυμάνσεις των επιτοκίων με τα μελλοντικά χρηματοπιστωτικά συμβόλαια (Financial Futures), τις προθεσμιακές συμφωνίες ως προς το επιτόκιο (Forward Rate Agreements), με τα προαιρετικά δικαιώματα ως προς το επιτόκιο (Interest Rate Options), καθώς και με την έκδοση ειδικών ομολογιών (Caps, Floors, Collars, Bond Warrants κ.λπ.),
- από τις διακυμάνσεις των συναλλαγματικών ισοτιμιών με τη προθεσμιακή αγορά συναλλάγματος (Currency Options), με τη προθεσμιακή αγορά συναλλάγματος (Forward exchange Market), καθώς και με τα μελλοντικά συμβόλαια αγοραπωλησίας συναλλάγματος (Currency Futures).

Η επιλογή των επιχειρήσεων μέσα από όλα τα παραπάνω νέα χρηματοδοτικά μέσα γίνεται βάσει των ιδιαίτερων αναγκών τους, των οφελών που θα αποκομίσουν από το καθένα, των οικονομικών συνθηκών που επικρατούν στις αγορές και τέλος, ανάλογα με τις δυνατότητες αποπληρωμής του χρέους που θα τους δημιουργηθεί.

3.4.2 Χρηματιστηριακή αγορά

Σύμφωνα με τις αντιλήψεις του παρελθόντος η κατοχή ακίνητης περιουσίας, υπήρξε για πολλούς αναγκαίο περιουσιακό στοιχείο και καθόρισε τη πορεία πολλών εθνικών οικονομιών για πολλούς αιώνες, κατά κύριο λόγο των αγροτικών οικονομιών. Η γη με άλλα λόγια, αποτελούσε το μόνο αξιόπιστο αντικείμενο επένδυσης. Σήμερα όμως, οι επενδύσεις σε γη αν και σημαντικές, δεν μπορούν να προσφέρουν την σιγουριά που εξασφάλιζε στο παρελθόν η λεγόμενη "ακίνητη περιουσία".

Όταν το 1970, εγκαταλείφθηκε ο κανόνας του χρυσού για το δολάριο⁶⁴ και ταυτόχρονα, καταργήθηκε το σύστημα των σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών με τα επιτόκια να διακυμαίνονται ελεύθερα, η εμφάνιση της αβεβαιότητας στις επιχειρηματικές συναλλαγές και στις επενδύσεις ήταν διάχυτη. Το αποτέλεσμα για τον επιχειρηματία, ήταν να καθίσταται αδύνατο να εξασφαλίσει τα αναγκαία κεφάλαια για τη διατήρηση της επιχείρησής του σε ανταγωνιστικά επίπεδα, ενώ για οποιον διάθετε κεφάλαια αισθανόταν ότι τα έθετε σε κίνδυνο με το να χρηματοδοτεί τις διάφορες οικονομικές δραστηριότητες.

Σε αυτή τη κεφαλαιαγορά, ο κάθε επενδυτής δεν θα κερδίζει περισσότερα από το μέσο ποσοστό αποδόσεως των μετοχών, το οποίο είναι συνάρτηση του επιτοκίου και του

⁶⁴ Βλ.: Gilpin (1995).

ποσοστού του κινδύνου με τον οποίο συνδέεται η κάθε μετοχή. Όσο πιο μεγάλος είναι ο κίνδυνος της επένδυσης σε τίτλους τόσο μεγαλύτερη θα πρέπει να είναι και η απόδοση της.

Στη χρηματιστηριακή (δευτερογενή) αγορά⁶⁵ μπορεί ο οποιοσδήποτε να αποκτήσει τίτλους/χρεόγραφα, τα οποία ανά πάσα στιγμή μπορεί να εξοφλήσει⁶⁶. Η υπό εξέταση αγορά μαζί με την κεφαλαιαγορά (ή αλλιώς πρωτογενής αγορά), αποτελούν αναπόσπαστα στοιχεία της χρηματαγοράς. Η κύρια διάφορα τους εντοπίζεται στο τρόπο που διαμορφώνεται η τιμή των χρεογράφων.

Ειδικότερα, στη δευτερογενή αγορά η τιμή των χρεογράφων καθορίζεται στο ύψος που έχει διαπραγματευτεί από αγοραστές και πωλητές, ενώ όσον αφορά την πρωτογενή αγορά η τιμή των χρεογράφων έχει καθορισθεί εξ αρχής κατά την λήψη αυτών.

Ο όρος "χρηματιστηριακή αγορά" συμπεριλαμβάνει τη "κύρια" και τη "παράλληλη" (χρηματιστηριακή) αγορά, οι οποίες μπορεί να είναι εγχώριες ή διεθνείς.

Στην "κύρια" χρηματιστηριακή αγορά, διαπραγματεύονται τα χρεόγραφα επιχειρήσεων οι οποίες πληρούν κάποιους βασικούς κανόνες/προϋποθέσεις που έχουν τεθεί από το Κράτος. Η απόκτηση των συγκεκριμένων χρεογράφων, δίνουν στο κάτοχο τους την δυνατότητα της άμεσης ρευστοποίησης τους όταν εκείνος το επιθυμεί. Από την άλλη πλευρά, στην "παράλληλη" αγορά εισάγονται τίτλοι επιχειρήσεις που δεν πληρούν τους εκάστοτε κρατικά θεσμοθετημένους κανόνες/προϋποθέσεις, με αποτέλεσμα να μην μπορούν να ενταχθούν στην "κύρια" αγορά.

Όταν αναφερόμαστε στον όρο "χρηματιστήριο", εννοούμε το χώρο όπου ορισμένες επιχειρήσεις για να αυξήσουν τη ρευστότητα τους έχουν εισάγει τις μετοχές τους και στον οποίο γίνεται η διαπραγμάτευση των τιμών τους. Τα άτομα που έχουν αγοράσει κάποιες από αυτές, είναι επενδυτές που στην άνοδο των τιμών εκείνων των μετοχών που έχουν στην κατοχή τους, καθώς και στην αποκόμιση όσο το δυνατόν μεγαλύτερου κέρδους (όταν δηλαδή αυξηθούν οι τιμές των μετοχών, καθώς και οι αποδόσεις των μερισμάτων).

Πρέπει να τονίσουμε σε αυτό το σημείο, ότι η μετοχή μια επιχείρησης αντιστοιχεί στα πάγια περιουσιακά της στοιχεία. Επομένως, με το να θέσει υπό διαπραγμάτευση μετοχές της στο χρηματιστήριο, χάνει εν μέρει την ελευθέρια των κινήσεων που είχε αρχικά, καθώς λαμβάνει την υποχρέωση της προβολής «εικόνας» με μεγαλύτερη διαφάνεια των εργασιών της.

⁶⁵ Βλ.: Γαλιάτσος (1994).

⁶⁶ Σημειώνουμε, ότι στην Ελλάδα ισχύει σήμερα η αποϋλοποίηση των μετοχικών τίτλων.

3.4.3 Αυτοχρηματοδότηση

Από τις πιο σημαντικές πηγές χρηματοδότησης των εταιριών (Α.Ε), είναι τα *ίδια κεφάλαια* που αποτελούνται από το μετοχικό κεφάλαιο, τα αποθεματικά και τα αδιανέμητα κέρδη. Το πρώτο, αποτελεί το ποσό που έχουν καταβάλει οι μέτοχοι της επιχείρησης (οι οποίοι έχουν λόγο στη διοίκηση αυτής) και για το οποίο έχουν εκδοθεί οι αντίστοιχες μετοχές. Τα δεύτερα και τα τρίτα, σχηματίζονται από τη παρακράτηση μέρους των κερδών που πραγματοποιεί η εταιρία μέσα σε κάποιο χρονικό διάστημα, καθώς και από την αναπροσαρμογή της αξίας των πάγιων περιουσιακών στοιχείων της τελευταίας και συγχρόνως, αποτελούν κεφάλαια που η επιχείρηση έχει στη διάθεση της ανά πάσα στιγμή.

Ειδικότερα για τα αποθεματικά μιας εταιρίας, μπορεί να γίνει η ακόλουθη διάκριση:

- i. στα *υποχρεωτικά*, τα οποία σχηματίζονται έπειτα από κάποια νομοθετική διάταξη, διάταξη του καταστατικού ή συμβατική υποχρέωση της εταιρίας,
- ii. στα *προαιρετικά*, τα οποία δημιουργούνται ύστερα από απόφαση της γενικής συνέλευσης των μετοχών για την κάλυψη μελλοντικών αναγκών της εταιρίας,
- iii. στα *λανθάνοντα*, των οποίων το ύψος δεν προκύπτει από τους ισολογισμούς της επιχείρησης, αλλά είναι δυνατόν να διαγνωσθεί η ύπαρξή τους,
- iv. στα *αφανή*, των οποίων ούτε το ύψος ούτε η ύπαρξη αποκαλύπτεται στους ισολογισμούς της εταιρίας,
- v. στα *γενικού προορισμού*, τα οποία είναι έκτακτα αποθεματικά που σχηματίζονται προαιρετικά χωρίς κάποιο ειδικό προορισμό,
- vi. στα *ειδικού προορισμού*, τα οποία δημιουργούνται για συγκεκριμένο σκοπό είτε βάσει διατάξεως είτε με απόφαση της γενικής συνέλευσης των μετοχών,
- vii. στα αποθεματικά από *παρακράτηση κερδών*,
- viii. στα αποθεματικά που προέρχονται από *εισφορές ή μεταβολές του ίδιου κεφαλαίου* της εταιρίας.

3.4.4 Επιπρόσθετες πηγές χρηματοδότησης των επιχειρήσεων

- τα *εμπορικά γραμμάτια και οι ομολογίες επιχειρήσεων (Commercial Paper)*, που είναι χρεόγραφα με συγκεκριμένη ημερομηνία λήξης (με προθεσμία από 30 μέχρι 270 ημέρες), τα οποία εκδίδουν οι μεγάλες επιχειρήσεις για τη κάλυψη των λειτουργικών τους δαπανών (που συνήθως καλύπτονται με βραχυχρόνιο δανεισμό). Βασική

προϋπόθεση για να αποδώσει το εν λόγω χρηματοπιστωτικό μέσο, είναι να υπάρχει μια αναπτυγμένη και οργανωμένη εγχώρια κεφαλαιαγορά.

- οι νέες εναλλακτικές μορφές χρηματοδότησης⁶⁷ (*Leasing, Factoring, Franchising, Venture Capital* κ.λπ.)⁶⁸, που δεν έχουν υποκαταστήσει τη «παραδοσιακή» τραπεζική χρηματοδότηση πολλών από τις επιχειρήσεις στην Ελλάδα, για λόγους που εντοπίζονται τόσο στην ελλιπή πληροφόρηση όσο και στην άρνηση της προώθησής τους από το τραπεζικό σύστημα. Παρόλο αυτά, η διεθνοποίηση των αγορών υποχρεώνει τις επιχειρήσεις προκειμένου να παραμείνουν ανταγωνιστικές, να αναζητήσουν νέους τρόπους χρηματοδότησης των δραστηριοτήτων τους ώστε με το χαμηλότερο δυνατόν κόστος να καταφέρουν να παράγουν προϊόντα και υπηρεσίες υψηλής ποιότητας,
- έκδοση αξιογράφων, με τα οποία μια επιχείρηση μεταβιβάζει στους δανειστές τοκοφόρο αγοραστική δύναμη που έχει διαιρεθεί σε ίσα ποσά και απεικονίζεται σε τίτλους μεταβιβάσιμους (ομολογίες), οι οποίοι εξοφλούνται με βάση τους όρους του δανείου,
- χρηματοδότηση μέσω του ισχύοντος εθνικού αναπτυξιακού νόμου, με τον οποίο μια ελληνική επιχείρηση που εκπληρώνει συγκεκριμένες προϋποθέσεις που καθορίζει η οικονομική πολιτική της χώρας, μπορεί να αποκτήσει την οικονομική ενίσχυση (όλο ή κάποιο μέρος του συνολικού κόστους της επένδυσης) για την αγορά νέου κεφαλαιουχικού εξοπλισμού, την κτιριακή επέκταση της επιχείρησης κ.α.,
- χρηματοδότηση των ΜΜΕ από ανώνυμες εταιρίες που δημιουργήθηκαν για το συγκεκριμένο σκοπό και θα λειτουργούν ως θεσμικοί επενδυτές, κάτι που ενισχύεται με το Νόμο 2367/1995, ο οποίος έθεσε τις βάσεις για τη δημιουργία νέων θεσμών και την εφαρμογή μέτρων που θα εξασφαλίζουν στις εν λόγω επιχειρήσεις δανειακά κεφάλαια χαμηλού κόστους,
- χρηματοδότηση μέσω των κοινοτικών χρηματοδοτικών οργανισμών (Ε.Τ.Ε., Ταμείο Συνοχής, Ε.Τ.Π.Α.),
- αξιοποίηση των προγραμμάτων του Ο.Α.Ε.Δ.,
- άντληση προσθέτων κεφαλαίων σύμφωνα με το πρόγραμμα ρευστότητας της επιχείρησης, όπου πραγματοποιείται αύξηση των ιδίων κεφαλαίων της τελευταίας μέσω της πρόσληψης συνεταίρου.

⁶⁷ Βλ.: Γεωργιάδης (1998), Ένωση Ελληνικών Τραπεζών (1988), Μαλακός (1992).

⁶⁸ Περισσότερες πληροφορίες δίνονται στο παράρτημα 2.

4. Εμπειρική διερεύνηση

Στο τελευταίο κεφάλαιο της εργασίας, γίνεται μια εκτίμηση σχετικά με τους τρόπους χρηματοδότησης των επενδύσεων από τις επιχειρήσεις στην Ελλάδα κατά την χρονική περίοδο 1996 - 1999 και οι οποίες οφείλονται στις αλλαγές που πραγματοποιήθηκαν στο ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα (αλλά και στη παγκόσμια αγορά χρήματος), χάρις των νέων οικονομικών συνθηκών που επικρατούν πλέον στην Ευρωπαϊκή Ένωση.

Για την εκτίμηση χρησιμοποιήθηκε η οικονομετρική προσέγγιση⁶⁹ που στηρίχθηκε στην επιλογή ενός αντιπροσωπευτικού δείγματος επιχειρήσεων βάσει τυχαίας δειγματοληψίας⁷⁰ από τη βάση δεδομένων της ICAP. Το δείγμα των επιχειρήσεων, περιλαμβάνει 833 επιχειρήσεις που έχουν εγκατασταθεί στην Ελλάδα και οι οποίες στη τριετία 1996 - 1999 δεν κήρυξαν πτώχευση, καθώς επίσης ανήκουν σε όλες τις κατηγορίες εταιριών (Α.Ε., Ε.Π.Ε. κ.α.).

Στα υποδείγματα που προέκυψαν με τη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων⁷¹ (και με τη βοήθεια του προγράμματος E - VIEWS), ως εξαρτημένη μεταβλητή επιλέχθηκε η ετήσια μεταβολή στα καθαρά πάγια των επιχειρήσεων που υποδηλώνει το αποτέλεσμα της επενδυτικής δραστηριότητας των επιχειρήσεων, ενώ ως ερμηνευτικές μεταβλητές χρησιμοποιήσαμε είτε το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων είτε και τα επιμέρους στοιχεία του που είναι το μετοχικό κεφάλαιο, τα αποθεματικά και τα αδιανέμητα κέρδη, τα οποία διαθέτουν οι επιχειρήσεις για αυτοχρηματοδότηση.

Ως ανεξάρτητες μεταβλητές, χρησιμοποιήθηκαν επίσης η ετήσια μεταβολή στις μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις των επιχειρήσεων προς χρηματοπιστωτικούς φορείς, καθώς και ο φόρος εισοδήματος που τους επιβάλλεται ανάλογα με τα αποτελέσματα της λειτουργίας τους.

Παράλληλα, κατά την εκτίμηση κάποιων υποδειγμάτων λάβαμε ως μεταβλητές τη συμμετοχή των παραπάνω στο σύνολο του ενεργητικού.

⁶⁹ Εκτενής ανάλυση γίνεται παρακάτω.

⁷⁰ Η τυχαία δειγματοληψία αποτελεί τη κλασσική μέθοδο δειγματοληψίας και τη μόνη που επιτρέπει με επιστημονικό τρόπο τη γενίκευση των συμπερασμάτων από την ανάλυση του δείγματος στον αντίστοιχο πληθυσμό. Σε αυτή τη μέθοδο, η επιλογή των δειγμάτων μονάδων γίνεται τυχαία, από τη στιγμή που η κάθε μονάδα έχει μια γνωστή πιθανότητα, μεγαλύτερη του μηδενός και μικρότερη της μονάδας, να επιλεγεί στο δείγμα.

⁷¹ Βλ.: Χρήστου (1997).

4.1 Επενδυτικό και χρηματοδοτικό «πορτραίτο» των επιχειρήσεων στην Ελλάδα

Από το Πίνακα ⁷² 7 και το Διάγραμμα 2, που μας δίνουν τις εξελίξεις στις μέσες (απόλυτες) τιμές των οικονομικών μεγεθών/μεταβλητών που περιλαμβάνονται στους ισολογισμούς των επιχειρήσεων του δείγματος και τα οποία χρησιμοποιούμε στην οικονομετρική μας ανάλυση, παρατηρούμε ότι οι επιχειρήσεις που είχαν δραστηριοποιηθεί στην ελληνική αγορά κατά τη χρονική περίοδο 1996 - 1999, συγκέντρωσαν πάγιο εξοπλισμό στο χρονικό διάστημα 1996 - 1997 που η αξία του σημείωσε αρνητική μεταβολή. Με άλλα λόγια, αναφερόμαστε σε αποεπένδυση των επιχειρήσεων που μάλλον οφείλεται στην λογιστική αναπροσαρμογή της αξίας των παγίων στοιχείων σε συνδυασμό με την έλλειψη επενδυτικής προσπάθειας από πλευράς επιχειρηματιών.

Στα επόμενα τρία έτη (χρονική περίοδος 1997 - 1999), η αξία των παγίων κεφαλαίων στις επιχειρήσεις σημείωσε σημαντική αύξηση, σε βαθμό που να αναδεικνύεται ο δυναμισμός που υπο κανονικές συνθήκες θα έπρεπε να διακατέχονται οι έλληνες επιχειρηματίες για να είναι σε θέση να αντιμετωπίσουν τις νέες ανταγωνιστικές συνθήκες που επικρατούν τα τελευταία χρόνια τόσο στην εσωτερική όσο και στη παγκόσμια αγορά.

Την ίδια περίπου εικόνα με τη μεταβολή των καθαρών παγίων, παρουσιάζει η διαμόρφωση των ιδίων κεφαλαίων που στη διάρκεια του 1997 διαμορφώθηκαν σε χαμηλότερα επίπεδα από ότι το προηγούμενο έτος, ενώ στη συνέχεια ακολούθησαν ανοδική πορεία. Ειδικότερα, το μετοχικό/εταιρικό κεφάλαιο από ότι φαίνεται ήταν εκείνο στο οποίο οφείλεται η πορεία των ιδίων κεφαλαίων, μιας και που είχαν παράλληλες πορείες (οι περισσότερες από τις επιχειρήσεις που αποτελούν τις Α.Ε είναι μικρού μεγέθους με αποτέλεσμα να αδυνατούν να αντλήσουν μεγάλα ποσά δανειακών κεφαλαίων από τρίτους εκδίδοντας μετοχές) και σε αντίθεση με τα αποθεματικά και τα αδιανέμητα κέρδη που αυξάνονταν με επιταχυνόμενο ρυθμό στο χρονικό διάστημα 1996 - 1999, κάτι που υποδηλώνει ότι διευρύνεται η ευχέρεια που διαθέτουν οι επιχειρήσεις (κυρίως εκείνες που έχουν μεγάλο μέγεθος) να «αποθηκεύουν» κεφάλαια για μετέπειτα χρήση.

Από τη πλευρά των μέσο και μακρο υποχρεώσεων, διακρίνουμε ότι κατά το υπο εξέταση χρονικό διάστημα οι επιχειρήσεις αναλάμβαναν ποσά δανείων που η αξία τους από έτος σε έτος σχεδόν υπερδιπλασιάζονταν, αποκαλύπτοντας με αυτό τον τρόπο ότι επιχειρήσεις στην Ελλάδα εντείνουν ολοένα και περισσότερο το δανεισμό κεφαλαίων σε μεσομακροπρόθεσμη

⁷² Πρέπει να τονίσουμε το γεγονός, ότι κατά τον υπολογισμό των μέσων τιμών είναι δυνατόν αυτές να επηρεαστούν από τις ακραίες τιμές κάποιων παρατηρήσεων.

ΠΙΝΑΚΑΣ 7 : ΜΕΣΕΣ ΑΠΟΛΥΤΕΣ ΤΙΜΕΣ ΜΕΤΑΒΛΗΤΩΝ (σε χιλιάδες δρχ.), ΤΥΠΙΚΕΣ ΑΠΟΚΛΙΣΕΙΣ ΜΕΣΩΝ ΤΙΜΩΝ ΚΑΙ ΠΟΣΟΣΤΟ ΣΥΝΙΜΕΤΟΧΗΣ ΤΩΝ ΕΠΙΜΕΡΟΥΣ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ ΣΤΑ ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΓΙΑ ΤΟ ΣΥΝΟΛΟ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

Είδος μεταβλητής	Μέσες απόλυτες τιμές				Τυπικές αποκλίσεις				Ποσοστό ως προς σύνολο ιδίων κεφαλαίων (%)			
	1996	1997	1998	1999	1996	1997	1998	1999	1996	1997	1998	1999
Ίδια κεφάλαια	1.194.100	1.072.666	1.251.391	1.895.331	16.147.016	14.507.926	16.540.429	20.523.517	-	-	-	-
Μετοχικό/εταιρικό κεφάλαιο	840.344	429.879	573.820	865.449	15.163.693	5.614.983	8.512.568	11.369.108	70,37	40,08	45,85	45,66
Αποθεματικά	396.431	642.107	665.130	1.011.545	3.904.974	11.103.500	11.250.314	13.493.254	33,20	59,86	53,15	53,37
Αδιανέμητα κέρδη/συσσωρευμένες ζημιές	-42.675	681	12.441	18.338	1.606.170	716.507	931.095	1.008.658	-3,57	0,06	0,99	0,97
Μεσοπρόθεσμες & μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	187.333	202.161	223.967	323.841	2.205.207	2.796.612	3.579.055	4.259.710	-	-	-	-
Σύνολο ενεργητικού	3.688.186	3.203.684	4.005.931	5.455.118	41.055.018	31.907.606	42.407.291	51.307.520	-	-	-	-
Αποθεματικά & αδιανέμητα κέρδη/συσσωρευμένες ζημιές	353.756	642.787	677.571	1.029.883	3.890.998	11.593.483	11.869.963	14.191.746	-	-	-	-
Φόρος εισοδήματος	21.008	23.164	33.947	47.298	167.817	233.395	292.679	387.833	-	-	-	-
Μεταβολή καθαρών παγίων (επένδυση)	-	-352.263	447.288	440.757	-	21.276.399	22.866.977	29.531.408	-	-	-	-
Μεταβολή μεσοπρόθεσμων & μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων	-	14.828	21.805	99.875	-	3.567.739	4.549.896	5.573.682	-	-	-	-

ΠΗΓΗ : ΒΑΣΗ ΔΕΔΟΜΕΝΩΝ ΤΟΥ Σ.Ε.Β., ΔΙΚΤΥΟ ΜΑΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΙΑΣ

βάση προκειμένου να εξασφαλίσουν τη χρηματοδότηση των επενδυτικών τους σχεδίων⁷³, από τη στιγμή που το μέγεθος, το κόστος και η διάρκεια ολοκλήρωσης των τελευταίων απαιτούν υψηλά ποσά δανείων με χαμηλή επιβάρυνση.

Αναφερόμενοι στο φόρο εισοδήματος που επιβλήθηκε στις επιχειρήσεις κατά τη διάρκεια της χρονικής περιόδου 1996 - 1999, έχουμε να πούμε ότι ακολούθησε μια σταθερά ανοδική πορεία επηρεάζοντας ταυτόχρονα το μέγεθος των εσόδων τους, κάτι που λογικά οδήγησε πολλούς επιχειρηματίες να αναδιαμορφώσουν ή να αναστείλουν μέρος των επενδυτικών τους σχεδίων.

