



**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ
Μ.Π.Σ. ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ
ΑΝΑΛΥΣΗ ΓΙΑ ΣΤΕΛΕΧΗ**

**Πως επηρεάζει η Χρηματοοικονομική Ανάπτυξη τις
εισροές ΑΞΕ στις οικονομίες ανεπτυγμένων και
αναπτυσσόμενων χωρών.**

Παπαδόπουλος Αθανάσιος

Επιβλέπων καθηγητής: Απέργης Νικόλαος

ΠΕΙΡΑΙΑΣ 2008

Περιεχόμενα

Εισαγωγή-Ανασκόπηση Βιβλιογραφίας.....	3
Χρηματοοικονομική Ανάπτυξη.....	3
Άμεσες Ξένες Επενδύσεις.....	8
Στόχος.....	19
Μεταβλητές.....	19
Υποθέσεις.....	23
Δείγμα - Μέθοδος.....	27
Εμπειρική Ανάλυση.....	29
Συμπεράσματα-Επιδράσεις.....	35
Βιβλιογραφία	38

Εισαγωγή-Ανασκόπηση Βιβλιογραφίας

Για να εξετάσουμε το θέμα της εργασίας μας θα πρέπει καταρχήν να ορίσουμε τις έννοιες της Χρηματοοικονομικής Ανάπτυξης και των ΑΞΕ και να δούμε τις απόψεις που έχουν αναφερθεί στην βιβλιογραφία για τους παράγοντες που τις επηρεάζουν και τα αποτελέσματα που έχουν. Στην συνέχεια θα εξετάσουμε ιστορικά την συσχέτιση και τα πιθανά αποτελέσματα των μεταβολών της χρηματοοικονομικής ανάπτυξης μιας χώρας και θα αναζητήσουμε το κατά πόσο αυτές οι μεταβολές είχαν αντίκτυπο στις εισροές των ΑΞΕ των επιχειρήσεων της χώρας αυτής.

Χρηματοοικονομική Ανάπτυξη

Σαν χρηματοοικονομικός τομέας αναφέρονται όλοι οι οργανισμοί που παρέχουν χρηματοοικονομικές υπηρεσίες λιανικής, εταιρικής, επίσημης ή ανεπίσημης μορφής σε καταναλωτές, επιχειρήσεις και άλλους οργανισμούς. Ο χρηματοοικονομικός τομέας περιλαμβάνει από τις τράπεζες, τα χρηματιστήρια και τους ασφαλιστικούς οργανισμούς έως και τους πάσης φύσεως δανειστές.

Το φαινόμενο της ύπαρξης και της λειτουργίας των χρηματοοικονομικών οργανισμών μπορεί να θεωρηθεί πως ήταν κάτι που το επέβαλαν οι συνθήκες της οικονομίας, δηλαδή ήταν demand-following, γιατί οι υπηρεσίες που προσφέρουν είναι απλά η ικανοποίηση των απαιτήσεων των επενδυτών που πηγάζουν από την λειτουργία της πραγματικής οικονομίας.

Όσο μεγαλύτερη είναι η αύξηση του ρυθμού ανάπτυξης του πραγματικού εισοδήματος, τόσο μεγαλύτερη είναι η ζήτηση για εξωτερική χρηματοδότηση και έτσι, αναπόφευκτα, οδηγούμαστε στην αύξηση του αριθμού του χρηματοοικονομικών διαμεσολαβητών καθώς, κάτω από συγκεκριμένες περιστάσεις, οι εταιρίες θα είναι λιγότερο ικανές να χρηματοδοτήσουν την ανάπτυξη τους από τα ίδια κεφάλαια τους. Για τον ίδιο λόγο, με δεδομένο τον συνολικό ρυθμό ανάπτυξης, όσο μεγαλύτερη είναι η ανισοκατανομή αυτής της αύξησης ανάμεσα σε διαφορετικούς κλάδους τόσο περισσότερο αναγκαία είναι η λειτουργία των χρηματοοικονομικών διαμεσολαβητών έτσι ώστε να μεταφέρουν κεφάλαια από τις πλεονασματικές στις ελλειμματικές οικονομικές μονάδες. Έρευνες μάλιστα έχουν δείξει πως ο υψηλός βαθμός καλής λειτουργίας του χρηματοοικονομικού συστήματος, που

οδηγεί στην μείωση των εξόδων πληροφόρησης και συναλλαγών, επηρεάζει τα επιτόκια, τις επενδυτικές αποφάσεις, την τεχνολογική πρόοδο και τελικά την μακροπρόθεσμη οικονομική ανάπτυξη.