Στον ίδιο πίνακα, έχει υπολογιστεί η συμμετοχή που έχουν στο σύνολο τα οικονομικά μεγέθη/μεταβλητές που περιλαμβάνονται στα ίδια κεφάλαια των ισολογισμών στις επιχειρήσεις του δείγματος, καθώς επίσης και τυπική απόκλιση⁷⁴ των τιμών του δείγματος από τις αντίστοιχες μέσες τιμές τους.

Περνώντας στην ανάλυση των τελευταίων, σημαντικά συμπεράσματα βγάζει κανείς παρατηρώντας τη πορεία του μετοχικού/εταιρικού κεφαλαίου στα πλαίσια της εσωτερικής χρηματοδότησης των επιχειρήσεων, όπου ενώ κατά το έτος 1996 υπερίσχυε σε μέγεθος έναντι των υπολοίπων δυο στοιχείων⁷⁵ των ιδίων κεφαλαίων, στη διετία που ακολούθησε δόθηκε από τις ίδιες επιχειρήσεις μεγαλύτερη έμφαση στην ενίσχυση των αποθεματικών τους και στη βελτίωση της κατάστασης στη τήρηση αδιανέμητων κερδών.

Με άλλα λόγια, το μετοχικό/εταιρικό κεφάλαιο ακολούθησε αντίθετη πορεία σε σχέση με τα αποθεματικά και τα αδιανέμητα κέρδη, με αποτέλεσμα να είναι πλέον αμφίβολη η δυνατότητα του να «παίξει» καθοριστικό ρόλο στη διαμόρφωση της επιχειρηματικής επενδυτικής δραστηριότητας

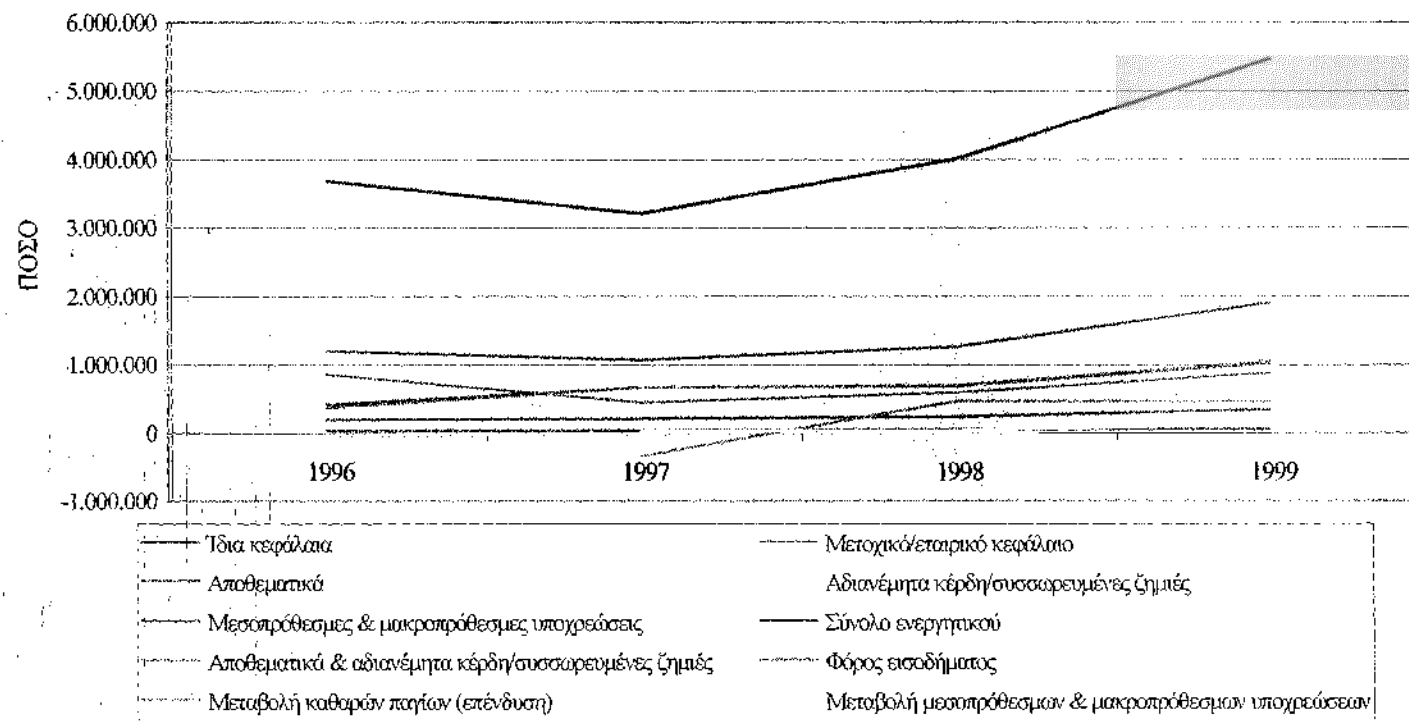
Τέλος, από τη στήλη των τυπικών αποκλίσεων διακρίνουμε ότι σε όλα σχεδόν τα στοιχεία των ισολογισμών των επιχειρήσεων (εκτός από το σύνολο του ενεργητικού, το μετοχικό/εταιρικό κεφάλαιο και τα αδιανέμητα κέρδη/συσσωρευμένες ζημιές που μετά από

⁷³ Υπενθυμίζουμε, ότι ο βραχυπρόθεσμος δανεισμός (τραπεζικός δανεισμός, γραμμάτια κ.α.), επιλέγεται από τη πλειοψηφία των επιχειρήσεων ανεξαρτήτου μεγέθους για τη κάλυψη των τρέχουσων ανάγκες που προκύπτουν από τη λειτουργία τους και που απαιτούν άμεση χρηματοδότηση.

⁷⁴ Με άλλα λόγια αναφερόμαστε στο βαθμό (κατά μέσο όρο) που οι εν λόγω τιμές αποκλίνουν από το μέσο όρο τους. Όσο μεγαλύτερη είναι η απόκλιση τόσο μεγαλύτερη ανομοιογένεια παρουσιάζουν οι παραπάνω τιμές και το αντίθετο.

⁷⁵ Η μεταβολή των αδιανέμητων κερδών κατά το χρονικό διάστημα 1996 - 1997 ήταν αρνητική, δηλαδή οι υπο μελέτη επιχειρήσεις είχαν να αντιμετωπίσουν συσσωρευμένες ζημιές και

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2 : ΜΕΣΕΣ ΑΠΟΛΥΤΕΣ ΤΙΜΕΣ ΜΕΤΑΒΛΗΤΩΝ (σε χιλιάδες δρχ.)



μια απότομη πτώση το 1997 σε σχέση με το 1996, στην συνέχεια άρχισαν να ανέρχονται σταθερά). καθώς περνάμε από το έτος 1996 στο τέλος της δεκαετία του '90 εντείνονται οι αυξήσεις στις αποκλίσεις αυτών από τους αντίστοιχους μέσους όρους τους (χαρακτηριστική είναι η περίπτωση της αύξησης των αποκλίσεων στα αποθεματικά το χρονικό διάστημα 1996 - 1997), κάτι που σημαίνει ότι στην Ελλάδα υπάρχει μια τάση για συσπείρωση ως προς το μέγεθος των επιχειρήσεων στα δύο αντίθετα άκρα ("μικρές" και "μεγάλες" επιχειρήσεις) και επομένως, είναι δύσκολο να διατυπωθεί μια κοινή ερμηνεία για τη «χρηματοδοτική» συμπεριφορά των παραπάνω επιχειρήσεων σε αναφορά με την επενδυτική τους δραστηριότητα.

Τα παραπάνω, μας προτρέπουν να συμπεράνουμε ότι οι όλες οι επιχειρήσεις στην Ελλάδα έχουν εισέλθει τα τελευταία χρόνια σε μια φάση όπου έχουν αποκτήσει κάποια «συνείδηση» ως προς το τι συμβαίνει με τον εξωτερικό ανταγωνισμό και παράλληλα, δείχνουν την επιθυμία να επεκταθούν και πέρα από τα όρια της εσωτερικής αγοράς.

4.2 Εισαγωγή στην οικονομετρική ανάλυση

Για να εξετάσουμε τη διάθρωση των δανειακών κεφαλαίων των επιχειρήσεων στην Ελλάδα, καθώς και τις μεταβολές που έχουν σημειωθεί στους τρόπους χρηματοδότησης που αυτές έχουν επιλέξει τα τελευταία χρόνια, δημιουργήσαμε υποδείγματα χρησιμοποιώντας τη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων (και με τη βοήθεια του προγράμματος E - VIEWS).

Η πρώτη στηρίχθηκε στην επιλογή ενός αντιπροσωπευτικού δείγματος 833 επιχειρήσεων βάσει τυχαίας δειγματοληψίας από τη βάση δεδομένων της ICAP, οι οποίες που έχουν εγκατασταθεί στην Ελλάδα, δεν κήρυξαν πτώχευση κατά την εξεταζόμενη χρονική περίοδο 1996 - 1999, καθώς επίσης ανήκουν σε όλες τις κατηγορίες εταιριών (Α.Ε., Ε.Π.Ε. κ.α.).

Σε αυτό το σημείο, πρέπει να αναφέρουμε ότι επιχειρήσαμε μια κατηγοριοποίηση των επιχειρήσεων, προκειμένου να επικεντρωθούμε στη μελέτη της κεφαλαιακής δομής⁷⁶ που οι επιχειρήσεις διάφορων μεγεθών επιλέγουν για να πραγματοποιήσουν τα επενδυτικά τους σχέδια. Με τη πρώτη, οι επιχειρήσεις διακρίνονται βάσει του ενεργητικού τους⁷⁷ σε "μικρές" (μικρομεσαίες) που σε πλήθος είναι 574 και σε "μεγάλες", οι οποίες σε αριθμό

συνεπώς, το βάρος της εσωτερικής χρηματοδότησης των επενδυτικών τους σχεδίων έπεσε τόσο στο μετοχικό/εταιρικό τους κεφάλαιο όσο και στα αποθεματικά που διέθεταν.

⁷⁶ Είναι γνωστό, ότι οι επιχειρήσεις μεγάλου μεγέθους εξασφαλίζουν χρηματοδοτήσεις από τους διάφορους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς/ιδρύματα, με σχετικά ευνοϊκότερους όρους από ότι εκείνες που είναι μικρού μεγέθους.

είναι 259, ακολουθώντας τον ορισμό των επιχειρήσεων που έχει δοθεί από την Ευρωπαϊκή Ένωση⁷⁸.

Όταν όμως, μια επιχείρηση αναγκάζεται να λειτουργήσει σε ένα αβέβαιο οικονομικό περιβάλλον, αυτό έχει ως συνέπεια την από έτος σε έτος αυξομείωση του ενεργητικού της σε τέτοιο βαθμό, ώστε να «μεταπηδήσει» σε διαφορετική κατηγορία βάσει της παραπάνω διάκρισης.

Επομένως, δεν επεκταθήκαμε στην ανάλυση της «επενδυτικής» συμπεριφοράς των επιχειρήσεων στην Ελλάδα ανα κατηγορία μεγέθους, καθώς συναντήσαμε προβλήματα στις διαχρονικές συγκρίσεις των οικονομικών μεγεθών/μεταβλητών που επιλέξαμε από τους ισολογισμούς των επιχειρήσεων του δείγματος.

Ως εξαρτημένη μεταβλητή στις εξισώσεις παλινδρόμησης, επιλέξαμε να χρησιμοποιήσουμε την ετήσια μεταβολή στα καθαρά πάγια των επιχειρήσεων, η οποία υποδηλώνει το αποτέλεσμα της επενδυτικής δραστηριότητας των επιχειρήσεων. Αναφερόμαστε δηλαδή, στα επενδυτικά σχέδια που υλοποίησαν οι τελευταίες χρησιμοποιώντας τα κεφάλαια που εξασφάλισαν μέσω των διάφορων πηγών χρηματοδότησης.

ΠΙΝΑΚΑΣ 8: ΜΕΤΑΒΛΗΤΕΣ ΕΞΙΣΩΣΕΩΝ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΗΣ

Ετήσια μεταβολή παγίων στη περίοδο t σε σχέση με τη περίοδο t_1 (επένδυση στη περίοδο t)
Ίδια κεφάλαια στη περίοδο t
Μετοχικό/εταιρικό κεφάλαιο στη περίοδο t
Αποθεματικά στη περίοδο t
Αποθεματικά στη περίοδο t + Αδιανέμητα κέρδη/συσσωρευμένες ζημιές στη περίοδο t
Μέσο & μακρο υποχρεώσεις στη περίοδο t σε σχέση με τη περίοδο $t-1$
Φόρος εισοδήματος στη περίοδο t
Ετήσια μεταβολή παγίων στη περίοδο t σε σχέση με τη περίοδο t_1 (επένδυση στη περίοδο t) δια το σύνολο ενεργητικό περίοδο t
Ίδια κεφάλαια στη περίοδο t δια το σύνολο ενεργητικού στη περίοδο t
Μετοχικό/εταιρικό κεφάλαιο στη περίοδο t δια το σύνολο ενεργητικού στη περίοδο t
Αποθεματικά στη περίοδο t δια το σύνολο ενεργητικού στη περίοδο t
Αποθεματικά στη περίοδο t + Αδιανέμητα κέρδη/συσσωρευμένες ζημιές στη περίοδο t δια το σύνολο ενεργητικού στη περίοδο t
Μέσο & μακρο υποχρεώσεις στη περίοδο t σε σχέση με τη περίοδο $t-1$ δια το σύνολο ενεργητικού στη περίοδο t

Από την άλλη πλευρά, οι ανεξάρτητες μεταβλητές των υποδειγμάτων αντλήθηκαν από τους ισολογισμούς των επιχειρήσεων. Οι τελευταίοι, περιλαμβάνουν από τη μια πλευρά το παθητικό από το οποίο δίνονται οι πληροφορίες για τις πηγές των κεφαλαίων και τις

⁷⁷ Η κατηγοριοποίηση με βάση το μέγεθος του προσωπικού δεν κρίθηκε ικανοποιητική, μιας και που στα στοιχεία του δείγματος μας εντοπίστηκαν αρκετές ελλείψεις.

⁷⁸ Βλέπε παραπάνω.

υποχρεώσεις της επιχείρησης για κάποιο οικονομικό έτος και από την άλλη πλευρά, περιλαμβάνει το ενεργητικό, που δείχνει τη χρήση των κεφαλαίων που έχουν αποκτηθεί στο ίδιο χρονικό διάστημα, προκειμένου αυτά να επιφέρουν στην επιχείρηση κέρδος.

Από τα κυριότερα στοιχεία του παθητικού μιας επιχείρησης, είναι τα *ίδια κεφάλαια* που αποτελούνται από το μετοχικό κεφάλαιο, τα αποθεματικά και τα αδιανέμητα κέρδη.

Άλλο ένα σημαντικό στοιχείο του παθητικού, είναι οι *μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις* προς διάφορους χρηματοπιστωτικούς φορείς, οι οποίες είναι κεφάλαια που η επιχείρηση έχει δανειστεί από τρίτους (οι οποίοι δεν έχουν λόγο στη διοίκηση της επιχείρησης) και στους οποίους η επιχείρηση έχει την υποχρέωση να καταβάλει κάποιο ποσό τόκου που εκ των προτέρων έχει συμφωνηθεί.

Από τη πλευρά του ενεργητικού, το κυριότερο στοιχείο του είναι τα καθαρά πάγια της επιχείρησης, τα οποία περιλαμβάνουν τα *άυλα* (όπως είναι για παράδειγμα τα έξοδα ίδρυσης) και τα *ενσωματωμένα* (όπως είναι για παράδειγμα τα οικόπεδα, τα κτίρια, ο μηχανολογικός εξοπλισμός κ.α.) πάγια, αφού πρώτα αφαιρεθεί το προβλεπόμενο πόσο απόσβεσης. Οι μεταβολές στα καθαρά πάγια μιας επιχείρησης, κατά κύριο λόγο οφείλονται στην επενδυτική δραστηριότητα που η ίδια αναλαμβάνει.

Παράλληλα, ο ισολογισμός μιας επιχείρησης κλείνει με τα αποτελέσματα χρήσεως ή αλλιώς τα οικονομικά αποτελέσματα της επιχειρηματικής δραστηριότητας, όπου προσδιορίζεται το κέρδος ή η ζημιά ανάλογα με τη πορεία των εσόδων και των εξόδων που προέκυψαν για τη πρώτη στη διάρκεια κάποιου οικονομικού έτους.

Για να δίνει η παλινδρόμηση κάθε χρονιάς αποτελέσματα που να ισχύουν και να μπορούν να ερμηνευτούν εξαρτάται από το συντελεστή προσδιορισμού R^2 , που αποτελεί μέτρο της ικανότητας προσαρμογής του εκάστοτε υποδείγματος στα δεδομένα του δείγματος. Όσο πιο κοντά στη μονάδα (ή αλλιώς στο 100%) αυτός βρίσκεται τόσο καλύτερη είναι η προσαρμογή του υποδείγματος.

4.3 Παρουσίαση των αποτελεσμάτων της παλινδρόμησης

Η φύση των δεδομένων που χρησιμοποιήσαμε μας οδήγησε στη διατύπωση σχέσεων που αν και κάπως περιοριστικές (δεν αποτυπώνει για όλα τα έτη τις σχέσεις των καθαρών πάγιων με όλες τις πιθανές πηγές χρηματοδότησης που μπορούν να χρησιμοποιηθούν από μια επιχείρηση, ανεξαρτήτως του μεγέθους της), μας προσδίδουν μια ιδέα για το μέγεθος και το

τρόπο επιρροής των ερμηνευτικών μεταβλητών (που προέρχονται από το παθητικό των ισολογισμών) πάνω στη εξεταζόμενη μεταβλητή.

Με άλλα λόγια, η ανάλυση μας επικεντρώθηκε στην ερμηνεία και όχι στη πρόβλεψη της συμπεριφοράς του συνόλου των επιχειρήσεων (για αυτό το λόγο δεν θα ασχοληθούμε με τη συμπεριφορά του σταθερού συντελεστή στην εξίσωση της εκάστοτε παλινδρόμησης), όσον αφορά την επιλογή των μέσων χρηματοδότησης των επενδυτικών τους σχεδίων.

Τόσο η οικονομική θεωρία⁷⁹ όσο και η εμπειρία της χρηματοοικονομικής διοίκησης⁸⁰, μας αποκαλύπτουν ότι οι επιχειρήσεις που θέλουν να προβούν σε επενδυτική δραστηριότητα είναι συνετό να καταφύγουν είτε στη χρήση των ιδίων κεφαλαίων είτε στο μεσομακροπρόθεσμο δανεισμό, αφού η δέσμευση με ένα βραχυπρόθεσμο δάνειο είναι περιορισμένου χρονικού ορίζοντα και δεν είναι απαραίτητο ότι θα ανανεωθεί εκ νέου εάν προκύψει ανάγκη για επιπρόσθετα δανειακά κεφάλαια.

Παράλληλα, η επιλογή της χρηματοδότησης μέσω της έκδοσης μετοχών σε αντιδιαστολή με τη σύναψη κάποιου δανείου με σκοπό να εξασφαλισθούν οι απαραίτητοι επενδυτικοί πόροι από την επιχείρηση, σημαίνει για την τελευταία ότι θα έχει να υποστεί περισσότερο κόστος μιας και που οι επενδυτές απαιτούν υψηλές αποδόσεις όταν έχουν να κάνουν με επενδύσεις "υψηλού κινδύνου".

Όσο περισσότερο δανείζεται μια επιχείρηση τόσο αυξάνονται οι πιθανότητες για να κηρύξει χρεοκοπία η ίδια, ενώ στη περίπτωση της έκδοσης μετοχών η πρώτη μπαίνει σε μια διαδικασία όπου το αποτέλεσμα μπορεί να είναι η εξαγορά ή η συγχώνευση της με κάποια άλλη επιχείρηση. Όμως, η αποκλειστική χρήση του δανεισμού από εξωτερικούς παράγοντες (όπως είναι για παράδειγμα οι τράπεζες) ως λύση εξασφάλισης δανειακών κεφαλαίων αυξάνει τις πιθανότητες για την επιχείρηση να μην μπορεί να αντεπεξέλθει αργότερα στις οικονομικές απαιτήσεις των δανειστών της, με συνέπεια να έχει να αντιμετωπίσει δυσμενείς καταστάσεις, όπως είναι η χρεοκοπία και για αυτό το λόγο οι δανειστές της για να μην χάσουν τα κεφάλαια που έχουν δανείσει, απαιτούν υψηλότερες χρηματικές καταβολές ως αντίτιμο που ταυτόχρονα, μειώνει τα εισοδήματα για όσους έχουν μετοχές της παραπάνω επιχείρησης.

⁷⁹ Για περισσότερα βλέπε στην αρχή της παρούσας εργασίας.

⁸⁰ Βλ.: Αρτίκης (1999).

Ιδιαίτερο χαρακτηριστικό, είναι η αναλογία *δανεισμός/μετοχικό κεφάλαιο* (gearing ratio) που χρησιμοποιούν πολλές επιχειρήσεις για να προσδιορίσουν το μέγεθος του εξωτερικού χρέους σε σχέση με το αντίστοιχο εσωτερικό.

Σημειώνουμε, ότι η σχέση μεταξύ της επενδυτικής δραστηριότητας των επιχειρήσεων και των παραπάνω πηγών χρηματοδότησης αναμένεται να είναι θετική, από τη στιγμή που ο σκοπός ανάληψης των δανειακών δεσμεύσεων είναι η απόκτηση οικονομικών πόρων για την ενίσχυση, ανανέωση ή επέκταση του κεφαλαιουχικού εξοπλισμού και των λοιπών πάγιων στοιχείων των επιχειρήσεων.

Παράλληλα, με βάση τη θεωρία της αποδοτικότητας του κεφαλαίου θα μπορούσαμε να συνδέσουμε την υλοποίηση των επενδυτικών προγραμμάτων στη διάρκεια της τρέχουσας περιόδου με την άντληση δανειακών κεφαλαίων από τις προηγούμενες περιόδους. Παρόλα αυτά, προτιμήσαμε να περιοριστούμε στη συσχέτιση της τρέχουσας επενδυτικής δραστηριότητας με την εξασφάλιση κεφαλαίων κατά την ίδια περίοδο, επειδή το μέγεθος των διαθέσιμων στοιχείων και συνεπώς, του δείγματος, δεν είναι επαρκές για να επεκταθούμε σε μια τέτοιου είδους ανάλυση.

Επιπρόσθετα, εκτός από τα μέσα χρηματοδότησης ως ερμηνευτική μεταβλητή της επένδυσης χρησιμοποιήσαμε τη φορολογία του εισοδήματος των επιχειρήσεων κατά το τρέχον έτος, η οποία ενδέχεται να έχει τόσο θετική όσο και αρνητική επιρροή πάνω στην εξαρτημένη μεταβλητή.

Πρέπει να τονίσουμε, ότι η σχέση της παραπάνω μεταβλητής ως προς την ανεξάρτητη μεταβλητή της επένδυσης αναμένεται να είναι είτε θετική είτε αρνητική. Για τη μεταβλητή της φορολογίας⁸¹, η θετική σχέση με την επένδυση οφείλεται στο γεγονός ότι οι επιχειρήσεις λειτουργούν υπο ευνοϊκό φορολογικό καθεστώς που ενισχύει την επιχειρηματική δραστηριότητα με φορολογικές απαλλαγές ή εκπτώσεις στο εισόδημα ή στα κέρδη των πρώτων. Επίσης, όταν κρίνεται απαραίτητη από τους κρατικούς φορείς κάποια αύξηση στη φορολόγηση των επιχειρήσεων, αυτό τις περισσότερες φορές προϋποθέτει τη πραγματοποίηση υψηλού τζίρου από τις τελευταίες.

Από μια άλλη προσέγγιση, σύμφωνα με την οικονομική θεωρία όταν μια επιχείρηση επιθυμεί να χρηματοδοτεί τις επενδύσεις μόνο με αυτοχρηματοδότηση και το ποσοστό φόρου που επιβάλλεται στα μερίσματα από την έκδοση μετοχών είναι μεγαλύτερο από το αντίστοιχο ποσοστό στους τόκους από την έκδοση κάποιου δανείου, σε αυτή τη περίπτωση

οι δανειστές της εν λόγω επιχείρησης θα είναι διατεθειμένοι να επενδύσουν σε αυτήν κεφάλαια μέσω της αγοράς μετοχών της.

Με άλλα λόγια, για την επιχείρηση ικανοποιήθηκαν οι προϋποθέσεις για εσωτερική χρηματοδότηση και παράλληλα, πέτυχε εκείνο το συνδυασμό πόρων χρηματοδότησης που η ίδια επιθυμούσε (δηλαδή, αποκλειστικά αυτοχρηματοδότηση) για να πραγματοποιήσει τα επενδυτικά της σχέδια.

Στην αντίθετη περίπτωση όπου η σχέση μεταξύ φορολογίας και επένδυσης είναι αρνητική, τότε αναφερόμαστε σε ένα φορολογικό περιβάλλον που λειτουργεί εις βάρος της επενδυτικής δραστηριότητας των επιχειρήσεων, από τη στιγμή που ο υψηλός φορολογικός συντελεστής στο επιχειρηματικό εισόδημα ή κέρδος μειώνει τα περιθώρια για τη τήρηση αποθεματικών κεφαλαίων, με αποτέλεσμα η επιχείρησης που θέλουν να επενδύσουν να είναι αναγκασμένες να στραφούν στον εξωτερικό δανεισμό.

Στη συνέχεια, η ανάλυση των αποτελεσμάτων που μας έδωσε η οικονομετρική προσέγγιση μας οδήγησε στο συμπέρασμα ότι καθοριστικοί παράγοντες χρηματοδότησης στη διαμόρφωση του επιπέδου της επένδυσης κατά τα έτη 1997 (ετήσια μεταβολή στα καθαρά πάγια της χρονικής περιόδου 1996 - 1997), 1998 (ετήσια μεταβολή στα καθαρά πάγια της χρονικής περιόδου 1997 - 1998) και 1999 (ετήσια μεταβολή στα καθαρά πάγια της χρονικής περιόδου 1998 - 1999), στάθηκαν αποκλειστικά ο εξωτερικός μεσομακροπρόθεσμος δανεισμός (ετήσια μεταβολή) και τα αδιανέμητα κέρδη ως παράμετρος αυτοχρηματοδότησης.

ΠΙΝΑΚΑΣ 9: ΜΕΤΑΒΛΗΤΕΣ ΕΞΙΣΩΣΕΩΝ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΗΣ 5^{ης} ΔΟΚΙΜΗΣ

Ετήσια μεταβολή παγίων στη περίοδο t σε σχέση με τη περίοδο t_{-1} (επένδυση στη περίοδο t)

Αδιανέμητα κέρδη στη περίοδο t

Μέσο & μακρο υποχρεώσεις στη περίοδο t σε σχέση με τη περίοδο t_{-1}

Φόρος εισοδήματος στη περίοδο t

Συγχρόνως, η εισαγωγή της φορολογίας του εισοδήματος των επιχειρήσεων βελτίωσε σε ικανοποιητικό βαθμό την ικανότητα προσαρμογής των υποδειγμάτων στα δεδομένα του δείγματος. Πιο συγκεκριμένα, επικεντρώσαμε την ανάλυση στη παλινδρόμηση της 5^{ης} δοκιμής όπου έχουμε εξίσωση πρώτου βαθμού (γραμμική) με εξαρτημένη μεταβλητή τη μεταβολή στα καθαρά πάγια των επιχειρήσεων, η οποία με άλλα λόγια αποτελεί την επένδυση που οι τελευταίες έχουν πραγματοποιήσει στη διάρκεια ενός (οικονομικού) έτους.

⁸¹ Βλ.: Σακέλλης & Ιωόννης (1995).

Για ανεξάρτητες μεταβλητές λαμβάνουμε τα αδιανέμητα κέρδη στη περίοδο t , η μεταβολή στις μεσομακροπρόθεσμες υποχρεώσεις στη περίοδο t σε σχέση με τη περίοδο t_1 και η ορολογία εισοδήματος στη περίοδο t .

4.3.1 Περίοδος 1996 - 1997

Για να ελέγξουμε αν υπάρχει σχέση μεταξύ εξαρτημένης μεταβλητής (μεταβολή στα καθαρά πάγια) και ερμηνευτικών μεταβλητών (αδιανέμητα κέρδη, μεταβολή στις μεσομακροπρόθεσμες υποχρεώσεις και φορολογία) του πέμπτου υποδείγματος (5^η δοκιμή, Πίνακας 5.3.1.A) κάνουμε έλεγχο σημαντικότητας, αν δηλαδή οι συντελεστές των ερμηνευτικών μεταβλητών είναι σημαντικά διαφορετικοί από το μηδέν. Όσον αφορά τον έλεγχο σημαντικότητας για τις τιμές των εν λόγω συντελεστών ελέγχουμε την μηδενική υπόθεση, ότι δηλαδή δεν υπάρχει σχέση μεταξύ ανεξάρτητης και της εκάστοτε εξαρτημένης μεταβλητής.

Για επίπεδο σημαντικότητας 0,05, η τιμή του t από τους πίνακες είναι περίπου 2. Εφόσον η τιμή t για την εκάστοτε ανεξάρτητη μεταβλητή είναι μεγαλύτερη από τη τιμή 2, απορρίπτεται η μηδενική υπόθεση και δεχόμαστε ότι οι ερμηνευτικές μεταβλητές του υποδείγματος μας είναι στατιστικά σημαντικές.

Για την συνολική ερμηνευτική ικανότητα του υποδείγματος χρησιμοποιείται το κριτήριο F , δηλαδή ελέγχουμε αν όλοι μαζί οι συντελεστές των ερμηνευτικών συντελεστών είναι ίσοι με το μηδέν και με εναλλακτική την υπόθεση ότι όλοι μαζί είναι διάφοροι του μηδενός.

Από τα δεδομένα μας προκύπτει ότι η τιμή της F είναι κατά πολύ πιο μεγάλη σε σχέση με τη τιμή της F ίση με 2,6 από τους πίνακες για επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 0,05.

Συνεπώς, απορρίπτεται η μηδενική υπόθεση και δεχόμαστε ότι όλοι μαζί οι συντελεστές των ερμηνευτικών μεταβλητών είναι σημαντικά διαφορετικοί από το μηδέν.

Παράλληλα από τη τιμή Durbin -Watson stat, συνεπάγεται ότι για την εξίσωση παλινδρόμησης υπάρχει ένδειξη θετικής αυτοσυσχέτισης (δηλαδή, οι διαδοχικές τιμές των καταλοίπων δεν αλλάζουν συχνά σημείο ως προς τη γραμμή παλινδρόμησης).

Τέλος, η τιμή του προσαρμοσμένου συντελεστή στο υπόδειγμα μας, είναι 73% και θεωρείται αποδεκτή, μιας και που εκφράζει μια ικανοποιητική προσαρμογή της γραμμής παλινδρόμησης στα δεδομένα του δείγματος.

ΠΙΝΑΚΑΣ 5.3.1 Α: ΔΟΚΙΜΕΣ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΗΣ ΓΙΑ ΤΗ ΠΕΡΙΟΔΟ 1996 - 1997

Αριθμός δοκιμών	Εξαρτημένη μεταβλητή	ΣΥΝΟΛΟ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ								Βαθμός προσαρμογής δείγματος		
		Ανεξάρτητες μεταβλητές								Adjusted R-squared	Durbin-Watson stat	F-statistic
	Μεταβολή καθαρών παγίων στη περίοδο 1996 - 1997 (η επένδυση στο έτος 1997)	Σταθερά μεταβλητής	Ίδια κεφάλαια στο έτος 1997	Μετοχικό/εταιρικό κεφάλαιο στο έτος 1997	Αποθεματικά στο έτος 1997	Αδιανέμητα κέρδη ή συσσωρευμένες ζημιές στο έτος 1997	Αποθεματικά στη περίοδο t & Αδιανέμητα κέρδη ή συσσωρευμένες ζημιές στο έτος 1997	Μέσο & μακρο υποχρέωσης στο έτος 1997 σε σχέση με το έτος 1996	Φόρος εισοδήματος στο έτος 1997			
ΔΟΚΙΜΗ 1 ^a		-194956,00 (-0,511236) ³	-0,22 (-6,597978)					5,65 (40,78745)		0,73	1,20	1152,99
ΔΟΚΙΜΗ 2 ^a		-427373,40 (-1,097777)						5,07 (46,39276)		0,72	1,14	2152,29
ΔΟΚΙΜΗ 3 ^a		-21553,77 (-0,057242)		-0,55 (-4,412601)	-0,29 (-4,276252)	2,07 (2,071545)		6,15 (36,69467)		0,74	1,25	603,21
ΔΟΚΙΜΗ 4 ^a		-36021,03 (-0,095449)		-0,70 (-6,885433)			-0,16 (-4,527674)	6,13 (36,54184)		0,74	1,25	798,77
ΔΟΚΙΜΗ 5 ^a		-65912,67 (-0,169092)				4,02 (4,162716)		5,36 (43,99789)	-15,9 (-5,198399)	0,73	1,17	748,14

³ Στη παρένθεση περιλαμβάνεται η τιμή t - statistic.

ΠΙΝΑΚΑΣ 5.3.1.Β: ΔΟΚΙΜΕΣ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΗΣ ΓΙΑ ΤΗ ΠΕΡΙΟΔΟ 1996 - 1997

Αριθμός δοκιμών	Εξαρτημένη μεταβλητή	ΣΥΝΟΛΟ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΙΩΝ					Βαθμός προσαρμογής δείγματος			
		Ανεξάρτητες μεταβλητές					Adjusted R-squared	Durbin-Watson stat	F-statistic	
	Μεταβολή καθαρών παγίων στη περίοδο 1996 - 1997 δια το σύνολο του ενεργητικού στο έτος 1997(η επένδυση ως προς το ενεργητικό στο έτος 1997)	Σταθερά μεταβλητής	Ίδια κεφάλαια στο έτος 1997 δια το σύνολο ενεργητικού στο έτος 1997	Αποθεματικά στο έτος 1997 δια το σύνολο ενεργητικού στο έτος 1997	Αδιανέμητα κέρδη ή συσσωρευμένες ζημιές στο έτος 1997 δια το σύνολο ενεργητικού στο έτος 1997	Αποθεματικά στο έτος 1997 & Αδιανέμητα κέρδη ή συσσωρευμένες ζημιές στο έτος 1997 δια το σύνολο ενεργητικού στο έτος 1997	Μέσο & μακρο υποχρεώσεις στο έτος 1997 σε σχέση με το έτος 1996 δια το σύνολο ενεργητικού στο έτος 1997			
ΔΟΚΙΜΗ 1 ^η		-1,32 (-3,977982)	2,82 (5,24633)				3,82 (74,89876)	0,87	1,80	2808,74
ΔΟΚΙΜΗ 2 ^η		-0,63 (-2,049996)					3,79 (73,60059)	0,87	1,81	5417,05
ΔΟΚΙΜΗ 3 ^η		-0,67 (-2,197496)		3,05 (4,77201)	3,39 (6,682051)		3,82 (75,78167)	0,87	1,79	1915,14
ΔΟΚΙΜΗ 4 ^η		-0,71 (-2,352569)				3,39 (6,68144)	3,82 (75,80333)	0,87	1,79	2873,09
ΔΟΚΙΜΗ 5 ^η		-0,50 (-1,621938)			1,47 (4,696364)		3,80 (74,66287)	0,87	1,80	2788,18

4.3.2 Περίοδος 1997 - 1998

Για να ελέγξουμε αν υπάρχει σχέση μεταξύ εξαρτημένης μεταβλητής (μεταβολή στα καθαρά πάγια) και ερμηνευτικών μεταβλητών (αδιανέμητα κέρδη, μεταβολή στις μεσομακροπρόθεσμες υποχρεώσεις και φορολογία) του πέμπτου υποδείγματος (5^η δοκιμή, Πίνακας 5.3.2.A) κάνουμε έλεγχο σημαντικότητας, αν δηλαδή οι συντελεστές των ερμηνευτικών μεταβλητών είναι σημαντικά διαφορετικοί από το μηδέν. Όσον αφορά τον έλεγχο σημαντικότητας για τις τιμές των εν λόγω συντελεστών ελέγχουμε την μηδενική υπόθεση, ότι δηλαδή δεν υπάρχει σχέση μεταξύ ανεξάρτητης και της εκάστοτε εξαρτημένης μεταβλητής.

Για επίπεδο σημαντικότητας 0,05, η τιμή του t από τους πίνακες είναι περίπου 2. Εφόσον η τιμή t για την εκάστοτε ανεξάρτητη μεταβλητή είναι μεγαλύτερη από τη τιμή 2, απορρίπτεται η μηδενική υπόθεση και δεχόμαστε ότι οι ερμηνευτικές μεταβλητές του υποδείγματος μας είναι στατιστικά σημαντικές.

Για την συνολική ερμηνευτική ικανότητα του υποδείγματος χρησιμοποιείται το κριτήριο F , δηλαδή ελέγχουμε αν όλοι μαζί οι συντελεστές των ερμηνευτικών συντελεστών είναι ίσοι με το μηδέν και με εναλλακτική την υπόθεση ότι όλοι μαζί είναι διάφοροι του μηδενός.

Από τα δεδομένα μας προκύπτει ότι η τιμή της F είναι κατά πολύ πιο μεγάλη σε σχέση με τη τιμή της F ίση με 2,6 από τους πίνακες για επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 0,05.

Συνεπώς, απορρίπτεται η μηδενική υπόθεση και δεχόμαστε ότι όλοι μαζί οι συντελεστές των ερμηνευτικών μεταβλητών είναι σημαντικά διαφορετικοί από το μηδέν.

Παράλληλα από τη τιμή Durbin -Watson stat, συνεπάγεται ότι για την εξίσωση παλινδρόμησης δεν υπάρχει κάποια ένδειξη αυτοσυσχέτισης.

Τέλος, η τιμή του προσαρμοσμένου συντελεστή στο υπόδειγμα μας, είναι 95% και θεωρείται αρκετά ικανοποιητική, αφού η υψηλή τιμή του συντελεστή εκφράζει τη πολύ καλή προσαρμογή της γραμμής παλινδρόμησης στα δεδομένα του δείγματος.

ΠΙΝΑΚΑΣ 5.3.2. Α: ΔΟΚΙΜΕΣ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΕΩΣ ΓΙΑ ΤΗ ΠΕΡΙΟΔΟ 1997 - 1998

Αριθμός δοκιμών	Εξαρτημένη μεταβλητή	ΣΥΝΟΛΟ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ								Βαθμός προσαρμογής δείγματος		
		Ανεξάρτητες μεταβλητές								Adjusted R-squared	Durbin-Watson stat	F-statistic
	Μεταβολή καθαρών παγίων στη περίοδο 1997 - 1998 (η επένδυση στο έτος 1998)	Σταθερά μεταβλητής	Ίδια κεφάλαια στο έτος 1998	Μετοχικό/εταμιακό κεφάλαιο στο έτος 1998	Αποθεματικά στο έτος 1998	Αδιανέμητα κέρδη ή συσσωρευμένες ζημιές στο έτος 1998	Αποθεματικά στη περίοδο t & Αδιανέμητα κέρδη ή συσσωρευμένες ζημιές στο έτος 1998	Μέσο & μακρο υποχρεώσεις στο έτος 1998 σε σχέση με το έτος 1997	Φόρος εισοδήματος στο έτος 1998			
ΔΟΚΙΜΗ 1 ^η		-398550,70 (-1,82603)	0,62 (36,47286)					3,06 (49,39679)		0,92	2,01	5115,59
ΔΟΚΙΜΗ 2 ^η		348980,30 (0,996082)						4,51 (58,51451)		0,80	2,01	3423,95
ΔΟΚΙΜΗ 3 ^η		-29469,10 (-0,35529)		-0,46 (-24,7481)	0,99 (70,73232)	-0,85 (-5,132696)		4,27 (145,8223)		0,99	2,01	19019,07
ΔΟΚΙΜΗ 4 ^η		-31501,81 (-0,357532)		-0,35 (-21,54492)			0,87 (110,8413)	4,27 (137,5124)		0,99	2,00	22440,76
ΔΟΚΙΜΗ 5 ^η		(-312266,5) (-1,670712)				4,39 (14,92123)		4,49 (102,4743)	(17,88045) (19,14036)	0,95	1,96	4828,61

ΠΙΝΑΚΑΣ 5.3.2.Β: ΔΟΚΙΜΕΣ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΗΣ ΓΙΑ ΤΗ ΠΕΡΙΟΔΟ 1997 - 1998

Αριθμός δοκιμών	Εξαρτημένη μεταβλητή	ΣΥΝΟΛΟ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ						Βαθμός προσαρμογής δείγματος		
		Ανεξάρτητες μεταβλητές						Adjusted R-squared	Durbin-Watson stat	F-statistic
	Μεταβολή καθαρών παγίων στη περίοδο 1997 - 1998 δια το σύνολο του ενεργητικού στο έτος 1998(η επένδυση ως προς το ενεργητικό στο έτος 1998)	Σταθερά μεταβλητής	Ίδια κεφάλαια στο έτος 1998 δια το σύνολο ενεργητικού στο έτος 1998	Αποθεματικά στο έτος 1998 δια το σύνολο ενεργητικού στο έτος 1998	Αδιανέμητα κέρδη ή συσσωρευμένες ζημιές στο έτος 1998 δια το σύνολο ενεργητικού στο έτος 1998	Αποθεματικά στο έτος 1998 & Αδιανέμητα κέρδη ή συσσωρευμένες ζημιές στο έτος 1998 δια το σύνολο ενεργητικού στο έτος 1998	Μέσο & μακρο υποχρεώσεις στο έτος 1998 σε σχέση με το έτος 1997 δια το σύνολο ενεργητικού στο έτος 1998			
ΔΟΚΙΜΗ 1 ^η		-0,17 (-0,30294)	1,23 (0,731102)				4,30 (229,8825)	0,98	2,00	26555,99
ΔΟΚΙΜΗ 2 ^η		0,16 (0,440112)					4,30 (230,5238)	0,98	2,00	53141,20
ΔΟΚΙΜΗ 3 ^η		0,92 (2,128316)		-8,37 (-2,49753)	2,88 (1,383344)		4,29 (228,2536)	0,98	1,99	17897,92
ΔΟΚΙΜΗ 4 ^η		0,14 (0,399161)				0,45 (0,23166)	4,30 (229,3535)	0,98	2,00	26540,37
ΔΟΚΙΜΗ 5 ^η		0,35 (0,952552)			4,15 (2,052498)		4,30 (230,9724)	0,98	2,00	26675,43

4.3.3 Περίοδος 1998 - 1999

Για να ελέγξουμε αν υπάρχει σχέση μεταξύ εξαρτημένης μεταβλητής (μεταβολή στα καθαρά πάγια) και ερμηνευτικών μεταβλητών (αδιανέμητα κέρδη, μεταβολή στις μεσομακροπρόθεσμες υποχρεώσεις και φορολογία) του πέμπτου υποδείγματος (5^η δοκιμή, Πίνακας 5.3.3.A) κάνουμε έλεγχο σημαντικότητας, αν δηλαδή οι συντελεστές των ερμηνευτικών μεταβλητών είναι σημαντικά διαφορετικοί από το μηδέν. Όσον αφορά τον έλεγχο σημαντικότητας για τις τιμές των εν λόγω συντελεστών ελέγχουμε την μηδενική υπόθεση, ότι δηλαδή δεν υπάρχει σχέση μεταξύ ανεξάρτητης και της εκάστοτε εξαρτημένης μεταβλητής.

Για επίπεδο σημαντικότητας $0,05$, η τιμή του t από τους πίνακες είναι περίπου 2. Επομένως, εφόσον η τιμή t για την εκάστοτε ανεξάρτητη μεταβλητή είναι μεγαλύτερη από τη τιμή 2, απορρίπτεται η μηδενική υπόθεση και δεχόμαστε ότι οι ερμηνευτικές μεταβλητές του υποδείγματος μας είναι στατιστικά σημαντικές.

Για την συνολική ερμηνευτική ικανότητα του υποδείγματος χρησιμοποιείται το κριτήριο F , δηλαδή ελέγχουμε αν όλοι μαζί οι συντελεστές των ερμηνευτικών συντελεστών είναι ίσοι με το μηδέν και με εναλλακτική την υπόθεση ότι όλοι μαζί είναι διάφοροι του μηδενός.

Από τα δεδομένα μας προκύπτει ότι η τιμή της F είναι κατά πολύ πιο μεγάλη σε σχέση με τη τιμή της F ίση με 2,6 από τους πίνακες για επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας $0,05$.

Συνεπώς, απορρίπτεται η μηδενική υπόθεση και δεχόμαστε ότι όλοι μαζί οι συντελεστές των ερμηνευτικών μεταβλητών είναι σημαντικά διαφορετικοί από το μηδέν.

Παράλληλα από τη τιμή Durbin -Watson stat, συνεπάγεται ότι για την εξίσωση παλινδρόμησης δεν υπάρχει κάποια ένδειξη αυτοσυσχέτισης.

Τέλος, η τιμή του προσαρμοσμένου συντελεστή στο υπόδειγμα μας, είναι 80% και θεωρείται καλή, μιας και που εκφράζει μια αρκετά ικανοποιητική προσαρμογή της γραμμής παλινδρόμησης στα δεδομένα του δείγματος.

ΠΙΝΑΚΑΣ 5.3.3.Α: ΔΟΚΙΜΕΣ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΗΣ ΓΙΑ ΤΗ ΠΕΡΙΟΔΟ 1998 - 1999

Αριθμός δοκιμών	Εξαρτημένη μεταβλητή	ΣΥΝΟΛΟ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ							Βαθμός προσαρμογής δείγματος			
		Ανεξάρτητες μεταβλητές							Adjusted R-squared	Durbin-Watson stat	F-statistic	
	Μεταβολή καθαρών παγίων στη περίοδο 1998 - 1999 (η επένδυση στο έτος 1999)	Σταθερά μεταβλητής	Ίδια κεφάλαια στο έτος 1999	Μετοχικό/εταιρικό κεφάλαιο στο έτος 1999	Αποθεματικά στο έτος 1999	Αδιανέμητα κέρδη ή συσσωρευμένες ζημιές στο έτος 1999	Αποθεματικά στη περίοδο 1 & Αδιανέμητα κέρδη ή συσσωρευμένες ζημιές στο έτος 1999	Μέσο & μέγρο υποχρέωσης στο έτος 1999 σε σχέση με το έτος 1998	Φόρος εισοδήματος στο έτος 1999			
ΔΟΚΙΜΗ 1 ^η		-713865,10	0,42					3,58		0,79	2,00	1560,59
		(-1,511956)	(14,29763)					(33,05179)				
ΔΟΚΙΜΗ 2 ^η		-13901,33						4,55		0,74	2,00	2343,17
		(-0,026533)						(48,4063)				
ΔΟΚΙΜΗ 3 ^η		-502542,00		-0,11	0,58	2,08		4,15		0,83	2,01	994,83
		(-1,172798)		(-2,0055)	(10,63552)	(3,083366)		(38,40127)				
ΔΟΚΙΜΗ 4 ^η		-532447,80		-0,14			0,67	4,10		0,83	2,01	1319,59
		(-1,240747)		(-2,84667)			(20,50929)	(38,71907)				
ΔΟΚΙΜΗ 5 ^η		-316432,9				6,43		4,50	4,01	0,80	2,00	1141,729
		(-0,690251)				(9,700409)		(49,39106)	(2,214455)			

ΠΙΝΑΚΑΣ 5.3.3.Β: ΔΟΚΙΜΕΣ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΗΣ ΓΙΑ ΤΗ ΠΕΡΙΟΔΟ 1998 - 1999

Αριθμός δοκιμών	Εξαρτημένη μεταβλητή	ΣΥΝΟΛΟ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ						Βαθμός προσαρμογής δείγματος		
		Ανεξάρτητες μεταβλητές						Adjusted R-squared	Durbin-Watson stat	F-statistic
	Μεταβολή καθαρών παγίων στη περίοδο 1998 - 1999 δια το σύνολο του ενεργητικού στο έτος 1999(η επένδυση ως προς το ενεργητικό στο έτος 1999)	Σταθερά μεταβλητής	Ίδια κεφάλαια στο έτος 1999 δια το σύνολο ενεργητικού στο έτος 1999	Αποθεματικά στο έτος 1999 δια το σύνολο ενεργητικού στο έτος 1999	Αδιανέμητα κέρδη ή συσσωρευμένες ζημιές στο έτος 1999 δια το σύνολο ενεργητικού στο έτος 1999	Αποθεματικά στο έτος 1999 & Αδιανέμητα κέρδη ή συσσωρευμένες ζημιές στο έτος 1999 δια το σύνολο ενεργητικού στο έτος 1999	Μέσο & μακρο υποχρεώσεις στο έτος 1999 σε σχέση με το έτος 1998 δια το σύνολο ενεργητικού στο έτος 1999			
ΔΟΚΙΜΗ 1 ^η		-0,96 (-3,884344)	-0,08 (-0,129191)				1,65 (16,50858)	0,25	1,93	137,17
ΔΟΚΙΜΗ 2 ^η		-0,98 (-5,685834)					1,65 (16,57270)	0,25	1,93	274,65
ΔΟΚΙΜΗ 3 ^η		-0,97 (-4,600266)		0,97 (0,6344)	1,40 (3,961888)		1,59 (15,88991)	0,26	1,95	98,48
ΔΟΚΙΜΗ 4 ^η		-1,00 (-5,838657)				1,38 (4,007285)	1,59 (15,92001)	0,26	1,95	147,84
ΔΟΚΙΜΗ 5 ^η		-0,89 (-5,155274)			1,40 (3,965454)		1,59 (15,89436)	0,26	1,94	147,62

5. Συμπερασματικές σκέψεις

Από την ανάλυση που πραγματοποιήθηκε στα πλαίσια της παρούσας εργασίας βάσει της εμπειρικής προσέγγισης, προσδιορίστηκε εν μέρει η χρηματοδοτική διασύνδεση μεταξύ των επιχειρήσεων και του χρηματοπιστωτικού συστήματος και προέκυψαν συμπεράσματα, τα οποία διαφοροποιούνται από χρονική σε χρονική περίοδο.