Οι πέντε βασικές λειτουργίες του χρηματοοικονομικού συστήματος όπως τις περιέγραψε ο Levine το 1997 είναι οι κάτωθι:

- Διαχείριση αποταμιεύσεων (Mobilization of savings): Οι αποταμιεύσεις των πλεονασματικών οικονομικών μονάδων διασφαλίζονται ενώ ταυτόχρονα ελλειμματικές οικονομικές μονάδες τις δανείζονται ώστε να χρηματοδοτήσουν την λειτουργία και τις επενδύσεις τους.
- Διαχείριση κινδύνου (Risk Management): Οι χρηματοοικονομικοί διαμεσολαβητές συνδυάζοντας αποταμιεύσεις από διάφορους αποταμιευτές διασφαλίζουν ότι ο καθένας από αυτούς θα μπορεί να πάρει τα χρήματα του πίσω, την στιγμή που αυτός το επιθυμήσει. Αντίστοιχα, με το να δανείζουν, επενδύουν σε διάφορα projects εκ μέρους των αποταμιευτών άρα μειώνουν τον συνολικό τους κίνδυνο και αυξάνουν τις αναμενόμενες αποδόσεις τους.
- Απόκτηση πληροφοριών που αφορούν επενδυτικές ευκαιρίες: Οι χρηματοοικονομικοί διαμεσολαβητές μειώνουν τα κόστη πληροφόρησης για τους αποταμιευτές τους με το να συγκεντρώνουν και να συγκρίνουν τις πληροφορίες σχετικά με εναλλακτικά επενδυτικά σχέδια διασφαλίζοντας έτσι την ορθότερη κατανομή των κεφαλαίων τους.
- Παρακολουθούν τους δανειζόμενους και ασκούν εταιρικό έλεγχο: Οι χρηματοοικονομικοί διαμεσολαβητές παρακολουθούν τις επιδόσεις των επιχειρήσεων και των στελεχών τους δίνοντας έτσι ένα επιπλέον κίνητρο αλλά και φόβο στις επιχειρήσεις στο να επιτυγχάνουν καλύτερα αποτελέσματα.
- Διευκολύνουν την ανταλλαγή προϊόντων και υπηρεσιών: Με την μείωση του κόστους πληροφόρησης και συναλλαγών που απορρέει από την λειτουργία του χρηματοοικονομικού συστήματος, ενθαρρύνεται η αύξηση των συναλλαγών η οποία οδηγεί σε υψηλότερη εξειδίκευση

και παραγωγικότητα των επιχειρήσεων που σαν αποτέλεσμα έχει την ανάπτυξη όλης της οικονομίας.

Τι είναι όμως αυτό που καθορίζει την καλή ποιότητα του χρηματοοικονομικού συστήματος; Σημαντικότερος παράγοντας όλων είναι η μακροοικονομική σταθερότητα. Άλλοι παράγοντες είναι η προώθηση του ανταγωνισμού στον χρηματοπιστωτικό κλάδο, η επιβολή διαφάνειας στην λειτουργία των θεσμών και η δημιουργία του κατάλληλου νομοθετικού πλαισίου για την δραστηριότητα των χρηματοπιστωτικών οργανισμών. Επίσης υπάρχει η ανάγκη για συνετή επίβλεψη και για θωράκιση των ισχυρών δικαιωμάτων των πιστωτών μέσω της υποχρεωτικής σύναψης συμβολαίων για κάθε συναλλαγή.