Στο διάστημα 1996 - 1999 που αποτέλεσε τη περίοδο μελέτης, συντελέστηκαν σημαντικές μεταβολές στο τρόπο με τον οποίο έχουν επιλέξει οι επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στη χώρα μας να χρηματοδοτήσουν τις επενδύσεις τους.

Ειδικότερα, βάσει των ενδείξεων καταλήξαμε στο συμπέρασμα ότι καθώς περνάμε από το έτος 1996 στο έτος 1999, για το σύνολο των επιχειρήσεων της Ελλάδας, κοινή συνιστώσα στην υλοποίηση του μεγαλύτερου μέρους των επενδυτικών τους σχεδίων υπήρξε η χρήση των αδιανέμητων κερδών και η άντληση μεσομακροπρόθεσμων τραπεζικών δανείων. Οι υπόλοιπες μορφές χρηματοδότησης (μετοχικό κεφάλαιο και αποθεματικά), δεν δείχνουν να αποτελούν σημαντικές πηγές εξασφάλισης δανειακών κεφαλαίων για επένδυση.

Βασικός παράγοντας στη διαμόρφωση της παραπάνω κατάστασης υπήρξε η πολιτική των επιτοκίων⁸², καθώς η Τράπεζα της Ελλάδος τη χρησιμοποίησε ως κύριο μέσο αντιπληθωριστικής πολιτικής και συγκράτησης της ρευστότητας στην ελληνική οικονομία. Επομένως, στις αρχές του 1998 λόγω των πιέσεων που δεχόταν η συναλλαγματική ισοτιμία της δραχμής αυξήθηκαν τα επιτόκια με παράλληλο περιορισμό της πιστωτικής επέκτασης, κάτι που εμπόδισε τη πραγματοποίηση αρκετών επενδυτικών σχεδίων από ιδιώτες επιχειρηματίες, ενώ μετά την ένταξη της δραχμής στο Μηχανισμό Συναλλαγματικών Ισοτιμιών το Μάρτιο του ίδιου έτους, ακολούθησαν διαδοχικές μειώσεις στα επιτόκια αντιστρέφοντας το αρνητικό επενδυτικό κλίμα στην Ελλάδα που υπήρχε έως τότε.

Επιχειρώντας μια πιο αναλυτική προσέγγιση κατά μέγεθος επιχειρήσεων⁸³, βλέπουμε ότι οι επιχειρήσεις μικρού μεγέθους για τη πραγματοποίηση των επενδυτικών τους σχεδίων ως κύριες πηγές χρηματοδότηση στρέφονται στην αξιοποίηση τόσο της εσωτερικής όσο και της εξωτερικής χρηματοδότησης, από όπου ξεχωρίζουμε την ιδιαίτερη έμφαση που δίνεται στη χρήση του μετοχικού/εταιρικού τους κεφαλαίου κατά τη χρονική περίοδο 1996 - 1997, η

⁸² Για περισσότερες πληροφορίες βλέπε στο παράρτημα 3.

⁸³ Η εν λόγω παρατήρηση γίνεται με κάθε επιφύλαξη, μιας και όπως έχουμε ήδη αναφέρει η κατηγοριοποίηση σε “μικρές” και “μεγάλες” επιχειρήσεις ανάλογα με το μέγεθος του ενεργητικού τους, κατά τη γνώμη μας δεν θα ήταν αντικειμενική.

στροφή προς το μεσομακροπρόθεσμο δανεισμό στο χρονικό διάστημα 1997 - 1998 και τέλος, η παράλληλη χρήση των ιδίων κεφαλαίων και του μεσομακροπρόθεσμου δανεισμού στη διάρκεια της περιόδου 1998 - 1999.

Συμπληρώνουμε, ότι οι παραπάνω επιχειρήσεις έχουν δείξει εν μέρει εμπιστοσύνη προς το μεσομακροπρόθεσμο τραπεζικό δανεισμό, κάτι που ίσως οφείλεται στις αλλαγές που έχουν συντελεστεί παγκοσμίως στο χρηματοπιστωτικό σύστημα (γνωρίζουμε, ότι για τις επιχειρήσεις αυτού του είδους ήταν αρκετά δύσκολο να εξασφαλίσουν μεσομακροπρόθεσμα δανειακά κεφάλαια με ευνοϊκούς όρους λόγω της περιορισμένης φερεγγυότητας τους), αλλά και συγχρόνως υποδεικνύεται ότι έχουμε να κάνουμε με δανειακά κεφάλαια που επρόκειτο να διοχετευθούν σε επενδυτικά έργα που θα αποδώσουν σε αυτές τις επιχειρήσεις ανταγωνιστικά πλεονεκτήματα έναντι των υπολοίπων.

Από την άλλη πλευρά υπάρχουν οι επιχειρήσεις μεγάλου μεγέθους, οι οποίες όπως είναι φυσιολογικό κατέχουν το μεγαλύτερο σε αξία παραγωγικό εξοπλισμό και υποδομή σε σχέση με τις υπόλοιπες επιχειρήσεις, κάτι που συνεπάγεται ότι θα είναι εκείνες οι επιχειρήσεις που αναμένεται ότι θα παίξουν το καθοριστικό ρόλο στη διαμόρφωση του οικονομικού περιβάλλοντος για τα επόμενα χρόνια από την ένταξη της Ελλάδας στη Ζώνη του Ευρώ.

Οι εν λόγω επιχειρήσεις, δείχνουν να διαμορφώνουν τη συνολική εικόνα που παρουσιάζουν οι επιχειρήσεις ως προς την επιλογή των τραπεζικών μέσων χρηματοδότησης των επενδύσεων καθ' όλη τη διάρκεια της υπο ανάλυσης τριετίας με το μεσομακροπρόθεσμο δανεισμό να υπερέχει σταθερά της εσωτερικής χρηματοδότησης, παρά το γεγονός ότι οι παραπάνω επιχειρήσεις κατέχουν ένα υψηλό ποσοστό κεφαλαίων που ανήκουν στις ίδιες (μετοχικό/εταιρικό, αδιανεμήτα κέρδη και αποθεματικά), χάρις της δυνατότητας που έχουν να αντλούν με ιδιαίτερη ευκολία οικονομικούς πόρους από την έκδοση μετοχικών τίτλων στο χρηματιστήριο ή λόγω της υψηλής κερδοφορίας τους). Καθώς όμως διανύουμε το τέλος της υπο εξέτασης χρονικής περιόδου, οι επιχειρήσεις μεγάλου μεγέθους περιορίζουν σταδιακά τον εξωτερικό δανεισμό, οδηγώντας μας στο συμπέρασμα ότι οι υπο αναφορά επιχειρήσεις για να αποκτήσουν τον επιθυμητό κεφαλαιουχικό εξοπλισμό καταφεύγουν στην αυτοχρηματοδότηση ή σε κάποιες άλλες μορφές εξασφάλισης των απαραίτητων κεφαλαίων.

Πάντως, δεν πρέπει να ξεχνάμε ότι οι “μεγάλες” επιχειρήσεις δεν αντιμετωπίζουν ιδιαίτερα προβλήματα όταν δανείζονται μεσομακροπρόθεσμα τραπεζικά κεφάλαια, τα οποία μπορούν να εξασφαλίσουν με ευνοϊκούς όρους λόγω της υψηλής φερεγγυότητας τους.

Για να εξηγήσουμε τη πορεία που ακολούθησε το σύνολο των εξεταζομένων επιχειρήσεων, πρέπει πρώτα από όλα να κάνουμε μια σύντομη αναφορά στο αναπτυξιακό πλαίσιο εντός του οποίου λειτούργησαν μέχρι τα τέλη του περασμένου αιώνα. Με άλλα λόγια, κάνουμε λόγο για την ελληνική αγορά όπου ίσχυσαν φορολογικά κίνητρα, τα οποία μπορούσαν να ασκήσουν στις επενδυτικές αποφάσεις των ιδιωτικών επιχειρήσεων προκείμενου να διοχετεύσουν τους διαθέσιμους πόρους τους σε παραγωγικές επενδύσεις, που εξυπηρετούσαν αναπτυξιακούς στόχους. Όταν αναφερόμαστε σε φορολογικά κίνητρα εννοούμε είτε τη μειωμένη φορολογική επιβάρυνση είτε την φορολογική απαλλαγή του εισοδήματος που προέρχεται από οποιαδήποτε εισοδηματική πηγή (όπως είναι η επένδυση) και έχει ως απώτερο σκοπό την οικονομική ανάπτυξη.

Η αναπτυξιακή νομοθεσία στις αρχές της δεκαετίας του '90 θεμελιώθηκε από τον νόμο 1892/90 (ο οποίος χαρακτηρίστηκε για την υποβάθμιση της δυναμικότητας των κινήτρων που αφορούσαν ξενοδοχειακές επενδύσεις) που αποτέλεσε τη "συνεχεία" του νόμου 1262/82, ενώ τροποποιήθηκε στη πορεία από τον νόμο 2234/94 και αργότερα, από το νόμο 2324/95.

Οι τελευταίοι, ενώ διεύρυναν το πλαίσιο των παρεχόμενων κινήτρων και τις δυνατότητες των ελληνικών (και μη) επιχειρήσεων να αναλάβουν επιχορηγούμενες επενδυτικές δραστηριότητες δεν είχαν επιλεκτικό χαρακτήρα, έτσι ώστε να ενισχύσουν περισσότερο εκείνες τις δραστηριότητες που θα έδιναν περισσότερα οφέλη για μια ταχεία οικονομική ανάπτυξη.

Στη συνέχεια, εφαρμόστηκε ο νόμος 2601/1998⁸⁴ με τον οποίο επιχειρήθηκε η αναδιατύπωση των επενδυτικών δραστηριοτήτων που μπορούν να χαρακτηριστούν ως «παραγωγικές» επενδύσεις, καθώς και η αναθεώρηση σε βάθος και ο αναπροσανατολισμός των κινήτρων για παραγωγικές επενδύσεις, παρέχοντας κίνητρα που δημιουργούσαν μικρότερες στρεβλώσεις στον υγιή ανταγωνισμό και συνδέονται αμεσότερα με την επίτευξη κερδοφόρων αποτελεσμάτων από τις ενισχυμένες επιχειρήσεις,

Αποτέλεσμα των παραπάνω, ήταν ο αναπτυξιακός νόμος 2601/1998 να ορθολογικοποιήσει τη διαδικασία παροχής κινήτρων δημιουργώντας ταυτόχρονα, ένα ευνοϊκό φορολογικό καθεστώς για τις επιχειρήσεις που λειτουργούσαν από το 1998 και μετά. Παράλληλα, στην ίδια χρονική περίοδο άρχισαν να παρατηρούνται ικανοποιητικά επίπεδα στην ολοκλήρωση των επενδύσεων, αφού τα προηγούμενα χρόνια παρατηρήθηκε αδράνεια από πλευράς

⁸⁴ Βλ.: Νόμος 2601/1998, ΦΕΚ 81/Α'15.4.1998.

κρατικών φορέων να προωθήσουν προβλεπόμενες επιχειρηματικές επενδύσεις, κάτι που ήρθε να προστεθεί στην γενικότερη απροθυμία των επιχειρήσεων για ανάληψη κάποιας επενδυτικής "υποχρέωσης".

Συμπληρώνουμε, ότι τα προγράμματα που είχαν υποβληθεί για ένταξη προτού ισχύσει ο αναπτυξιακός νόμος 2601/1998 υπήρξαν περιορισμένα κονδύλια προς διάθεση τόσο από το 1^ο Κ.Π.Σ. όσο και από το 2^ο Κ.Π.Σ., του οποίου οι πόροι απορροφήθηκαν με μεγάλη δυσκολία στην αρχή, ενώ στη συνέχεια (στις αρχές του 1998) έδωσε την αναμενόμενη ενίσχυση στην ιδιωτική επενδυτική πρωτοβουλία.

Σε σχέση με τα αδιανέμητα κέρδη, αναφέρουμε ότι σχηματίζονται από το σύνολο των κερδών της επιχείρησης. Με άλλα λόγια, η επιχείρηση αντί να μοιράσει τα κέρδη που έχει πραγματοποιήσει και που της έχουν απομείνει μετά την φορολόγηση τους, κατά κάποιο τρόπο τα "αποθηκεύει" μέσα στα πλαίσια της εκάστοτε ισχύουσας νομοθεσίας, ενώ στη συνέχεια είναι δυνατόν να εφαρμοστούν σε αυτά μια σειρά από φορολογικές απαλλαγές και άλλα φορολογικά ευεργετήματα, μεταξύ των οποίων κύρια θέση καταλαμβάνουν οι διατάξεις "περί αφορολόγητων αποθεματικών".

Πρέπει να προσθέσουμε, ότι οι εν λόγω απαλλαγές ή εκπτώσεις έχουν σαν αποτέλεσμα τη μείωση του επιχειρηματικού ρίσκου, από τη στιγμή που επιτρέπουν την ανάκτηση του κεφαλαίου σε σύντομο χρονικό διάστημα. Επιπρόσθετα, προκαλεί την αύξηση του βαθμού καθαρής απόδοσης των επενδύσεων κάτι που συντελεί στην πραγματοποίηση περισσότερων επενδύσεων.

Τέλος, αυτό που έχουμε να σημειώσουμε για τη κερδοφορία πολλών επιχειρήσεων, είναι ότι στα πλαίσια του νέου περιβάλλοντος ως προς το παγκόσμιο εμπόριο και το άνοιγμα των αγορών η ελληνική επιχείρηση στη προσπάθεια της να επιδιώξει τη προώθηση των επενδύσεων με εξωτερικό προσανατολισμό, καθώς και τη συγκρότηση νέων ανταγωνιστικών παραγωγικών διαδικασιών και δραστηριοτήτων, έχει να αντιμετωπίσει συνθήκες ανταγωνισμού πρωτόγνωρες για αυτήν μέχρι σήμερα.

6. Παράρτημα 1: Παρουσίαση των αποτελεσμάτων της παλινδρόμησης για τις “μικρές” και τις “μεγάλες” επιχειρήσεις

ΠΙΝΑΚΑΣ 1.11: ΔΟΚΙΜΕΣ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΗΣ ΓΙΑ ΤΗ ΠΕΡΙΟΔΟ 1996 - 1997

ΜΙΚΡΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ (ετήσιος ισολογισμός μέχρι 1.000.000.000 δρχ.)

Αριθμός δοκιμών	Εξαρτημένη μεταβλητή	Ανεξάρτητες μεταβλητές							Βαθμός προσαρμογής δείγματος		
		Σταθερά μεταβλητής	Ίδια κεφάλαια στο έτος 1997	Μετοχικό/εταιρικό κεφάλαιο στο έτος 1997	Αποθεματικά στο έτος 1997	Αδιανέμητα κέρδη ή συσσωρευμένες ζημιές στο έτος 1997	Αποθεματικά στη περίοδο t & Αδιανέμητα κέρδη ή συσσωρευμένες ζημιές στο έτος 1997	Μέσο & μακρο υποχρέωσης στο έτος 1997 σε σχέση με το έτος 1996	Adjusted R-squared	Durbin-Watson stat	F-statistic
ΔΟΚΙΜΗ 1 ^η	Μεταβολή καθαρών παγίων στη περίοδο 1996 - 1997 (η επένδυση στο έτος 1997)	-115236,50	0,88					1,57	0,99	1,99	48796,78
ΔΟΚΙΜΗ 2 ^η		(-2,520538)	(28,11624)					(15,35495)			
		-79137,68						4,41	0,99	2,00	40668,68
		(1,134997)						(20,16648)			
ΔΟΚΙΜΗ 3 ^η		-145629,40		1,56	0,33	0,42		0,78	0,99	1,97	34267,86
		(-3,758144)		(27,6712)	(4,487802)	(4,042545)		(7,352219)			
ΔΟΚΙΜΗ 4 ^η		-147111,30		1,54			0,36	0,76	0,99	1,97	45743,31
		(-3,806779)		(30,24567)			(8,418134)	(7,50567)			

ΠΙΝΑΚΑΣ 2.Π: ΔΟΚΙΜΕΣ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΗΣ ΓΙΑ ΤΗ ΠΕΡΙΟΔΟ 1996 - 1997

ΜΙΚΡΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ (ετήσιος ισολογισμός μέχρι 1.000.000.000 δρχ.)

Αριθμός δοκιμών	Εξαρτημένη μεταβλητή	Ανεξάρτητες μεταβλητές						Βαθμός προσαρμογής δείγματος			
		Σταθερά μεταβλητής	Ίδια κεφάλαια στο έτος 1997 δια το σύνολο ενεργητικού στο έτος 1997	Μετοχικό/εταιρικό κεφάλαιο στο έτος 1997 δια το σύνολο ενεργητικού στο έτος 1997	Αποθεματικά στο έτος 1997 δια το σύνολο ενεργητικού στο έτος 1997	Αδιανέμητα κέρδη ή συσσωρευμένες ζημιές στο έτος 1997 δια το σύνολο ενεργητικού στο έτος 1997	Αποθεματικά στο έτος 1997 & Αδιανέμητα κέρδη ή συσσωρευμένες ζημιές στο έτος 1997 δια το σύνολο ενεργητικού στο έτος 1997	Μέσο & μακρο υλοχρεώσεις στο έτος 1997 σε σχέση με το έτος 1996 δια το σύνολο ενεργητικού στο έτος 1997	Adjusted R-squared	Durbin-Watson stat	F-statistic
ΔΟΚΙΜΗ 1 ^η	Μεταβολή καθαρών παγίων στη περίοδο 1996 - 1997 δια το σύνολο του ενεργητικού στο έτος 1997(η επένδυση ως προς το ενεργητικό στο έτος 1997)	-0,46 (-4,890474)	0,84 (-4,530009)					0,90 (-6,197597)	0,06	2,02	19,25
ΔΟΚΙΜΗ 2 ^η		-0,28 (-3,206149)						0,44 (4,170469)	0,03	1,98	17,39
ΔΟΚΙΜΗ 3 ^η		-0,24 (-1,914903)		0,08 (0,177121)	0,48 (2,391881)	0,92 (5,051731)		0,98 (6,776328)	0,10	2,02	17,61
ΔΟΚΙΜΗ 4 ^η		-0,23 (-1,784308)		-0,23 (-0,497893)			0,88 (4,754158)	0,96 (6,56265)	0,07	2,02	15,02

ΠΙΝΑΚΑΣ 3.11: ΔΟΚΙΜΕΣ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΗΣ ΓΙΑ ΤΗ ΠΕΡΙΟΔΟ 1996 - 1997

ΜΕΓΑΛΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ (ετήσιος ισολογισμός 1,000,000,000 δρχ. και άνω)											
Αριθμός δοκιμών	Εξαρτημένη μεταβλητή	Ανεξάρτητες μεταβλητές						Βαθμός προσαρμογής δείγματος			
		Σταθερά μεταβλητής	Ίδια κεφάλαια στο έτος 1997	Μετοχικό/εταιρικό κεφάλαιο στο έτος 1997	Αποθεματικά στο έτος 1997	Αδιανέμητα κέρδη ή συσσωρευμένες ζημιές στο έτος 1997	Αποθεματικά στη περίοδο t & Αδιανέμητα κέρδη ή συσσωρευμένες ζημιές στο έτος 1997	Μέσο & μακρο υποχρεώσεις στο έτος 1997 σε σχέση με το έτος 1996	Adjusted R-squared	Durbin-Watson stat	F-statistic
ΔΟΚΙΜΗ 1 ^η	Μεταβολή καθαρών παγίων στη περίοδο 1996 - 1997 (η επένδυση στο έτος 1997)	-567124,50 (-0,47146)	-0,19 (-3,131654)					6,22 (20,59704)	0,63	2,04	225,12
ΔΟΚΙΜΗ 2 ^η		-1017826,00 (-0,838019)						5,86 (20,63575)	0,62	1,88	425,83
ΔΟΚΙΜΗ 3 ^η		307866,00 (0,221364)		-2,94 (-0,946077)	-0,39 (-1,334953)	5,83 (1,347409)		6,26 (20,70834)	0,64	2,06	113,74
ΔΟΚΙΜΗ 4 ^η		177503,50 (0,127722)		-3,50 (-1,1312)			-0,05 (-0,325446)	6,23 (20,63)	0,63	2,04	150,54

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.Η: ΔΟΚΙΜΕΣ ΠΛΑΙΝΑΡΟΜΙΣΗΣ ΓΙΑ ΤΗ ΠΕΡΙΟΔΟ 1996 - 1997

ΜΕΓΑΛΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ (ετήσιος ισολογισμός 1.000.000.000 δρχ. και άνω)

Αριθμός δοκιμών	Εξαρτημένη μεταβλητή	Ανεξάρτητες μεταβλητές							Βαθμός προσαρμογής δείγματος		
		Σταθερά μεταβλητής	Ίδια κεφάλαια στο έτος 1997 δια το σύνολο ενεργητικού στο έτος 1997	Μετοχικό/εταιρικό κεφάλαιο στο έτος 1997 δια το σύνολο ενεργητικού στο έτος 1997	Αποθεματικά στο έτος 1997 δια το σύνολο ενεργητικού στο έτος 1997	Αδιανέμητα κέρδη ή συσσωρευμένες ζημιές στο έτος 1997 δια το σύνολο ενεργητικού στο έτος 1997	Αποθεματικά στο έτος 1997 & Αδιανέμητα κέρδη ή συσσωρευμένες ζημιές στο έτος 1997 δια το σύνολο ενεργητικού στο έτος 1997	Μέσο & μακρο υποχρεώσεις στο έτος 1997 σε σχέση με το έτος 1996 δια το σύνολο ενεργητικού στο έτος 1997	Adjusted R-squared	Durbin-Watson stat	F-statistic
ΔΟΚΙΜΗ 1 ^η	Μεταβολή καθαρών παγίων στη περίοδο 1996 - 1997 δια το σύνολο του ενεργητικού στο έτος 1997(η επένδυση ως προς το ενεργητικό στο έτος 1997)	-1,39 (-1,196847)	-1,12 (-0,426249)					3,82 (42,76666)	0,88	1,51	923,76
ΔΟΚΙΜΗ 2 ^η		-1,68 (-1,771456)						3,82 (43,04921)	0,88	1,53	1853,24
ΔΟΚΙΜΗ 3 ^η		0,45 (0,292521)		-12,88 (-2,928648)	11,20 (1,537616)	1,26 (0,453124)		3,81 (43,19428)	0,88	1,54	483,47
ΔΟΚΙΜΗ 4 ^η		1,30 (0,917744)		-12,60 (-2,863489)			1,95 (0,708966)	3,80 (43,26851)	0,88	1,55	641,79
ΔΟΚΙΜΗ 5 ^η		-1,75 (-1,848443)					4,05 (1,509202)	3,83 (43,18226)	0,88	1,58	932,36

ΠΙΝΑΚΑΣ 5.Π: ΔΟΚΙΜΕΣ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΙΣΗΣ ΓΙΑ ΤΗ ΠΕΡΙΟΔΟ 1997 - 1998

ΜΙΚΡΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ (ετήσιος ισολογισμός μέχρι 1.000.000.000 δρχ.)

Αριθμός δοκιμών	Εξαρτημένη μεταβλητή	Ανεξάρτητες μεταβλητές							Βυθμός προσαρμογής δείγματος		
		Σταθερά μεταβλητής	Ίδια κεφάλαια στο έτος 1998	Μετοχικό/εταιρικό κεφάλαιο στο έτος 1998	Αποθεματικά στο έτος 1998	Αδιανέμητα κέρδη ή συσσωρευμένες ζημιές στο έτος 1998	Αποθεματικά στη περίοδο 1 & Αδιανέμητα κέρδη ή συσσωρευμένες ζημιές στο έτος 1998	Μέσο & μακρο υποχρέωσης στο έτος 1998 σε σχέση με το έτος 1997	Adjusted R-squared	Durbin-Watson stat	F-statistic
ΔΟΚΙΜΗ 1 ^η	Μεταβολή καθαρών παγίων στη περίοδο 1997 - 1998 (η επένδυση στο έτος 1998)	-56502,00	0,34					4,40	0,98	1,96	14251,56
		(-0,651887)	(5,314951)					(168,6941)			
ΔΟΚΙΜΗ 2 ^η		68733,16						4,41	0,98	1,97	27180,07
		(0,805085)						(164,8638)			
ΔΟΚΙΜΗ 3 ^η		-250791,10		1,45	-0,07	0,62		4,40	0,98	1,93	7421,86
		(-2,668486)		(6,014462)	(-0,358391)	(2,479021)		(171,6921)			
ΔΟΚΙΜΗ 4 ^η		-247394,40		1,23			0,23	4,40	0,98	1,93	9867,65
		(-2,629376)		(6,202102)			(3,551172)	(171,4755)			

ΠΙΝΑΚΑΣ 6.Π: ΔΟΚΙΜΕΣ ΗΛΑΔΙΑΡΟΜΙΣΗΣ ΓΙΑ ΤΗ ΠΕΡΙΟΔΟ 1997 - 1998

ΜΙΚΡΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ (ετήσιος ισολογισμός μέχρι 1.000.000.000 δρχ.)

Αριθμός δοκιμών	Εξαρτημένη μεταβλητή	Ανεξάρτητες μεταβλητές						Βαθμός προσαρμογής δείγματος			
		Σταθερά μεταβλητής	Ίδια κεφάλαια στο έτος 1998 δια το σύνολο ενεργητικού στο έτος 1998	Μετοχικό/εταιρικό κεφάλαιο στο έτος 1998 δια το σύνολο ενεργητικού στο έτος 1998	Αποθεματικά στο έτος 1998 δια το σύνολο ενεργητικού στο έτος 1998	Αδιανέμητα κέρδη ή συσσωρευμένες ζημιές στο έτος 1998 δια το σύνολο ενεργητικού στο έτος 1998	Αποθεματικά στο έτος 1998 & Αδιανέμητα κέρδη ή συσσωρευμένες ζημιές στο έτος 1998 δια το σύνολο ενεργητικού στο έτος 1998	Μέσο & μικρό υποχρεώσεις στο έτος 1998 σε σχέση με το έτος 1997 δια το σύνολο ενεργητικού στο έτος 1998	Adjusted R-squared	Durbin-Watson stat	F-statistic
ΔΟΚΙΜΗ 1 ^η	Μεταβολή καθαρών παγίων στη περίοδο 1997 - 1998 δια το σύνολο του ενεργητικού στο έτος 1998(η επένδυση ως προς το ενεργητικό στο έτος 1998)	-0,23 (-0,306109)	1,57 (0,707178)					4,37 (201,5409)	0,99	2,00	20478,83
ΔΟΚΙΜΗ 2 ^η		0,19 (0,403097)						4,37 (202,4672)	0,99	2,00	40992,98
ΔΟΚΙΜΗ 3 ^η		0,04 (0,053691)		3,29 (1,282897)	-6,49 (-1,443867)	3,91 (1,155221)		4,36 (197,6428)	0,99	1,99	10284,30
ΔΟΚΙΜΗ 4 ^η		-0,38 (-0,472581)		2,21 (0,907677)			0,43 (0,146431)	4,37 (200,0842)	0,99	2,00	13637,42

ΠΙΝΑΚΑΣ 7.11: ΔΟΚΙΜΕΣ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΗΣ ΓΙΑ ΤΗ ΠΕΡΙΟΔΟ 1997 - 1998

ΜΕΓΑΛΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ (ετήσιος ισολογισμός 1.000.000.000 δρχ. και άνω)

Αριθμός δοκιμών	Εξαρτημένη μεταβλητή	Ανεξάρτητες μεταβλητές							Βαθμός προσαρμογής δείγματος		
		Σταθερά μεταβλητής	Ίδια κεφάλαια στο έτος 1998	Μετοχικό/εταιρικό κεφάλαιο στο έτος 1998	Αποθεματικά στο έτος 1998	Αδιανέμητα κέρδη ή συσσωρευμένες ζημιές στο έτος 1998	Αποθεματικά στη περίοδο t & Αδιανέμητα κέρδη ή συσσωρευμένες ζημιές στο έτος 1998	Μέσο & μακρο υποχρέωση στο έτος 1998 σε σχέση με το έτος 1997	Adjusted R-squared	Durbin-Watson stat	F-statistic
ΔΟΚΙΜΗ 1 ^η	Μεταβολή καθαρών παγίων στη περίοδο 1997 - 1998 (η επένδυση στο έτος 1998)	-745485,90 (-2,554124)	0,94 (59,37981)					1,25 (17,71714)	0,98	2,03	7153,71
ΔΟΚΙΜΗ 2 ^η		916153,00 (0,822023)						4,55 (27,06741)	0,74	2,02	732,64
ΔΟΚΙΜΗ 3 ^η		-274940,30 (-1,865808)		-0,17 (-3,71703)	1,12 (37,6366)	-2,08 (-4,908165)		3,32 (39,30607)	0,99	2,02	14414,33
ΔΟΚΙΜΗ 4 ^η		-311227,10 (-1,935341)		0,03 (0,773153)			0,92 (104,5317)	3,30 (35,81)	0,99	2,01	16103,95

ΠΙΝΑΚΑΣ 8.Π: ΔΟΚΙΜΕΣ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΗΣ ΓΙΑ ΤΗ ΠΕΡΙΟΔΟ 1997 - 1998

ΜΕΓΑΛΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ (ετήσιος ισολογισμός 1.000.000.000 δρχ. και άνω)

Αριθμός δοκιμών	Εξαρτημένη μεταβλητή	Ανεξάρτητες μεταβλητές						Βαθμός προσαρμογής δείγματος			
		Σταθερά μεταβλητής	Ίδια κεφάλαια στο έτος 1998 δια το σύνολο ενεργητικού στο έτος 1998	Μετοχικό/εταιρικό κεφάλαιο στο έτος 1998 δια το σύνολο ενεργητικού στο έτος 1998	Αποθεματικά στο έτος 1998 δια το σύνολο ενεργητικού στο έτος 1998	Αδιανέμητα κέρδη ή συσσωρευμένες ζημιές στο έτος 1998 δια το σύνολο ενεργητικού στο έτος 1998	Αποθεματικά στο έτος 1998 & Αδιανέμητα κέρδη ή συσσωρευμένες ζημιές στο έτος 1998 δια το σύνολο ενεργητικού στο έτος 1998	Μέσο & μακρο υποχρεώσεις στο έτος 1998 σε σχέση με το έτος 1997 δια το σύνολο ενεργητικού στο έτος 1998	Adjusted R-squared	Durbin-Watson stat	F-statistic
ΔΟΚΙΜΗ 1 ^η	Μεταβολή καθαρών παγίων στη περίοδο 1997 - 1998 δια το σύνολο του ενεργητικού στο έτος 1998(η επένδυση ως προς το ενεργητικό στο έτος 1998)	-0,77 (-2,413169)	2,02 (2,191386)					3,69 (202,9934)	0,99	1,94	20607,33
ΔΟΚΙΜΗ 2 ^η		-0,22 (-1,106089)						3,69 (201,5169)	0,99	1,93	40609,06
ΔΟΚΙΜΗ 3 ^η		0,26 (0,822904)		-0,54 (-0,573949)	-0,57 (-0,331284)	6,39 (6,343785)		3,68 (225,223)	0,99	1,96	12809,90
ΔΟΚΙΜΗ 4 ^η		-0,20 (-0,66132)		-0,84 (-0,866663)			5,69 (5,513912)	3,68 (217,2554)	0,99	2,01	15886,92
ΔΟΚΙΜΗ 5 ^η		-0,42 (-2,272085)					6,12 (6,754829)	3,68 (217,4741)	0,99	2,01	23853,20

ΠΙΝΑΚΑΣ 9.Π: ΔΟΚΙΜΕΣ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΗΣ ΓΙΑ ΤΗ ΠΕΡΙΟΔΟ 1998 - 1999

ΜΙΚΡΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ (ετήσιος ισολογισμός μέχρι 1.000.000.000 δρχ.)

Αριθμός δοκιμών	Εξαρτημένη μεταβλητή	Ανεξάρτητες μεταβλητές						Βαθμός προσαρμογής δείγματος			
		Σταθερά μεταβλητής	Ίδια κεφάλαια στο έτος 1999	Μετοχικό/εταιρικό κεφάλαιο στο έτος 1999	Αποθεματικά στο έτος 1999	Αδιανέμητα κέρδη ή συσσωρευμένες ζημιές στο έτος 1999	Αποθεματικά στη περίοδο 1 & Αδιανέμητα κέρδη ή συσσωρευμένες ζημιές στο έτος 1999	Μέσο & μακρο υποχρεώσεις στο έτος 1999 σε σχέση με το έτος 1998	Adjusted R-squared	Durbin-Watson stat	F-statistic
ΔΟΚΙΜΗ 1 ^η	Μεταβολή καθαρών παγίων στη περίοδο 1998 - 1999 (η επένδυση στο έτος 1999)	-558255,50 (-3,161212)	0,96 (7,421231)					0,68 (1,09829)	0,98	1,98	11366,03
ΔΟΚΙΜΗ 2 ^η		278797,00 (0,485285)						4,49 (40,26015)	0,74	2,00	1620,88
ΔΟΚΙΜΗ 3 ^η		-666594,80 (-5,145076)		1,03 (46,77692)	1,30 (71,73593)	-3,40 (-17,29517)		-0,10 (-1,411182)	0,99	2,04	10703,09
ΔΟΚΙΜΗ 4 ^η		-554334,30 (-3,138327)		0,93 (31,65438)			0,96 (74,15007)	0,74 (8,557419)	0,98	1,98	7578,05

ΠΙΝΑΚΑΣ 10.Π: ΔΟΚΙΜΕΣ ΠΑΛΙΝΑΡΟΜΗΣΕΙΣ ΓΙΑ ΤΗ ΠΕΡΙΟΔΟ 1998 - 1999

ΜΙΚΡΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ (ετήσιος ισολογισμός μέχρι 1.000.000.000 δρχ.)

Αριθμός δοκιμών	Εξαρτημένη μεταβλητή	Ανεξάρτητες μεταβλητές							Βαθμός προσαρμογής δείγματος		
		Σταθερά μεταβλητής	Ίδια κεφάλαια στο έτος 1999 δια το σύνολο ενεργητικού στο έτος 1999	Μετοχικό/εταιρικό κεφάλαιο στο έτος 1999 δια το σύνολο ενεργητικού στο έτος 1999	Αποθεματικά στο έτος 1999 δια το σύνολο ενεργητικού στο έτος 1999	Αδιανέμητα κέρδη ή συσσωρευμένες ζημιές στο έτος 1999 δια το σύνολο ενεργητικού στο έτος 1999	Αποθεματικά στο έτος 1999 & Αδιανέμητα κέρδη ή συσσωρευμένες ζημιές στο έτος 1999 δια το σύνολο ενεργητικού στο έτος 1999	Μέσο & μακρο υποχρεώσεις στο έτος 1999 σε σχέση με το έτος 1998 δια το σύνολο ενεργητικού στο έτος 1999	Adjusted R-squared	Durbin-Watson stat	F-statistic
ΔΟΚΙΜΗ 1 ^a	Μεταβολή καθαρών παγίων στη περίοδο 1998 - 1999 δια το σύνολο του ενεργητικού στο έτος 1999(η επένδυση ως προς το ενεργητικό στο έτος 1999)	-1,01 (-3,195282)	-0,07 (-0,096381)					1,44 (11,70883)	0,19	2,02	68,96
ΔΟΚΙΜΗ 2 ^a		-1,03 (-4,563330)						1,44 (11,75373)	0,19	2,02	138,15
ΔΟΚΙΜΗ 3 ^a		-0,73 (-2,164853)		-1,44 (-1,744909)	1,76 (0,860798)	0,37 (0,462005)		1,33 (10,71372)	0,22	2,02	40,84
ΔΟΚΙΜΗ 4 ^a		-0,66 (-2,066631)		-1,33 (-1,642851)			0,52 (0,677538)	1,33 (10,70658)	0,22	2,01	54,37

ΠΙΝΑΚΑΣ 11.Π: ΔΟΚΙΜΕΣ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΗΣ ΓΙΑ ΤΗ ΠΕΡΙΟΔΟ 1998 - 1999

ΜΕΓΑΛΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ (ετήσιος ισολογισμός 1,000,000,000 δρχ. και άνω)

Αριθμός δοκιμών	Εξάρτημένη μεταβλητή	Ανεξάρτητες μεταβλητές						Βαθμός προσαρμογής δείγματος			
		Σταθερά μεταβλητής	Ίδια κεφάλαια στο έτος 1999	Μετοχικό/εταιρικό κεφάλαιο στο έτος 1999	Αποθεματικά στο έτος 1999	Αδιανέμητα κέρδη ή συσσωρευμένες ζημιές στο έτος 1999	Αποθεματικά στη περίοδο t & Αδιανέμητα κέρδη ή συσσωρευμένες ζημιές στο έτος 1999	Μέσο & μέγρο υποχρεώσεις στο έτος 1999 σε σχέση με το έτος 1998	Adjusted R-squared	Durbin-Watson stat	F-statistic
ΔΟΚΙΜΗ 1 ^a	Μεταβολή καθαρών παγίων στη περίοδο 1998 - 1999 (η επένδυση στο έτος 1999)	2220059,00 (2,775491)	-4,39 (-16,31976)					4,26 (34,40085)	0,87	2,00	852,57
ΔΟΚΙΜΗ 2 ^a		-573074,00 (-0,514464)						4,62 (26,60676)	0,73	2,01	707,92
ΔΟΚΙΜΗ 3 ^a		3199214,00 (6,631485)		-11,95 (-30,57542)	1,27 (4,008579)	-7,23 (-4,416592)		3,96 (52,31564)	0,95	1,99	1296,86
ΔΟΚΙΜΗ 4 ^a		3179544,00 (6,311169)		-11,39 (-29,20677)			0,68 (2,220978)	3,97 (50,27227)	0,95	2,00	1578,10

ΠΙΝΑΚΑΣ 12.Π: ΔΟΚΙΜΕΣ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΗΣ ΓΙΑ ΤΗ ΠΕΡΙΟΔΟ 1998 - 1999

ΜΕΓΑΛΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ (ετήσιος ισολογισμός 1,000,000,000 δρχ. και άνω)

Αριθμός δοκιμών	Εξαρτημένη μεταβλητή	Ανεξάρτητες μεταβλητές						Βαθμός προσαρμογής δείγματος			
	Μεταβολή καθαρών παγίων στη περίοδο 1998 - 1999 δια το σύνολο του ενεργητικού στο έτος 1999(η επένδυση ως προς το ενεργητικό στο έτος 1999)	Σταθερά μεταβλητής	Ίδια κεφάλαια στο έτος 1999 δια το σύνολο ενεργητικού στο έτος 1999	Μετοχικό/εταιρικό κεφάλαιο στο έτος 1999 δια το σύνολο ενεργητικού στο έτος 1999	Αποθεματικά στο έτος 1999 δια το σύνολο ενεργητικού στο έτος 1999	Αδιανέμητα κέρδη ή συσσωρευμένες ζημιές στο έτος 1999 δια το σύνολο ενεργητικού στο έτος 1999	Αποθεματικά στο έτος 1999 & Αδιανέμητα κέρδη ή συσσωρευμένες ζημιές στο έτος 1999 δια το σύνολο ενεργητικού στο έτος 1999	Μέσο & μακρο υποχρεώσεις στο έτος 1999 σε σχέση με το έτος 1998 δια το σύνολο ενεργητικού στο έτος 1999	Adjusted R-squared	Durbin-Watson stat	F-statistic
ΔΟΚΙΜΗ 1 ^η		-0,75 (-2,086666)	0,00 (-0,004891)					2,39 (15,00744)	0,47	1,94	113,54
ΔΟΚΙΜΗ 2 ^η		-0,75 (-3,193474)						2,39 (15,09841)	0,47	1,94	227,96
ΔΟΚΙΜΗ 3 ^η		-0,71 (-1,739299)		0,49 (0,408269)	-1,83 (-0,923272)	0,37 (0,284396)		2,40 (14,97247)	0,46	1,95	56,86
ΔΟΚΙΜΗ 4 ^η		-0,82 (-2,09237)		0,30 (0,251184)			-0,25 (-0,222459)	2,39 (14,94615)	0,46	1,94	75,53
ΔΟΚΙΜΗ 5 ^η		-0,74 (-3,138278)					-0,38 (-0,381383)	2,39 (15,07657)	0,47	1,95	113,67

7. Παράρτημα 2: Οικονομικά γεγονότα που έπαιξαν καθοριστικό ρόλο στη διαμόρφωση του χρηματοπιστωτικού περιβάλλοντος κατά τη περίοδο μελέτης 1995 - 2000

7.1.1 Έτος 1995

Στο πρώτο έτος της υπο μελέτης εξαετίας (1995 - 2000), το μέσο κόστος δανεισμού των ιδιωτικών επιχειρηματικών δραστηριοτήτων από το τραπεζικό σύστημα, μειώθηκε κατά πολύ περισσότερο από ότι δείχνει η μείωση των επιτοκίων στα δάνεια σε δραχμές την εν λόγω περίοδο και έχοντας ως δεδομένο ότι ένα μεγάλο μέρος των δανείων στην Ελλάδα συνομολογείται σε συνάλλαγμα, για το 1995 το κόστος εξυπηρέτησης των τραπεζικών δανείων σε συνάλλαγμα διατηρήθηκε σε χαμηλά επίπεδα.

Το τελευταίο, οφείλεται στη ανατίμηση της δραχμής έναντι του δολαρίου Η.Π.Α. και του γιέν Ιαπωνίας, με αποτέλεσμα το κόστος δανεισμού στα δυο αυτά νομίσματα να γίνει ιδιαίτερα χαμηλό. Παράλληλα με το δανεισμό σε συνάλλαγμα, η δραχμική επιβάρυνση των ιδιωτικών επιχειρήσεων λόγω του Ε.Φ.Τ.Ε. ήταν μικρότερη από ότι αν προχωρούσαν στο δανεισμό σε δραχμές, καθώς επίσης ίσχυε η μερική ή ολική απαίλαγή από τη καταβολή της εισφοράς του Νόμου 128/75.

Είναι γεγονός, ότι πολλοί ιδιώτες επιχειρηματίες λόγω της μείωσης του κόστους των τραπεζικών χορηγήσεων δεν κατέφυγαν στο χρηματιστήριο για την άντληση κεφαλαίων, όπου το 1995 παρατηρήθηκε μειωμένη ζήτηση για μετοχικούς τίτλους.

Όσον αφορά τη ρευστότητα των εμπορικών τραπεζών, ενισχύθηκε κατά το υπό εξέταση έτος χάρις την απόφαση της Τράπεζας της Ελλάδος που τις επέτρεπε να διαχειριστούν το 30% του συνόλου των καταθέσεων σε συνάλλαγμα (που είχαν ανακατατεθεί στη Τράπεζα της Ελλάδας), αλλά και από τη διάθεση στη δευτερογενή αγορά σημαντικού όγκου τίτλων του Δημοσίου (που κατείχαν στο χαρτοφυλάκιο τους).

Σε σχέση με τις πιστώσεις των Ειδικών Πιστωτικών Οργανισμών προς την ιδιωτική πρωτοβουλία, διακρίνουμε ότι η παροχή πόρων για τη χρηματοδότηση των ιδιωτών επιχειρηματιών, έλαβε το υψηλότερο ποσοστό ως προς το Α.Ε.Π. σε σύγκριση με τα ποσοστά της υπόλοιπης τετραετίας. Τα αίτια αυτής της εξέλιξης, συνδέονται με τις ρυθμίσεις στα ληξιπρόθεσμα δάνεια της Αγροτικής τράπεζας, καθώς και τη γενικότερη μείωση των επιτοκίων.

Ταυτόχρονα παρατηρήθηκε αύξηση στη παροχή δανείων για εργατική κατοικία, όπου είχαμε και την επαναδραστηριοποίηση της Εθνικής Κτηματικής τράπεζας ή αλλιώς Ε.Κ.Τ.Ε. (κατά το πρόσφατο παρελθόν οι εν λόγω χορηγήσεις γίνονταν αποκλειστικά από την Εθνική Στεγαστική τράπεζα).

Σε αυτό το σημείο, παραθέτουμε ότι το 1995 σημειώθηκε μείωση στη ζήτηση τραπεζικών ομολόγων, από τη στιγμή που οι εν λόγω τίτλοι δεν μπορούσαν να ανανεωθούν χωρίς οι αποδόσεις τους να υπόκεινται σε φορολόγηση, με αποτέλεσμα να μειωθεί η ανταγωνιστικότητά τους έναντι των αντίστοιχων του Δημοσίου.

Όσον αφορά τις πιστώσεις από τις τράπεζες επενδύσεων, διακρίνουμε τη πτωτική πορεία που σημείωσε η Ελληνική Τράπεζα Βιομηχανικής Ανάπτυξης λόγω αναπροσαρμογής του χαρτοφυλακίου της, ενώ για την Εθνική Τράπεζα Επενδύσεων Βιομηχανικής Ανάπτυξης μπορούμε να πούμε ότι αναπροσανατολίζει τη δράση της προς τη παροχή υπηρεσιών χρηματοοικονομικού συμβούλου.

Τέλος, το Ταχυδρομικό Ταμιευτήριο ασχολείται με τη κάλυψη της αυξημένης ζήτησης για στεγαστικά δάνεια από τους δημοσίους υπαλλήλους.

7.1.2 Έτος 1996

Αυτό που μπορεί να διακρίνει κανείς στο υπο εξέταση έτος, είναι ότι η πιστωτική επέκταση της Εθνικής Κτηματικής τράπεζας ήταν αρκετά υψηλή, κάτι που οφείλεται στην ανάπτυξη που άρχισε να παρουσιάζει η οικοδομική δραστηριότητα, αλλά και στα δάνεια που παρέχονται από τα προγράμματα εργατικής κατοικίας.

Αξιόλογη ήταν και η πτωτική πορεία στις χρηματοδοτήσεις που προέρχονταν από την Ελληνική Τράπεζα Βιομηχανικής Ανάπτυξης, η οποία είχε μπει στη διαδικασία εξυγίανσης του χαρτοφυλακίου της. Η τελευταία πάντως, άντλησε σημαντικούς πόρους για την ενίσχυση της ρευστότητας της, από τη διάθεση στο κοινό κρατικών ομολόγων που κρατούσε στο χαρτοφυλάκιο της.

Τέλος, το Ταχυδρομικό Ταμιευτήριο και το Ταμείο Παρακαταθηκών και Δανείων, ήταν εκείνα που κατά κύριο λόγο διοχέτευσαν κεφάλαια για τη παροχή στεγαστικών δανείων σε δημοσίους υπαλλήλους.

7.1.3 Έτος 1997

Τα δάνεια σε συνάλλαγμα στη διάρκεια της εν λόγω χρονιάς, αυξήθηκαν με «συγκρατημένους» ρυθμούς, από τη στιγμή που γίνονταν συνεχείς ανατιμήσεις του δολαρίου Η.Π.Α. και του γιέν Ιαπωνίας σε όλο το διάστημα Ιανουαρίου - Αυγούστου. Αποτέλεσμα των παραπάνω, ήταν οι επιχειρηματίες να στραφούν από τα δάνεια σε συνάλλαγμα στα δραχμικά δάνεια.

Μια άλλη αιτία της μείωσης των δανείων σε συνάλλαγμα (τα οποία συνέχισαν να έχουν υψηλότερο ρυθμό αύξησης σε σχέση με τα δάνεια σε δραχμές), είναι η επιβολή στα τέλη του ίδιου έτους της εισφοράς του Νόμου 128/75 σε όλα τα δάνεια, ανεξαρτήτως του ύψους του επιτοκίου (αρχικά εξαιρούνταν μερικώς ή εξολοκλήρου εκείνα που είχαν χαμηλό επιτόκιο, όπως ήταν για παράδειγμα τα δάνεια σε γιέν Ιαπωνίας).

Όσον αφορά τα επιτόκια, η αυξητική πορεία των επιτοκίων χορηγήσεων μπορούσε να χαρακτηριστεί ως παράλληλη με την πορεία των επιτοκίων καταθέσεων, με αποτέλεσμα τα δυο επιτόκια να μην παρουσιάζουν κάποια ουσιαστική διάφορα.

Για τις εμπορικές τράπεζες, υπηρξε επιβράδυνση στο ρυθμό αύξησης της πιστωτικής επέκτασης, η οποία οφείλεται στην άνοδο των επιτοκίων (στα τέλη του έτους), καθώς επίσης στην αβεβαιότητα που επικρατούσε στις αγορές συναλλάγματος που με την σειρά της επηρέασε τα δάνεια σε συνάλλαγμα (οι εμπορικές τράπεζες χορηγούν το μεγαλύτερο μέρος αυτού του είδους των δανείων)

Σημαντικό είναι να παρατηρήσουμε, ότι το έτος 1997 σημειώθηκαν μεταβολές στα μερίδια της αγοράς, όπου η πιστωτική επέκταση των υπο κρατικό έλεγχο εμπορικών τραπεζών ήταν σημαντικά χαμηλότερη από εκείνη των ιδιωτικών, με αποτέλεσμα τη μείωση των αντίστοιχων μεριδίων τους.

Στους Ειδικούς Πιστωτικούς Οργανισμούς, είχαμε επιτάχυνση της πιστωτικής επέκτασης, η οποία οφείλεται στη αυξητική τάση των παρεχόμενων δανείων από την Ελληνική Τράπεζα Βιομηχανικής Ανάπτυξης, καθώς και στο ταχύτερο ρυθμό πιστωτικής επέκτασης του Ταμείου Παρακαταθηκών και Δανείων.

Επιπλέον από την πορεία που ακολουθούν οι πιστώσεις της Αγροτικής τράπεζας, διακρίνουμε μια προσπάθεια της τελευταίας να διευρύνει την πελατειακή της βάση και να διαφοροποιήσει τις πηγές των εσόδων της.

Από την άλλη πλευρά, η κάμψη στη χρηματοδότηση της Εθνικής Κτηματικής τράπεζας συνδέεται με την εφαρμογή του προγράμματος (από το έτος 1996) για τη ρύθμιση των ληξιπρόθεσμων δανείων, όπου ένα μεγάλο μέρος των οφειλετών κατάφεραν να ρυθμίσουν τις υποχρεώσεις τους με ευνοϊκούς όρους. Σημειώνουμε, ότι πλέον στις πιστώσεις της παραπάνω τράπεζας συμπεριλαμβάνονται και οι πιστώσεις της Εθνικής Στεγαστικής τράπεζας, ύστερα από τη πραγματοποίηση της συγχώνευσης τους. Ως αποτέλεσμα του τελευταίου, ήταν η αύξηση της παροχής δανείων του Οργανισμού Εργατικής Κατοικίας.

Τέλος, το Ταχυδρομικό Ταμιευτήριο και το Ταμείο Παρακαταθηκών και Δανείων εξακολουθούν να χρηματοδοτούν τη παροχή στεγαστικών δανείων σε δημοσίους υπαλλήλους, ενώ η Ελληνική Τράπεζα Βιομηχανικής Ανάπτυξης εξακολουθεί να εφαρμόζει το πρόγραμμα εξυγίανσης του χαρτοφυλακίου της, έτσι ώστε να προβλέπεται ότι έως το επόμενο έτος θα έχουν διευθετηθεί όλα τα προβληματικά δάνεια.

7.1.4 Έτος 1998

Σε αυτό το έτος, η ένταξη της δραχμής στο Μηχανισμό Συναλλαγματικών Ισοτιμιών το Μάρτιο του 1998 και η παράλληλη υποτίμηση της, είχε σαν αποτέλεσμα την αύξηση των υπολοίπων σε συνάλλαγμα όπως αυτά αποτιμώνται σε δραχμές.

Παράλληλα, το έτος 1998 πολλοί κλάδοι παραγωγής κατάφεραν να σημειώσουν αξιόλογη δραστηριότητα και να δώσουν ώθηση στην πιστωτική επέκταση αρκετών τραπεζών, στην οποία συνέβαλε και η πτωτική πορεία των επιτοκίων τόσο σε ονομαστικούς όσο και πραγματικούς όρους.

Στις θετικές εξελίξεις που σημειώθηκαν για τις τράπεζες, έρχεται να παίξει "αντισταθμιστικό" ρόλο το χρηματιστήριο, του οποίου η αξιόλογη πορεία ευνόησε την άντληση κεφαλαίων από τη κεφαλαιαγορά.

Σε σχέση με τα δάνεια σε συνάλλαγμα κατά το έτος 1998, ο ρυθμός αύξησης τους μειώθηκε για πρώτη φορά μετά από το 1990. Αυτό συνέβη λόγω της υποκατάστασης των δανείων σε συνάλλαγμα με δραχμικά δάνεια, κάτι που είχε αρχίσει από τα μέσα του 1997, ενώ έγινε πιο έντονο μετά την υποτίμηση του Μαρτίου το 1998 και διατηρήθηκε μέχρι τα τέλη του έτους, όπου και αποκαταστάθηκε η ηρεμία στις αγορές συναλλάγματος.

Σημειώνουμε, ότι κατά το υπό ανάλυση έτος οι δανειοδοτούμενοι στράφηκαν στο ιαπωνικό νόμισμα, επειδή είχαν δημιουργηθεί οι προσδοκίες για υποχώρηση του γιέν λόγω των δυσμενών συνθηκών που επικρατούσαν στην ιαπωνική οικονομία.

Σε σχέση με τη πιστωτική επέκταση των τραπεζών, πρέπει να παραθέσουμε ότι οι υπό κρατικό έλεγχο εμπορικές τράπεζες βλέπουν τις πιστώσεις τους να αυξάνονται ολοένα και με μικρότερους ρυθμούς με συνέπεια να χάνονται τα μερίδια της αγοράς, κάτι που συνδέεται με την ιδιωτικοποίηση εμπορικών τραπεζών κατά το ίδιο έτος.

Επίσης, στο υπο αναφορά έτος οι πιστώσεις των Ειδικών Πιστωτικών Οργανισμών επιταχύνθηκαν σε σχέση με το προηγούμενο έτος, κάτι που οφείλεται περισσότερο στη πιστωτική επέκταση των μικρών σε μέγεθος Πιστωτικών Οργανισμών παρά στη πορεία των πιστώσεων των πιο μεγάλων (Αγροτική τράπεζα, Εθνική Κτηματική τράπεζα και Ελληνική Τράπεζα Βιομηχανικής Ανάπτυξης).

Ειδικότερα, η Αγροτική τράπεζα παρουσίασε συγκρατημένη αύξηση στα υπόλοιπα των δανείων της, η οποία κατά κύριο λόγο μπορεί να αποδοθεί στις μεγαλύτερες επανεισπράξεις δανείων, ενώ η Εθνική Κτηματική τράπεζα ακόμα και ύστερα από τη συγχώνευση της με την Εθνική τράπεζα συνέχισε να αυξάνει τις πιστώσεις προς τον ιδιωτικό τομέα, με χαμηλότερους όμως ρυθμούς σε σύγκριση με το προηγούμενο έτος. Συνέπεια του τελευταίου, ήταν η κάμψη των στεγαστικών δανείων όσον αφορά τις χρηματοδοτήσεις του τελευταίου.

Τέλος, το Ταμείο Παρακαταθηκών και Δανείων και το Ταχυδρομικό Ταμιευτήριο, συνέχισαν την καλή τους πορεία ως προς τις χορηγήσεις στεγαστικών δανείων σε δημοσίους υπαλλήλους.

7.1.5 Έτος 1999

Είναι σημαντικό να αναφέρουμε για το έτος 1999, ότι ο ιδιωτικός (μη τραπεζικός) τομέας στράφηκε από τις τοποθετήσεις σε τίτλους του Δημοσίου σε αλλά χρηματοοικονομικά μέσα, επειδή το κοινό είχε μικρή εξοικείωση με τα ομόλογα μεγάλης διάρκειας (όπου και επικεντρώθηκαν οι εκδόσεις του Δημοσίου στα έτη 1998 και 1999), αλλά και χάρις των θετικών εξελίξεων στο χρηματιστήριο με τις υψηλές αποδόσεις των τοποθετήσεων σε μετοχικούς τίτλους.

Πάντως, υπήρξε αυξημένη ζήτηση για κρατικούς τίτλους από τις τράπεζες και τον εξωτερικό τομέα, λόγω της προοπτικής για σύγκλιση των ελληνικών επιτοκίων με τα επιτόκια των ευρωπαϊκών αγορών και τη προσδοκία ότι θα πραγματοποιηθούν με αυτό το τρόπο μεγάλα κεφαλαιακά κέρδη.

Πιο συγκεκριμένα, στη διάρκεια του εν λόγω έτους ο ιδιωτικός τομέας αύξησε σε πολύ μεγάλο βαθμό τη ζήτηση δανείων, κάτι που οδήγησε τη Τράπεζα της Ελλάδος να προβεί στη λήψη ειδικών μέτρων (για συγκεκριμένες κατηγορίες δανείων) τόσο τον Απρίλιο όσο και τον Ιούλιο, προκειμένου να αποφευχθεί η δημιουργία πληθωριστικών πιέσεων.

Τονίζουμε το γεγονός, ότι το έτος 1999 η μεταβολή των υπόλοιπων των δανείων σε συνάλλαγμα δείχνει να είναι σημαντικά διογκωμένη, εξαιτίας της ανατίμησης του γιέν Ιαπωνίας και του δολαρίου Η.Π.Α. Με αλλά λόγια, η παραπάνω αύξηση των υπόλοιπων όπως αποτιμάται σε δραχμές δεν συνεπάγεται πραγματική άνοδο των τραπεζικών δανείων.

Γενικότερα, η πιστωτική επέκταση των τραπεζών κατά το υπό αναφορά έτος συγκρατήθηκε εν μέρει από τα μέτρα που έλαβε η Τράπεζα της Ελλάδος, αλλά και από το ότι ο ιδιωτικός τομέας είχε πλέον στραφεί προς το χρηματιστήριο για να εξασφαλίσει τα απαραίτητα δανειακά κεφάλαια (το 1999 οι ιδιωτικές επιχειρήσεις άντλησαν από το χρηματιστήριο τρεις φορές περισσότερα κεφάλαια σε σχέση με το 1998).

Παράλληλα, οι επιχειρηματίες έδειξαν ιδιαίτερη προτίμηση για χαμηλότοκα δάνεια σε γιέν Ιαπωνίας, καθώς και για δάνεια σε Ευρώ που προτιμήθηκαν λόγω της υφισταμένης σταθερότητας στην συναλλαγματική ισοτιμία της δραχμής έναντι του τελευταίου, αλλά και επειδή υπάρχει σχετικά χαμηλό επίπεδο επιτοκίων στα επιχειρηματικά δάνεια σε Ευρώ.

7.1.6 Έτος 2000

Στη διάρκεια του 2000, η πιστωτική επέκταση των τραπεζών σημείωσε και πάλι επιταχυνόμενους ρυθμούς για τους εξής τρεις λόγους:

1. καταργήθηκαν το Μάρτιο τα ειδικά περιοριστικά μέτρα που είχαν επιβληθεί από τη Τράπεζα της Ελλάδος σε ορισμένες κατηγορίες δανείων,
2. μειώθηκαν τα επιτόκια χορηγήσεων,
3. σημειώθηκε ταχύτατη ανάπτυξη της οικονομικής δραστηριότητας.

Τέλος, στη διάρκεια του 2000 τα περισσότερα δάνεια σε συνάλλαγμα αναλήφθηκαν στο νόμισμα του Ευρώ, τα οποία γίνονταν ολοένα και πιο επιθυμητά από τους επιχειρηματίες, καθώς η ένταξη της Ελλάδας στη Ζώνης του Ευρώ έχει γίνει πραγματικότητα. Ταυτόχρονα, πολλά δάνεια σε γιέν Ιαπωνίας μετατράπηκαν σε δάνεια του Ευρώ, στη προσπάθεια των δανειοδοτούμενων να καλυφθούν από την ανατίμηση του εν λόγω νομίσματος έναντι του Ευρώ.

8. Παράρτημα 3: Νέες εναλλακτικές μορφές χρηματοδότησης

8.1.1 Ο θεσμός της χρηματοδοτικής μίσθωσης (Leasing)

Ο εν λόγω θεσμός, αποτελεί μια από τις σπουδαιότερες σύγχρονες μορφές χρηματοδότησης των επιχειρηματικών δραστηριοτήτων και συνδυάζει στοιχεία του τραπεζικού δανεισμού με τη μίσθωση κεφαλαιουχικού εξοπλισμού.

Μια επιχείρηση έχει τη δυνατότητα κατά τη περίοδο πραγματοποίησης κάποιας επένδυσης, να αποφύγει την καταβολή κάποιου χρηματικού ποσού που σχετίζεται με αυτήν, αναλαμβάνοντας ταυτόχρονα την υποχρέωση καταβολής συγκεκριμένου μισθώματος σε εταιρεία Χρηματοδοτικής Μίσθωσης (που είναι ο εκμισθωτής) για χρονικά διαστήματα που έχουν προκαθοριστεί.

Η επιχείρηση με τη λήξη (ή και πριν από αυτήν) της σύμβασης, μπορεί να επιστρέψει τον εξοπλισμό ή να τον αγοράσει. Μέχρι τότε, η κυριότητα των μηχανημάτων ανήκουν στην υπό αναφορά εταιρεία (εκτός αν έχουμε χρηματοδοτική υπομίσθωση, όπου η εν λόγω εταιρεία έχει γίνει με τη σειρά της μισθωτής σε άλλες παρόμοιες εταιρείες), ενώ τα έξοδα λειτουργίας και ασφάλισης των τελευταίων αναλαμβάνονται συνήθως από τον επιχειρηματία.

Όλα τα παραπάνω (μισθώματα, χρονική διάρκεια μίσθωσης, εναλλακτικές ενέργειες) καθορίζονται μέσω συμβάσεων, των οποίων οι όροι διαμορφώνονται ανάλογα με τις σύγχρονες επιχειρηματικές ανάγκες.

Πιο συγκεκριμένα, για τον υπό εξέταση θεσμό έχουμε να αναφέρουμε τα ακόλουθα:

- (a) η σύμβαση για την μίσθωση έχει διάρκεια 3 - 7 χρόνια για κινητό εξοπλισμό, ενώ για ακίνητο εξοπλισμό κυμαίνεται από 7 - 20 χρόνια,
- (b) η επιχείρηση θα πρέπει να είναι σε θέση να αποδείξει ότι θα μπορεί να καλύψει την αξία των μισθωμάτων, καθώς επίσης ότι είναι φερέγγυα, ενώ παράλληλα ο επιχειρηματίας έχει την υποχρέωση να παρέχει προσωπικές εγγυήσεις για την καταβολή των μισθωμάτων,
- (c) στις περισσότερες περιπτώσεις υπάρχει "πλαφόν" στην αξία του εξοπλισμού που θα μισθωθεί (για την Ελλάδα το εν λόγω πόσο είναι 4.000.000),
- (d) το κόστος της μίσθωσης υπολογίζεται από την διάρκεια της και από την απόσβεση του απαξιωμένου εξοπλισμού.

Επιπρόσθετα, ο εν λόγω θεσμός συναντάται σε διαφορετικές μορφές, εκ των οποίων οι σημαντικότερες είναι οι εξής:

- i. η διμερής χρηματοδοτική μίσθωση (Direct Leasing), όπου ο υποψήφιος μισθωτής/επιχειρηματίας που έχει ανάγκη να αγοράσει νέο κεφαλαιουχικό εξοπλισμό, διαπραγματεύεται με τον κατασκευαστή ή τον έμπορο τις προδιαγραφές και την τιμή του εξοπλισμού και στη συνέχεια, εφόσον έχει προηγηθεί η συμφωνία Leasing με τον εκμισθωτή, τα αποκτά και τα χρησιμοποιεί ανάλογα με τους όρους της σχετικής συμφωνίας. Με άλλα λόγια παρατηρούμε σε αυτή τη περίπτωση, ότι ο εκμισθωτής δεν έχει λόγο στην επιλογή του προμηθευτή του υπό μίσθωση αντικειμένου αλλά ούτε συμμετοχή στα έξοδα συντήρησης και προστασίας του,
- ii. η μεικτή χρηματοδοτική μίσθωση (Operating Leasing), όπου ο εκμισθωτής εκτός από το να παρέχει σε μισθωτές τις υπηρεσίες κάποιου εξοπλισμού (για παράδειγμα ενός αυτοκινήτου), αναλαμβάνει και τα έξοδα συντήρησης και προστασίας του τελευταίου, αποσκοπώντας να τα εκμεταλλευτεί επικερδώς όσο το δυνατόν περισσότερο,
- iii. η ανάστροφη χρηματοδοτική μίσθωση (Sale and Leaseback), όπου ο επιχειρηματίας μπορεί να μισθώσει από κάποια εταιρεία Leasing κεφαλαιουχικό εξοπλισμό, αφού πρώτα τον έχει πουλήσει σε αυτήν λόγω κάποιας ανάγκης για άμεση εκταμίευση χρηματικών κεφαλαίων,
- iv. η συμμετοχική χρηματοδοτική μίσθωση (Leveraged Leasing), όπου για την μίσθωση εξοπλισμού πολύ μεγάλης αξίας συνεργάζονται ο κατασκευαστής του εξοπλισμού, ο εκμισθωτής, ο μισθωτής και ο χρηματοδότης (που κυρίως είναι τράπεζες) που καταβάλει τα χρήματα στον εκμισθωτή, με αντίτιμο τα μισθώματα που του παραχωρεί ο εκμισθωτής (ο οποίος είναι και ο αποκλειστικός ιδιοκτήτης του εξοπλισμού),
- v. η χρηματοδοτική μίσθωση και πώληση υπό όρους (Conditional Sale Lease), που αποσκοπεί στη πώληση του υπό μίσθωση εξοπλισμού, εκμεταλλεύοντας ταυτόχρονα (τόσο ο μισθωτής όσο και ο εκμισθωτής) πιθανά πλεονεκτήματα, όπως είναι οι φορολογικές απαλλαγές και οι επιδοτήσεις στην εν λόγω μίσθωση,
- vi. η χρηματοδοτική μίσθωση κατά παραγγελιά (Custom Lease), όπου η μίσθωση προσαρμόζεται στις ιδιαίτερες ανάγκες του κάθε επιχειρηματία,
- vii. το πρόγραμμα χρηματοδοτικής μίσθωσης (Vendor Lease Program), που χρησιμοποιείται από κατασκευαστές και προμηθευτές ως μέσο προώθησης των

πωλήσεων τους σε μηχανολογικούς εξοπλισμούς, υποδεικνύοντας τους πελάτες τους στις εταιρείες Χρηματοδοτικής Μίσθωσης και τον εξοπλισμό που αυτοί θέλουν να αποκτήσουν, ενώ στη συνέχεια οι παραπάνω εταιρείες αγοράζουν τον σχετικό εξοπλισμό και τον διαθέτουν στους ενδιαφερομένους υπό την μορφή της άμεσης μίσθωσης ή της μίσθωσης και πώλησης υπό όρους,

- viii. η ειδική μορφή χρηματοδοτικής μίσθωσης (Master Lease Line), όπου ο μισθωτής μπορεί να αποκτήσει κατά τμήματα τον εξοπλισμό που επιθυμεί, χωρίς να είναι υποχρεωμένος να καταφεύγει συνεχώς σε νέες συμβάσεις για κάθε διαφορετικό είδος εξοπλισμού,
- ix. η διεθνής χρηματοδοτική μίσθωση (Off - Shore Lease), όπου οι συμβάσεις αφορούν τις εταιρείες Χρηματοδοτικής Μίσθωσης του εξωτερικού και η μίσθωση διοχετεύεται στο εξωτερικό υπό τη μορφή συναλλάγματος, ενώ η μίσθωση μπορεί να είναι είτε άμεση μίσθωση είτε μίσθωση και πώληση υπό όρους (σε κάθε χώρα επικρατούν διαφορετικές οικονομικές και φορολογικές συνθήκες, κάνοντας με αυτόν τον τρόπο το Leasing για τις επιχειρήσεις άλλοτε επικερδές και άλλοτε, μια μη οικονομικά ορθολογική κίνηση).

Συνοψίζοντας, έχουμε να πούμε ότι για τις επιχειρήσεις ο θεσμός του Leasing έχει τα παρακάτω πλεονεκτήματα:

- παρέχει προστασία στις επιχειρήσεις από τις αρνητικές επιπτώσεις του πληθωρισμού, από την στιγμή που τα μισθώματα καθορίζονται βάση των αρχικών συμβάσεων και παραμένουν σταθερά καθ' όλη τη διάρκεια της συμφωνίας (μίσθωσης),
- δεν απαιτούνται από την επιχείρηση προσθετές εγγυήσεις (όπως υποθήκες και προσημειώσεις), όπως γίνεται στη περίπτωση της σύναψης κάποιου τραπεζικού δανείου,
- η επιχείρηση δεν υποχρεώνεται να κάνει άμεσες εκταμιεύσεις από τα ίδια της κεφάλαια για την απόκτηση του απαιτούμενου εξοπλισμού, ενώ τα όποια κεφάλαια εξοικονομούνται ή δεν έχουν «δεσμευτεί» στα πλαίσια της επιχειρηματικής δραστηριότητας, μπορούν να επενδυθούν σε «χρήσεις» υψηλών αποδόσεων,
- η επιχείρηση δεν αναγκάζεται να καταβάλει χρηματικά ποσά για αποσβέσεις, αφού ο εξοπλισμός δεν της ανήκει,
- τα μισθώματα προσαρμόζονται στις απαιτήσεις και ανάγκες του κάθε επιχειρηματία,

- η επιχείρηση μπορεί να απολαμβάνει φορολογικά πλεονεκτήματα, από την στιγμή που τα χρηματικά ποσά που διοχετεύονται σε μισθώσεις τύπου Leasing, λαμβάνονται ως λειτουργικά έξοδα και εκπίπτουν από την φορολογία της επιχειρηματικής δραστηριότητας. Επιπλέον, μπορούμε να υποστηρίξουμε ότι η χρηματοδοτική μίσθωση συμφέρει αισθητά έναντι ισόποσου και ίσης διάρκειας μεσοπρόθεσμου τραπεζικού δανείου, έστω κι αν το επιτόκιο της μίσθωσης είναι υψηλότερο από το επιτόκιο δανεισμού (όπως έχουμε ήδη αναφέρει, τα μισθώματα θεωρούνται λειτουργικές δαπάνες και εκπίπτουν από τα ακαθάριστα έξοδα της επιχείρησης έως και 70%, ενώ στην περίπτωση τραπεζικού δανεισμού εκπίπτουν μόνο οι τόκοι και οι αποσβέσεις),
- σε περίπτωση πτώχευσης μιας επιχείρησης, η εταιρεία Χρηματοδοτικής Μίσθωσης επιβαρύνεται εν μέρει με τις υποχρεώσεις της επιχείρησης σε τρίτους.

Από την άλλη πλευρά, η χρηματοδότηση της οικονομικής δραστηριότητας μίας επιχείρησης μέσω του Leasing έχει και αρνητικά στοιχεία για τις επιχειρήσεις:

- το υψηλό κόστος σε σχέση με τις υπόλοιπες μορφές χρηματοδότησης της επιχειρηματικής δραστηριότητας,
- ο εξοπλισμός δεν βρίσκεται στην κατοχή της επιχείρησης, με τις όποιες αρνητικές συνέπειες μπορεί να έχει αυτό στο γόητρο της επιχείρησης,
- οι εταιρείες Χρηματοδοτικής Μίσθωσης για να εξασφαλίσουν τη ροή οικονομικών πόρων από τις επιχειρήσεις, παρεμβαίνουν στη δραστηριότητα τους σε τέτοιο βαθμό που γίνεται ενοχλητικό,
- η επιχείρηση της οποίας τα πάγια στοιχεία είναι σε μεγάλο βαθμό εξοπλισμός υπό μίσθωση, δεν έχει μεγάλη δανειοληπτική ικανότητα προς τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα.

8.1.2 Ο θεσμός της ασφάλισης των πιστώσεων (Factoring)

Ο εν λόγω θεσμός, καθιερώθηκε στην Ελλάδα με το Νόμο 1905/90 (αργότερα συμπληρώθηκε από το Νόμο 2367/95) και περιλαμβάνει μια σύμβαση μεταξύ ενός "πράκτορα επιχειρηματικών απαιτήσεων" (που συνήθως είναι κάποια τράπεζα ή μια ειδικευμένη ανώνυμη εταιρεία) και κάποιας εμπορικής επιχείρησης.

Με την παραπάνω σύμβαση/πλαίσιο, η εταιρεία Factoring (ή αλλιώς πράκτορας) παρέχει στην επιχείρηση/πελάτη της (ή αλλιώς προμηθευτής) έναντι προκαθορισμένης αμοιβής και για συγκεκριμένο χρονικό διάστημα, υπηρεσίες σχετικές με την προεξόφληση, τη λογιστική

και νομική παρακολούθηση, καθώς και την είσπραξη όλων των χρηματικών απαιτήσεων των προμηθευτών.

Στην υπό εξέταση σύμβαση, καθορίζονται οι όροι συνεργασίας των επί μέρους συμβαλλόμενων, το είδος των παρεχόμενων υπηρεσιών (δηλαδή, το είδος Factoring), τα ποσά χρηματοδότησης και οι αμοιβές.

Το Factoring αποσκοπεί στη βραχυπρόθεσμη και μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση των επιχειρήσεων, αφού τους αυξάνει τη ρευστότητα σε κεφάλαια κάνοντας μέρος του κεφαλαίου του τις χρηματικές απαιτήσεις που έχουν οι προμηθευτές εις βάρος των πελατών - οφειλετών τους.

Από τη πλευρά του η επιχείρηση/προμηθευτής, έχει περισσότερα χρήματα εύκαιρα για να πραγματοποιήσει εκείνες τις δαπάνες που έχουν σχέση με τη τρέχουσα λειτουργία της ή και με την επέκταση των δραστηριοτήτων της.

Ταυτόχρονα, βελτιώνεται η οικονομική «εικόνα» του προμηθευτή, ο οποίος αποφεύγει την ανάληψη κάποιου δάνειο που με τη σειρά του θα εμφανίζονταν στο παθητικό της επιχείρησης ως υποχρέωση σε κάποιο χρηματοπιστωτικό οργανισμό.

Επιπλέον για τον προμηθευτή, η χρήση των «διευκολύνσεων» που παρέχει ο θεσμός Factoring του επιτρέπει να επικεντρωθεί περισσότερο στη σωστή διεκπεραιώση των υπάρχουσων εργασιών του και επιπλέον, του δίνει τη δυνατότητα ανάληψης νέων.

Η χρήση της σύμβασης Factoring, επιδιώκεται από μια ιδιωτική επιχείρηση για την επίτευξη χρηματοδοτικών, διαχειριστικών και εγγυητικών σκοπών:

- στο χρηματοδοτικό σκοπό, ο προμηθευτής παραχωρεί στο πράκτορα όλες του τις απαιτήσεις κατά πελατών, ενώ στη συνέχεια ο πράκτορας του καταβάλλει το σύνολο ή ένα μέρος αυτών των απαιτήσεων, αφού πρώτα κρατήσει εκείνο το χρηματικό πόσο που αντιστοιχεί στο προεξοφλητικό τόκο. Με αυτό το τρόπο, εξασφαλίζεται η γρήγορη ρευστοποίηση των απαιτήσεων του προμηθευτή (κατά των πελατών του) και συνεπώς, η αύξηση των χρηματικών του διαθέσιμων,
- στο διαχειριστικό σκοπό, ο πράκτορας είναι εκείνος που έχει την ευθύνη της λογιστικής παρακολούθησης της πορείας των χρηματικών απαιτήσεων του προμηθευτή, την απαίτηση αυτών από τους οφειλέτες και την τυχόν είσπραξη τους, με αποτέλεσμα ο προμηθευτή να μην επιβαρύνεται με τις ανάλογες δαπάνες. Επιπρόσθετα ο τελευταίος, με την υπό αναφορά σύμβαση έχει τη δυνατότητα αποφυγής των λειτουργικών εξόδων

που συνδέονται με την επεξεργασία δεδομένων που αφορούν τις απαιτήσεις κατά πελατών, χρησιμοποιώντας τις σχετικές υπηρεσίες που του παρέχει ο πράκτορας και καταβάλλοντας του εκτός από το προεξοφλητικό τόκο και κάποιο ποσοστό της απαίτησης ως αμοιβή (από 0,5% έως 1,5% της απαίτησης). Από αυτή την περίπτωση, περισσότερο ευνοημένες βγαίνουν οι μικρομεσαίες επιχειρήσεις, οι οποίες δεν έχουν άρτια λογιστική οργάνωση,

- στον εγγυητικό σκοπό, ο πράκτορας πιστώνει το λογαριασμό του προμηθευτή με το πόσο της απαίτησης, ακόμα και εάν του είναι αδύνατο αργότερα να την εισπράξει. Με άλλα λόγια, ο πράκτορας αναλαμβάνει το κίνδυνο της μη είσπραξης κάποιας απαίτησης του προμηθευτή (έναντι κάποιας αμοιβής), από τη στιγμή που εάν γίνει δύσκολη η είσπραξη της απαίτησης από τον οφειλέτη ο πράκτορας δεν μπορεί να απευθυνθεί στο προμηθευτή (μια συμφωνία Factoring πάντως, γίνεται υπό όρους και αφού διερευνηθεί η ευκολία καταβολής από τους οφειλέτες των σχετικών απαιτήσεων).

Στη συνέχεια, θα παραθέσουμε τις σπουδαιότερες μορφές με τις οποίες εμφανίζεται ο θεσμός Factoring στις σύγχρονες οικονομίες:

- i. γνήσιο Factoring (Old Line Factoring ή Factoring Without Recourse), όπου διαβιβάζονται στο πράκτορα τα δικαιώματα των (τρεχουσών ή μελλοντικών) απαιτήσεων του προμηθευτή κατά πελατών, ενώ συγχρόνως ο πρώτος αναλαμβάνει και τον κίνδυνο της μη καταβολής των εν λόγω χρεών. Ο πράκτορας χρηματοδοτεί τον προμηθευτή με το 80% του ποσού της κάθε απαίτησεως, ενώ το υπόλοιπο 20% παρακρατείται από το πράκτορα για λόγους ασφαλιστικούς (για παράδειγμα, όταν υπάρχει καθυστέρηση στη πληρωμή των απαιτήσεων από κάποιο πελάτη του προμηθευτή, ο οποίος βρήκε ελαττωματικά ορισμένα από τα προϊόντα του τελευταίου) και αποδίδεται στο προμηθευτή λίγο αργότερα,
- ii. μη γνήσιο Factoring (Factoring With Recourse), όπου ο πράκτορας παρέχει υπηρεσίες στο προμηθευτή όπως είναι η προεξόφληση των απαιτήσεων κατά πελατών, η λογιστική παρακολούθηση των απαιτήσεων κ.α., αλλά δεν αναλαμβάνει τον κίνδυνο της μη αποπληρωμής του χρέους των αφερέγγυων πελατών του προμηθευτή. Με άλλα λόγια, αν ο πράκτορας δεν καταφέρει να εισπράξει τα χρήματα των παραπάνω απαιτήσεων, τότε θα χρεώσει με τα αντίστοιχα ποσά το λογαριασμό του προμηθευτή,
- iii. αφανές Factoring (Confidential Factoring), όπου οι προμηθευτές (οι οποίοι θεωρούν ότι η σύναψη μιας τέτοιας σύμβασης μπορεί να γίνει από όσους αδυνατούν να

αντεπεξέλθουν στις οικονομικές τους υποχρεώσεις) για λόγους κύρους, συμφωνούν με τους πράκτορες ότι η σύμβαση δεν θα γνωστοποιηθεί στους πελάτες του πρώτου και όταν οι απαιτήσεις εις βάρος πελατών γίνουν ληξιπρόθεσμες, τότε ο πράκτορας θα παρουσιάζεται σε αυτούς ως αντιπρόσωπος του προμηθευτή και θα τις εισπράττει,

- iv. εμφανές Factoring (Non - Confidential Factoring), όπου ο πράκτορας για να εξασφαλίσει ότι θα εισπράξει τις απαιτήσεις που έχουν μεταβιβαστεί σε αυτόν, συμφωνεί με τον προμηθευτή ότι θα αναγγέλλει στους πελάτες, εις βάρος των οποίων εκκρεμούν απαιτήσεις, την ιδιότητα του.
- v. Factoring με προεξόφληση (Advance Factoring), όπου ο πράκτορας πιστώνει το λογαριασμό του προμηθευτή με το χρηματικό πόσο των απαιτήσεων ταυτόχρονα με τη παραχώρηση (από το προμηθευτή) του δικαιώματος των απαιτήσεων. Η υπό αναφορά περίπτωση, αρμόζει στις περιπτώσεις όπου ο προμηθευτής έχει άμεση ανάγκη από χρηματικά κεφάλαια, καθώς ο πράκτορας τον χρηματοδοτεί με κάποιο ποσοστό των απαιτήσεων που του έχουν μεταβιβαστεί,
- vi. Factoring χωρίς προεξόφληση (Maturity Factoring), όπου ο προμηθευτής δεν έχει άμεση ανάγκη από χρήματα και δεν θέλει να επιβαρυνθεί με κάποιο προεξοφλητικό επιτόκιο, ενώ ο προμηθευτής αμείβεται για να αναλάβει τη λογιστική παρακολούθηση και την υποχρέωση της είσπραξης των απαιτήσεων κατά πελατών του προμηθευτή,
- vii. εσωτερικό Factoring (Domestic Factoring), όπου προμηθευτής, πράκτορας και «χρεωμένος» πελάτης βρίσκονται στην ίδια χώρα. Στη περίπτωση που ο προμηθευτής πουλά κάποια προϊόντα του στο εξωτερικό αναφερόμαστε στο εξαγωγικό Factoring, καθώς ο πράκτορας είναι αναγκασμένος να εισπράξει απαιτήσεις που προέρχονται από το εξωτερικό,
- viii. διεθνές Factoring (International Factoring), όπου λόγω της εξαγωγής προϊόντων και υπηρεσιών του προμηθευτή σε χώρες άλλες από εκείνες που έχουν εγκατασταθεί ο προμηθευτής και ο πράκτορας, οι απαιτήσεις προέρχονται από το εξωτερικό. Στην εν λόγω περίπτωση, καθίσταται αναγκαία η συνεργασία του πράκτορα της "χώρας εξαγωγής" με κάποιο πράκτορα στη "χώρα εισαγωγής" (οι οποίοι μοιράζουν τόσο τις ευθύνες όσο και τη προμήθεια),
- ix. άμεσο εισαγωγικό Factoring, όπου έχουμε τη περίπτωση του διεθνούς Factoring με τη μόνη διάφορα ότι ο προμηθευτής παρακάμπτει τη μεσολάβηση του πράκτορα της

“χώρας εξαγωγής”, με αποτέλεσμα να γίνει περισσότερο «ευάλωτος» σε θεσμικούς κινδύνους που πηγάζουν στις συναλλαγές με ξένη χώρα,

- κ. άμεσο εξαγωγικό Factoring, όπου και εδώ έχουμε περίπτωση διεθνούς Factoring με τη διάφορα ότι ο προμηθευτής συνεργάζεται με πράκτορα της “χώρας εξαγωγής” και επιπλέον, καταρτίζεται μια ασφαλιστική σύμβαση για τη εξαγωγική πίστωση με κάποια ασφαλιστική εταιρεία. Εάν ο πράκτορας αναλάβει και το μέρος του πιστωτικού κινδύνου, τότε ο προμηθευτής του μεταβιβάζει εκτός των άλλων και τα δικαιώματα της εν λόγω συμβάσεως.

Ολοκληρώνοντας αυτή την αναφορά μας στο θεσμό του Factoring, έχουμε να παρατηρήσουμε ότι τα κύρια μειονεκτήματα του εντοπίζονται στη παραχώρηση από το προμηθευτή στο πράκτορα των απαιτήσεων που υφίστανται ή που θα προκύψουν, όταν τα ίδια ξαναγινούν αντικείμενα εκχώρησης από το προμηθευτή σε κάποιον τρίτο πιστωτικό φορέα. Επιπλέον, πολλές φορές δεν ανακοινώνεται στους πελάτες/οφειλέτες ότι έχει γίνει προεξόφληση των χρεών τους μέσω σύμβασης Factoring, κάτι που ίσως τους δυσαρεστήσει στη περίπτωση που το μάθουν.

Από την άλλη πλευρά, τα θετικά στοιχεία της σύμβασης Factoring αφορούν τα άμεσα πλεονεκτήματα των πρακτόρων από την ευνοϊκή φορολόγηση των εργασιών τους (υπαγωγή του Factoring σε Φ.Π.Α. που συνεπάγεται την απαλλαγή από άλλες πιο επιβαρυντικές φορολογικές υποχρεώσεις), καθώς και τα έμμεσα πλεονεκτήματα του προμηθευτή, ο οποίος υποχρεούται να καταβάλει την αξία μόνο του πάγιου τέλους χαρτοσήμου (που είναι σημαντικά χαμηλότερη από εκείνη του αναλογικού τέλους χαρτοσήμου).

Τέλος, οι πράκτορες έχουν άρτια οργάνωση και είναι σε θέση να παρέχουν στους προμηθευτές χρήσιμες πληροφορίες σχετικά με την οικονομική θέση των ήδη υφισταμένων, αλλά και των δυνητικών πελατών τους.

8.1.3 Ο θεσμός της πώλησης των επιχειρηματικών απαιτήσεων (Forfaiting)

Το Forfaiting, αποτελεί άλλη μια σύγχρονη μορφή χρηματοδότησης των εξαγωγικών δραστηριοτήτων μιας επιχείρησης.

Η εν λόγω σύμβαση, γίνεται μεταξύ ενός εξαγωγέα (Fortaitist) και μιας εταιρίας Forfaiting (Fortaiter) που είναι συνήθως εταιρία Factoring. Με την εν λόγω σύμβαση, ο εξαγωγέας παραχωρεί στο Fortaiter μια μεσοπρόθεσμη ή μακροπρόθεσμη (από 6 μήνες έως 10 χρόνια) απαίτηση του από κάποια εξαγωγική δραστηριότητα (συναλλαγματικές ή γραμμάτια εις

διαταγή) και στη συνέχεια, ο τελευταίος του την προεξοφλεί (αφού πρώτα αφαιρέσει το σχετικό προεξοφλητικό τόκο). Σημειώνουμε, ότι ο Forfaiter μετά την προεξόφληση των απαιτήσεων δεν μπορεί να απευθυνθεί στον εξαγωγέα σε περίπτωση που δεν μπορεί να τις εξοφλήσει λόγω της μη φερεγγυότητας του οφειλέτη/πελάτη.

Για αυτό τον λόγο, συμφωνείται πριν την σύμβαση ότι τα παραπάνω αξιόγραφα που θα μεταβιβαστούν, συγχρόνως να εξασφαλίζονται με την εγγύηση κάποιου αξιόπιστου χρηματοδοτικού ιδρύματος.

Με άλλα λόγια, το Forfaiting αποτελεί τραπεζική εργασία έμμεσης χρηματοδότησης (με σταθερό επιτόκιο) των επιχειρήσεων με εξαγωγικές δραστηριότητες, βοηθώντας ταυτόχρονα τον έμπορο να υπολογίζει εκ των προτέρων το κόστος των προϊόντων ή υπηρεσιών που εξάγει.

Τέλος, ο υπό αναφορά θεσμός λειτουργεί αρνητικά μόνο για τον Fortaiter, ο οποίος υποχρεώνεται να αναλάβει όλον το κίνδυνο που αφορά τη μη αποπληρωμή των απαιτήσεων κατά πελατών/οφειλετών.

8.1.4 Ο θεσμός της δικαιόχρησης (Franchising)

Ο θεσμός του Franchising, είναι μια σύμβαση συνεργασίας μεταξύ μιας μεγάλης επιχείρησης/δικαιοπάροχος (Franchisor) και άλλων μικρότερων επιχειρήσεων/δικαιοδόχων (Franchisee). Στη σύμβαση/πλαίσιο, καθορίζονται οι όροι και το είδος της συνεργασίας (δηλαδή, το είδος Franchising) μεταξύ των μερών, καθώς και οι υποχρεώσεις που θα ληφθούν.

Σκοπός της συμφωνίας, είναι η παραχώρηση από τον Franchisor στις υπόλοιπες επιχειρήσεις (έναντι κάποιων χρηματικών καταβολών) του δικαιώματος της εκμετάλλευσης του «πακέτου» Franchising (δηλαδή, του συνόλου των δικαιωμάτων βιομηχανικής ή πνευματικής ιδιοκτησίας για εμπορικά σήματα ή επωνυμίες, πρότυπα χρήσης, σχέδια, διακριτές πινακίδες κ.α.⁸⁵), έτσι ώστε να δημιουργηθεί σταδιακά ένα επεκτεινόμενο σύστημα πωλήσεων συγκεκριμένων προϊόντων ή υπηρεσιών που θα αποδίδουν σημαντικά έσοδα για όσους τα εμπορεύονται.

Οι βασικοί παράγοντες ανταγωνισμού στην δικαιόχρηση αφορούν τη ποιότητα, τιμή, διαφήμιση, έρευνα & ανάπτυξη και εξυπηρέτηση. Οι παράγοντες αυτοί, έχουν έμμεση σχέση με το κύκλο ζωής του προϊόντος και με το είδος της αγοράς.

Οι μορφές με τις οποίες εμφανίζεται το Franchising, είναι οι ακόλουθες:

- i. Franchising διανομής (Distribution Franchising), όπου ο δικαιοδόχος κάνει λιανικές πωλήσεις μέσω των καταστημάτων που φέρουν κάποιο χαρακτηριστικό γνώρισμα του δικαιοπάροχου,
- ii. Franchising υπηρεσιών (Services Franchising), όπου ο δικαιοδόχος παρέχει τις υπηρεσίες του σε επιχειρήσεις που φέρουν κάποιο χαρακτηριστικό γνώρισμα του δικαιοπαρόχου και σύμφωνα με τις υποδείξεις του,
- iii. Franchising παραγωγής (Production Franchising), όπου ο δικαιοδόχος έχει την άδεια του δικαιοπαρόχου να παράγει συγκεκριμένα προϊόντα βάσει προκαθορισμένου τρόπου και στη συνέχεια, να τα διαθέτει προς πώληση.

Σε αυτό το σημείο, πρέπει συμπληρώσουμε ότι στη περίπτωση του "Franchising υπαγωγής", ο δικαιοπάροχος είναι υπεύθυνος για την οργανωτική και επιχειρηματική δομή του συστήματος που καθορίζεται από το «πακέτο» Franchising, ενώ οι δικαιοδόχοι πρέπει να συμμορφώνονται με τις οδηγίες του, καθώς αποτελούν εκτελεστικά όργανα των όσων ορίζει ο πρώτος.

Από την άλλη πλευρά, στο "Franchising ισοτιμίας" τόσο οι δικαιοδόχοι όσο και δικαιοπάροχος κατέχουν μια θέση συνεταιρική εντός του συστήματος, ενώ μεταξύ των συμβαλλόμενων επικρατεί μια σχέση συνεργασίας.

Τα πλεονεκτήματα που παρέχει η κατοχή του «πακέτου» του υπό εξέταση θεσμού για μια επιχείρηση (είτε δικαιοδόχο είτε δικαιοπάροχο), είναι τα εξής:

- η επιχείρηση/δικαιοδόχος δεν έχει να ασχοληθεί με οργανωτικές εργασίες, οι οποίες γίνονται βάσει των όσων ορίζει η πολυετή εμπειρία του δικαιοπάροχου,
- η επιχείρηση/δικαιοδόχος δεν επιβαρύνεται με το κόστος διαφήμισης, από τη στιγμή που το κύρος και η φήμη του δικαιοδόχου είναι από μόνα τους ευρέως γνωστά στο καταναλωτικό κοινό,
- η επιχείρηση/δικαιοδόχος εξοικονομεί χρηματικά κεφάλαια, τα οποία υπό διαφορετικές συνθήκες θα έπρεπε να δαπανηθούν για την απόκτηση της αναγκαίας τεχνογνωσίας και οργανωτικής δομής,

⁸⁵ Βλ.: Ημερησία (2001).

- η επιχείρηση/δικαιοδόχος βελτιώνει την «εικόνα» της προς τα έξω και συνεπώς, τη φερεγγυότητα της,
- η επιχείρηση/δικαιοδόχος διατηρεί την αυτοτέλεια της,
- στα πλαίσια του εν λόγω θεσμού, πραγματοποιούνται οικονομίες κλίμακας για τις επιχειρήσεις/δικαιοδόχους έτσι ώστε να ελαχιστοποιούνται πολλές δαπάνες. όπως είναι για παράδειγμα τα έξοδα για μισθώματα αποθήκης κ.α.,
- η επιχείρηση/δικαιοπάροχος αυξάνει το τζίρο της, καθώς συμμετέχει σε πολλές αγορές ταυτόχρονα,
- η επιχείρηση/δικαιοπάροχος αποκτά ισχυρή διαπραγματευτική δύναμη απέναντι στους προμηθευτές της και συνεπώς, επιτυγχάνει χαμηλές τιμές στις πρώτες ύλες που αγοράζει,
- η επιχείρηση/δικαιοπάροχος περιορίζει τις δαπάνες που αφορούν το δίκτυο διανομής των προϊόντων της,
- η επιχείρηση/δικαιοπάροχος έχει τη δυνατότητα μέσα από ένα διαρκώς επεκτεινόμενο σύστημα, να συλλέγει εκείνες τις πληροφορίες που απαιτούνται (όπως είναι οι πληροφορίες για τις καταναλωτικές ανάγκες κάθε περιοχής) για να επεκτείνει τη δραστηριότητα της σε νέες αγορές.

Αντιθέτως, ο θεσμός του Franchising έχει και μειονεκτήματα που αφορούν περισσότερο τους δικαιοδόχους παρά τους δικαιοπαρόχους και είναι τα παρακάτω:

- κάποια λάθος εκτίμηση ή απόφαση του δικαιοπαρόχου, συνεπάγεται για όλες τις συμβαλλόμενες στη σύμβαση επιχειρήσεις/δικαιοδόχους τη δημιουργία δυσμενών καταστάσεων,
- οι όροι που θέτει ο δικαιοπάροχος στην επιχείρηση/δικαιοδόχο αντανakλά τη προστασία των συμφερόντων του καθώς, και της θέσης του που είναι ήδη ισχυρή στα πλαίσια της υπό αναφοράς συνεργασίας.

Τέλος, ο θεσμός του Franchising παρουσιάζει κοινά σημεία με άλλες μορφές επιχειρηματικής συνεργασίας όπως είναι η σύμβαση παροχής υπηρεσιών, η εμπορική αντιπροσωπεία, η σύμβαση εξουσιοδοτημένου εμπόρου/διανομέα κ.α.

8.1.5 Ο θεσμός των κεφαλαίων επιχειρηματικού κινδύνου (Venture Capital)

Με το θεσμό των κεφαλαίων επιχειρηματικού κινδύνου, κάποιες επιχειρηματικές δραστηριότητες εξασφαλίζουν τα απαραίτητα κεφάλαια για την εκκίνηση τους (στη περίπτωση των νεοϊδρυθέντων επιχειρήσεων) ή την επέκταση της λειτουργίας τους (για τις επιχειρήσεις που ήδη υφίστανται) από εταιρείες Venture Capital.

Οι τελευταίες προκειμένου να εξασφαλίσουν την επένδυση τους, μεταβιβάζεται σε αυτές κάποιο μικρό ποσοστό της επιχείρησης κάτι που τους δίνει την δυνατότητα να παρακολουθούν την πορεία της επιχείρησης και αν κριθεί αναγκαίο, να παρεμβαίνουν σε θέματα οργάνωσης και διοίκησης, παρέχοντας της ταυτόχρονα συμβουλευτική υποστήριξη.

Για να χρηματοδοτήσει μια εταιρεία Venture Capital κάποια επιχείρηση θα πρέπει η τελευταία να έχει άρτια οργάνωση, καθώς και μεγάλες προοπτικές για ανάπτυξη αξιόλογης (κυρίως καινοτομικής) δραστηριότητας, από την στιγμή που το κέρδος των παραπάνω εταιρειών εντοπίζεται αποκλειστικά στην αύξηση της αξίας της επένδυσης τους. Πιο συγκεκριμένα, η εν λόγω εταιρεία στοχεύει στην υπεραξία των μετοχών της και εφόσον πραγματοποιηθεί αυτή, θα ακολουθήσει η ρευστοποίηση τους είτε πουλώντας τις στους άλλους μετόχους της χρηματοδοτούμενης επιχείρησης ή σε τρίτους μέσω χρηματιστηρίου.

Για αυτόν τον λόγο, οι χρηματοδοτήσεις αυτού του είδους ενέχουν υψηλούς κινδύνους, αλλά και υψηλές αποδόσεις (που κατά κύριο λόγο είναι μακροχρόνιες) για εκείνους που διαθέτουν κεφάλαια σε αυτές (δηλαδή, οι εταιρείες Venture Capital).

Από την άλλη πλευρά, για τις επιχειρήσεις που αναζητούν επενδυτικούς πόρους, η χρηματοδότηση μέσω του θεσμού Venture Capital παρέχει σε αυτές με μικρό κόστος τα απαραίτητα κεφάλαια που διαφορετικά θα αποκτούσαν έχοντας να καταβάλουν τόκους ως αντίτιμο. Στη τελευταία περίπτωση, η επιχείρηση προκειμένου να πάρει κάποιο δάνειο πιθανώς από κάποια τράπεζα εκτός από τους τόκους θα είχε να εξασφαλίσει και τις απαραίτητες εγγυήσεις, καθώς και την υψηλή πιστοληπτική ικανότητα (την οποία οι νέες επιχειρήσεις αδυνατούν να κατέχουν).

Τέλος, ανάλογα με το στάδιο της επιχειρηματικής δραστηριότητας κατά το οποίο θα χρησιμοποιηθούν τα επενδυτικά κεφάλαια, διακρίνουμε τις ακόλουθες κατηγορίες χρηματοδότησης:

- i. χρηματοδότηση συμμετοχής (Leveraged Buy - Out Finance), όπου έχουμε το δανεισμό (κατά κύριο λόγο υψηλών) χρηματικών ποσών από επενδυτές ή επιχειρήσεις για τη εξαγορά κάποιας εταιρείας και ως εξασφάλιση στους δανειστές, παρέχονται κάποια

από τα περιουσιακά στοιχεία ή μέρος από τα μελλοντικά έσοδα της υπό εξαγορά εταιρείας,

- ii. χρηματοδότηση διοίκησης (Management Buy - In Finance), όπου έχουμε το δανεισμό (κατά κύριο λόγο υψηλών) χρηματικών ποσών από τα διοικητικά στελέχη μιας επιχείρησης για την εξαγορά της ίδιας ή κάποιου μέρους της,
- iii. χρηματοδότηση σποράς (Seed Finance), όπου διοχετεύονται κεφάλαια σε επιχειρήσεις που σκοπεύουν να μετατρέψουν μια εφεύρεση σε καινοτομικό προϊόν. Τα ποσά που παρέχονται είναι συνήθως μικρά και για αυτό το λόγο η σχέση μεταξύ δανειζομένου (επιχείρησης) και δανειστή (Εταιρείες Venture Capital) διαρκεί το πολύ ένα χρόνο. Σημειώνουμε το γεγονός, ότι οι τελευταίες αποφεύγουν αυτού του είδους τις χρηματοδοτήσεις, αφού κρίνονται ως πολύ υψηλού κινδύνου επενδύσεις,
- iv. χρηματοδότηση αναστροφής (Turnaround Finance), όπου διοχετεύονται κεφάλαια για την ανάκαμψη της λειτουργίας κάποιων υφισταμένων επιχειρήσεων, οι οποίες αντιμετωπίζουν προβλήματα οικονομικής φύσης,
- v. χρηματοδότηση επέκτασης (Expansion Finance), όπου διοχετεύονται κεφάλαια σε επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στην αγορά για μεγάλο χρονικό διάστημα και έχουν ανάγκη από επενδύσεις σε νέο κεφαλαιουχικό εξοπλισμό ή εξειδικευμένο διοικητικό προσωπικό. Για τις εταιρείες Venture Capital, αυτού του είδους οι χρηματοδοτήσεις είναι και οι πιο επιθυμητές, από την στιγμή που ο επενδυτικός κίνδυνος είναι μικρός και οι αποδόσεις λίγο πολύ είναι εξασφαλισμένες,
- vi. χρηματοδότηση γεφύρωσης (Bridging Finance), όπου διοχετεύονται κεφάλαια προκειμένου να αυξηθεί το κύρος της επιχείρησης στην αγορά, σε περίπτωση που η τελευταία επιθυμεί να εισαχθεί στο χρηματιστήριο και να εξασφαλίσει υψηλή τιμή για τη μετοχή της. Αυτού του είδους η χρηματοδότηση (όπως και η αμέσως παραπάνω), είναι μια από τις πιο επιθυμητές για τις εταιρείες Venture Capital,
- vii. χρηματοδότηση εκκίνησης (Start - Up Finance), όπου διοχετεύονται κεφάλαια σε επιχειρήσεις που μόλις άρχισαν να λειτουργούν ή ήδη λειτουργούν για πολύ μικρό χρονικό διάστημα (και για τις οποίες είναι πολύ δύσκολο να πάρουν δάνειο από κάποιο χρηματοπιστωτικό οργανισμό),

- viii. προσωπικό δάνειο (Bridge Loan), όπου παραχωρείται για σύντομο χρονικό διάστημα από μια τράπεζα προς κάποια επιχείρηση, μέχρι να εκδοθεί για τη τελευταία κάποιο δάνειο "υψηλού κινδύνου" (ή αλλιώς Junk Bonds) που βρίσκεται σε αναμονή,
- ix. ομολογίες υψηλού κινδύνου και υψηλής απόδοσης (Junk Bonds), όπου παρέχονται δάνεια σε επιχειρήσεις που έχουν πολύ χαμηλή πιστοληπτική ικανότητα,
- x. ανεπίσημο επιχειρηματικό κεφάλαιο (Informal Venture Capital), όπου διοχετεύονται κεφάλαια σε αναπτυσσόμενες ή δυναμικές επιχειρήσεις όχι από κάποια εταιρεία Venture Capital, αλλά από ιδιώτες.

8.1.6 Ο θεσμός των ανταλλαγών (Swaps)

Με τον υπό ανάλυση θεσμό, οι συμβαλλόμενοι μπαίνουν σε μια διαδικασία ανταλλαγής νομισμάτων, πάγιων στοιχείων, εμπορευμάτων κ.α., βάσει κάποιας συμφωνίας και χρονικών περιορισμών που δεν έχουν καθορισθεί εξ' αρχής.

Οι παραπάνω ανταλλαγές στοχεύουν στην εξασφάλιση των συμφωνιών που έχουν πραγματοποιηθεί ή πρόκειται να πραγματοποιηθούν ανάμεσα στους συμβαλλόμενους.

Τέτοιου είδους ανταλλαγές, οι οποίες έχουν αναπτυχθεί τα τελευταία χρόνια είναι αυτές σε νομίσματα (Currency Swaps), όπου συνάπτονται συμφωνίες για την ανταλλαγή απαιτήσεων ή υποχρεώσεων σε κάποιο νόμισμα με αντίστοιχες άλλων νομισμάτων, ενώ σε προκαθορισμένο χρόνο και συναλλαγματική ισοτιμία η ανταλλαγή θα ξαναγίνει, έτσι ώστε οι συμβαλλόμενοι να ξαναποκτήσουν τα αρχικά τους νομίσματα.

Με άλλα λόγια, αναφερόμαστε στις ανταλλαγές που μπορούν να γίνουν σε πληρωμές σταθερών επιτοκίων με διαφορετικά νομίσματα (ανταλλαγή πληρωμών τόκων από ένα δάνειο σταθερού επιτοκίου εκφρασμένων σε συγκεκριμένο νόμισμα με πληρωμές τόκων από κάποιο άλλο δάνειο σταθερού επιτοκίου και διαφορετικού νομίσματος).

Σημαντικές είναι και οι ανταλλαγές επιτοκίων (Interest/Rate Swaps), όπου οι συμβαλλόμενοι συμφωνούν βάση προϋποθέσεων να ανταλλάσσουν τους τόκους κεφαλαίων.

Με άλλα λόγια, έχουμε την ανταλλαγή πληρωμών ενός δανείου σε σταθερό επιτόκιο με τις πληρωμές κάποιου άλλου δανείου (του ίδιου ποσού) μεταβλητού επιτοκίου.

Ταυτόχρονα με τις παραπάνω, υπάρχουν και οι ανταλλαγές περιουσιακών στοιχείων (Asset Swaps), στις οποίες κάποιο περιουσιακό στοιχείο σταθερής απόδοσης ανταλλάσσεται με ένα άλλο που έχει μεταβλητή απόδοση και μπορεί να είναι εκφρασμένο είτε στο ίδιο είτε σε διαφορετικό νόμισμα.

Η σημασία του θεσμού των Swaps, συνίσταται στο ότι οι επιχειρήσεις αποκτούν την δυνατότητα να ελέγχουν τις αρνητικές επιπτώσεις που μπορούν να έχουν στη δραστηριότητα τους οι διακυμάνσεις σε επιτόκια και συναλλαγματικές ισοτιμίες στην διεθνή αγορά, καθώς επίσης διευρύνονται οι επιλογές, οι δυνατότητες και οι πηγές χρηματοδότησης τους (πρόσβαση του ενός συμβαλλομένου στις διεθνείς χρηματαγορές διαμέσω της άλλης συμβαλλόμενης επιχείρησης).

9. Βιβλιογραφία

Ελληνική

1. Gilpin Robert, Σταματάκης Ν. (μετάφραση): *Η πολιτική οικονομία των διεθνών σχέσεων*. Εκδόσεις Gutenberg, Τόμος Α', 1995.
2. Αθανασόπουλος Α. Δημήτρης: *Επαγωγική στατιστική*. Εκδόσεις Α. Σταμούλης, 1990.
3. Αλεξιάκης Π.: *Οι εξελίξεις στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα*. Δελτίο Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών, Νοέμβριος 1994.
4. Αρτίκης Π. Γεώργιος: *Χρηματοοικονομική διοίκηση - Αποφάσεις χρηματοδοτήσεων*. Εκδόσεις Α. Σταμούλης, 1999.
5. Γαλιάτσος Κ.: *Διεθνείς κεφαλαιαγορές και ελληνικό χρηματιστήριο*. Εκδόσεις Σάκκουλα, 1994.
6. Γεωργιάδης Σ. Απόστολος: *Νέες μορφές συμβάσεων της σύγχρονης οικονομίας - Leasing, Factoring, Forfaiting, Franchising*. Εκδόσεις Αντ. Ν. Σάκκουλα, τρίτη έκδοση, 1998.
7. Γκαργκάνας Χ. Νικόλαος: *Ελλάδα και Ο.Ν.Ε., προοπτικές και προκλήσεις*. Οικονομικό δελτίο Τράπεζα της Ελλάδος, Δεκέμβριος 1998.
8. Εκθέσεις του διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος, 1995 - 2000.
9. Έκθεση "Επιτροπής Καρατζά" για την αναμόρφωση και τον εκσυγχρονισμό του τραπεζικού συστήματος. Ένωση Ελληνικών Τραπεζών, 1987.
10. *Ευρώ, προσαρμογές και επιπτώσεις στον ελληνικό τραπεζικό τομέα από την Οικονομική και Νομισματική Ένωση και την εισαγωγή του Ευρώ*. Ένωση Ελληνικών Τραπεζών. Εκδόσεις Α. Σάκκουλα, 1998.
11. Ζαββός Γιώργος Σ.: *Η τραπεζική πολιτική της Ε.Ο.Κ. εν όψει του 1992, στρατηγικές επιλογές για το ελληνικό τραπεζικό σύστημα*. Ένωση Ελληνικών Τραπεζών, 1989.
12. Ζητρίδης Α. Χ.: *Το τραπεζικό σύστημα της Ελλάδος*. Τράπεζα της Ελλάδος, 1977.
13. *Η Ελλάδα στην Ο.Ν.Ε. Η πορεία σύγκλισης της ελληνικής οικονομίας*. Τράπεζα της Ελλάδος, 2000.

14. Θωμαδάκης Σ., Ξανθάκης Μ.: *Αγορές χρήματος και κεφαλαίου. Ένωση Ελληνικών Τραπεζών*. Εκδόσεις Α. Σάκκουλα, 1990.
15. Κιντής Α. Ανδρέας (επιμέλεια): *Το παρόν και το μέλλον της ελληνικής οικονομίας*. Εκδόσεις Gutenberg, Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών, Α' & Β' τόμοι, 1997.
16. Κιόχος Α. Πείρος: *Περιγραφική στατιστική*. Εκδόσεις Α. Σταμούλης, 1990.
17. Κώττη Α. Π.: *Σύγχρονη μακροοικονομική, θεωρία και πολιτική*. Εκδοτικές επιχειρήσεις "Το Οικονομικό" Κ & Π Σμπίλιας Α.Ε.Β.Ε., 1996.
18. Μαλακός Π.: *Leasing (χρηματοδοτική μίσθωση)*. Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος, 1992.
19. Μαλακός Π., Δεμίρης Χ.: *Νέα χρηματοοικονομικά προϊόντα*. Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος, 1993.
20. Μαλινδρέτου Π. Βασιλική: *Χρηματοοικονομική ανάλυση - χρηματιστήριο*. Εκδόσεις Παπαζήση, 1998.
21. Μαρούλης Δ. Κ.: *Εξελίξεις στο διεθνές χρηματοπιστωτικό σύστημα και η ενοποίηση της ευρωπαϊκής αγοράς, επιπτώσεις για την Ελλάδα*. ΚΕΠΕ, 1992.
22. *Μηνιαίο στατιστικό δελτίο*. Τράπεζα της Ελλάδος, Μάιος - Ιούνιος 2000.
23. Μόσχος Δ., Φραγγέτης Δ.: *Το παρόν και το μέλλον των ελληνικών τραπεζών*. Έκδοση IOBE, 1997.
24. Μούσης Σ. Νικόλαος: *Ευρωπαϊκή Ένωση, δίκαιο - οικονομία - πολιτική*. Εκδόσεις Παπαζήση, έκτη αναθεωρημένη έκδοση, 1997.
25. *Νέες μορφές τραπεζικών εργασιών, ανάληψη απαιτήσεων τρίτων (Factoring)*. Ένωση Ελληνικών Τραπεζών, 1988.
26. *Νόμος 2601/1998 (ΦΕΚ 81/Α'/15.4.1998)*.
27. *Οι τράπεζες στην Ελλάδα*. Ένωση Ελληνικών Τραπεζών, δελτίο Α' τριμηνιαία, έτος 3ο, αριθμός 9, 1997.
28. Προβόπουλος Γ. (επιμέλεια): *Το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα, τάσεις και προοπτικές*. Alpha Τράπεζα Πίστεως, 1995.
29. Ρέππας Α. Παναγιώτης: *Οικονομική ανάπτυξη, θεωρίες και στρατηγικές*. Εκδόσεις Παπαζήση, 1991.

30. Σακέλλης Ι. Εμμανουήλ, Αναστασιάδης Γ. Ιωάννης: *Φορολογία και διάθεση των κερδών των εταιριών (Α.Ε., Ε.Π.Ε., Ο.Ε. & Ε.Ε.) και κίνητρα οικονομικής (Ν.1892/1990), επιχορηγήσεις, επιδοτήσεις, αποθεματικά κ.λπ., - από άποψη νομική, φορολογική και λογιστική*. Εκδόσεις «Βρυκούς» Ο.Ε., 1995.
31. Σαρσέντη Ν. Βασίλειου, Παπαναστασάτου Αναστάσιου Σ.: *Λογιστική εταιριών*. Εκδόσεις Α. Σταμούλη, Β' έκδοση αναθεωρημένη, 1993.
32. Ταμβακάκη Α.: *Νέες κατευθύνσεις στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα*. Δελτίο Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών, Σεπτέμβριος 1997.
33. *Τεχνικοοργανωτικός εκσυγχρονισμός του τραπεζικού συστήματος*. Επιπτώσεις στην απασχόληση και στις εργασιακές σχέσεις. Φορέας υλοποίησης μελέτης ΙΝΕ/ΟΤΟΕ, 1998.
34. Φραγγέτης Δ., Μόσχος Δ.: *Μελλοντικές τάσεις και προκλήσεις για το ελληνικό τραπεζικό σύστημα*. Δελτίο Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών, Σεπτέμβριος 1997.
35. Χρήστου Γ. Κ.: *Εισαγωγή στην οικονομετρία*. Εκδόσεις Gutenberg, Α' & Β' τόμοι, 1996 & 1997.

Ελληνικά άρθρα

36. Ειδική έρευνα "Franchise". *Ημερησία*, Φεβρουάριος 2001.
37. Ειδική έρευνα "Οικονομία". *Ημερησία*, Φεβρουάριος 2001.
38. "Οικονομία 2001". Ειδική έκδοση της *Ναυτεμπορικής, οικονομικής και επιχειρηματικής εφημερίδας*, Φεβρουάριος 2001.
39. Λώλος Σ.Ε.: "Χρηματοπιστωτικό σύστημα και οικονομική ανάπτυξη". *Πάντειο Πανεπιστήμιο, Τμήμα Οικονομικής και Περιφερειακής Ανάπτυξης*, Μάρτιος 2001.
40. Παλάσκας Θ.: "Η ανάπτυξη των αναπτυσσόμενων χωρών θα σώσει τις οικονομίες των αναπτυγμένων". *Οικονομικός Ταχυδρόμος*, Απρίλιος 1996.
41. Παλάσκας Θ.: "Τεχνολογία - παραγωγή : μια τόσο μακρινή απουσία...". *Βιομηχανική Οικονομική Επιθεώρηση*, Φεβρουάριος 1998.

Ξενόγλωσση

42. Fischer I: *The rate of interest*. New York, Mac Millan, 1907.
43. Fischer I: *The theory of interest*. New York, Mac Millan, 1930.

44. Glen H. R.: *Asymmetric information, corporate finance and investmet*. National Bureau of Economic Research, 1990.
45. Grossman S. J., Hart O. D.: *Corporate financial structure and management iincentives*. Economics of Information and Uncertainty, University of Chicago Press, 1982.
46. Holmes Phil: *Investment appraisal*. Department of Economics, University of Durham. International Thomson Business Press, 1998.
47. Hughes A., Storey D.: *Finance and the small firm*. Routledge, 1994.
48. Stern J. M., Chew D. H.: *The revolution in corporate finance*. Malden Mass, Blacwell, 1998.

Ξενόγλωσσα άρθρα

49. Auerbach A. J., King M.A.: "Taxation, portofolio choice and debt - equity ratios, a general equilibrium model". *Quarterly Journal of Economics*, vol. 98, 1983.
50. Bhattacharya S.: "Corporate finance and the legacy of Miller and Modigliani". *Journal of Economic Perspectives*, vol. 2, no. 4, 1988.
51. Bianco M., Casavola P.: "Italian corporate Governance, effects on financial structure and firm performance". *European Economic Review*, vol. 43, 1999.
52. Chenery H. B.: "Overcapacity and the acceleration principle". *Econometrica*, vol. 20, 1952.
53. Clark J. M.: "Business accelaration and the law of demand". *Journal of Political Economy*, vol. 25, 1917.
54. Corbett J.: "International perspectives on financing, evidence from Japan". *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 3, no. 4, 1987.
55. Corbett J., Jenkinson T.: "How is investment financed?" A study of Germany, Japan, the United Kingdom and the United States. *The Manchester School Supplement*, 1997.
56. Cosci S., Mattesini F., Cobham D.: "The italian financial system, neither bank based nor market based". *The Manchester School*, vol. 67, no. 3, June 1999.
57. De Angelo H., Masulis R. W.: "Optimal capital structure under corporate and personal taxation". *Journal of Financial Economics*, vol. 8, 1980.

58. De Angelo H., Masulis R. W.: "Leverage and dividend irrelevancy under corporate and personal taxation". *Journal of Financial Economics*, vol. 35, 1980.
59. Easterbrook F. H.: "Two agency - cost explanations of dividends". *American Economic Review*, vol. 74, 1984.
60. Edwards J.: "Recent developments in the theory of corporate finance". *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 3, no. 4, 1987.
61. Edwards J. S. S.: "Does dividend policy matter?". *Fiscal Studies*, vol. 5, 1984.
62. Grossman S. J., Hart O. D.: "An analysis of the principal agent - problem". *Econometrica*, vol. 51, 1983.
63. Hart O.: "Corporate governance, some theory and implications". *The Economic Journal*, vol. 105, 1995.
64. Jensen M. C., Meckling W. H.: "Theory of the firm, managerial behaviour, agency costs and ownership structure". *Journal of Financial Economics*, vol. 3, 1976 .
65. John K., Williams J.: "Divident, dilution and taxes, a signalling equilibrium". *Journal of Finance*, vol. 40, 1985.
66. Jorgenson D. W., Hall R. E.: "Tax policy and investment behaviour". *American Economic Review*, vol. 57, 1967.
67. Jorgenson D. W.: "Capital theory and investment behaviour". *American Economic Review*, vol. 53, 1963.
68. Keasey K., Watson R.: "The bank financing of small firms in U.K., issues and evidence". *Small Business Economics*, vol. 6, 1994.
69. Keynes J. M.: "Alternative theories of the rate of interest". *Economic Journal*, vol. 47, 1937.
70. Lannoo K.: "A european perspective on corporate governance". *Journal of Common Market Studies*, vol. 37, no. 2, 1999.
71. Levin R.: "Finacial Development and economic groth, views and agenda". *Journal of Economic Literature*, vol. xxxv, 1997.
72. "Macroeconomy". *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 23, no. 2, 2000.

73. Mayer C.: "The assessment, financial systems and corporate investment". *Oxford Review of Economic Policy (corporate finance and investment)*, vol. 3, no. 4, 1987.
74. Mayer C.: "New issues in corporate finance". *European Economic Review*, vol. 32, 1988.
75. Miller M., Merton H.: "Debt and taxes". *Journal of Finance*, vol. 32, 1977.
76. Modigliani F., Miller M.: "The cost of capital, corporation finance and the cost of investment". *American Economic Review*, vol. 48, 1958.
77. Myers S.C., Majluf N.S.: "Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have". *Journal of Financial Economics*, vol. 13, 1984.
78. Ross S. A.: "Comment on the Modigliani - Miller propositions". *Journal of Economic Perspectives*, vol. 2, no. 2, 1988.
79. Ross S. A.: "The determination of financial structure, the incentive signalling approach". *Bell Journal of Economics*, vol. 8, 1977.
80. Ross. A.: "Debt, taxes and uncertainty". *Journal of Finance*, vol. 60, 1985.
81. Shleifer A., Vishny W. R.: "A survey of corporate governance". *The Journal of Finance*, vol. 52, no. 2, 1997.
82. Stiglitz J., Weiss A.: "Credit rationing in markets with imperfect information". *American Economic Review*, vol. 71, 1981.