Η χρηματοοικονομική θεωρία αποδεικνύει ότι η χρηματοοικονομική ανάπτυξη μπορεί να επηρεάσει θετικά την ανάπτυξη μιας εταιρίας εξαιτίας του ρόλου που παίζουν σε αυτή οι χρηματοοικονομικοί διαμεσολαβητές (financial intermediaries) που επηρεάζουν το κόστος κεφαλαίου, λόγω των περιορισμών που υπάρχουν αγορά εξαιτίας της ασύμμετρης πληροφόρησης και του κόστους αντιπροσώπευσης. Ασύμμετρη πληροφόρηση είναι το φαινόμενο όπου η διοίκηση της εταιρίας (δανειζόμενοι) έχουν καλύτερη πληροφόρηση για την πραγματική κατάσταση της εταιρίας από αυτούς που τοποθετούν τα χρήματά τους σε αυτή (δανειστές). Αυτό έχει σαν αποτέλεσμα να ενσωματώνεται στο επιτόκιο δανεισμού και ένα premium που καλύπτει αυτήν την αβεβαιότητα με συνέπεια οι «καλοί» δανειζόμενοι να πληρώνουν περισσότερα από όσο θα έπρεπε εάν υπήρχε τέλεια πληροφόρηση στην αγορά. Το κόστος αντιπροσώπευσης είναι το φαινόμενο το οποίο συμβαίνει όταν κάποιος βάζει χρήματα και κάποιος άλλος τα διαχειρίζεται. Τα συμφέροντα του διαχειριστή μπορεί κάποιες φορές να διαφέρουν από αυτά του δανειστή, μετόχου κ.λ.π., με συνέπεια ο διαχειριστής να κάνει κάποιες επιχειρηματικές κινήσεις που εάν επιτύχουν οι μέτοχοι να απολαμβάνουν τη μερίδα του λέοντος αυτής της επένδυσης ενώ εάν αυτές αποτύχουν το κόστος μοιράζεται ανάμεσα στους μετόχους και τους δανειστές. Έτσι οι δανειστές ενσωματώνουν και αυτήν την ανισορροπία στο κόστος του κεφαλαίου που δανείζουν στην επιχείρηση. Τελικά, αυτοί οι περιορισμοί εξαλείφονται όσο

προχωράει η ανάπτυξη του χρηματοοικονομικού συστήματος παρέχοντας φθηνότερα κεφάλαια για όλες τις επιχειρήσεις.

Σε κάποιες αναπτυσσόμενες χώρες υπάρχει το φαινόμενο οι κυβερνήσεις να εφαρμόζουν χρηματοοικονομική καταστολή (Financial repression). Αυτή η πολιτική εφαρμόζεται μέσω της επιβολής υψηλής φορολογίας, θέσπιση υψηλών απαιτούμενων ελάχιστων διαθεσίμων στους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς και όρια στις καταθέσεις και στα επιτόκια των δανείων. Πολλές έρευνες έχουν γίνει προκειμένου να εξεταστεί το αποτέλεσμα αυτής της πολιτικής και κάποιες από αυτές έδειξαν ότι η «χρηματοοικονομική καταστολή» έχει ως αποτέλεσμα την μείωση του κατά κεφαλήν ΑΕΠ περισσότερο από 1% το χρόνο.

Όσον αφορά την έννοια της Χρηματοοικονομικής Ανάπτυξης, και πως μπορεί να παρατηρηθεί και να αξιολογηθεί ορίζεται ως η μεταβολή δεικτών μεταξύ των οποίων είναι :

- Η αύξηση του αριθμού και του είδους των διαθέσιμων χρηματοοικονομικών οργανισμών και χρηματοοικονομικών εργαλείων.
- Η αύξηση του ποσού των κεφαλαίων που διακινούνται μέσω του χρηματοοικονομικού συστήματος.
- Η βελτίωση της αποτελεσματικότητας, της ανταγωνιστικότητας και του ρυθμιστικού περιβάλλοντος του χρηματοοικονομικού περιβάλλοντος
- Η αύξηση του πληθυσμού που έχει πρόσβαση σε χρηματοοικονομικές υπηρεσίες ιδιαίτερα όταν εξετάζουμε το φαινόμενο με την οπτική της μείωσης της φτώχειας σε μια χώρα.

Πως μετριέται όμως η Χρηματοοικονομική Ανάπτυξη; Υπάρχουν δείκτες που έχουν καθιερωθεί και δημοσιεύονται από μεγάλους οργανισμούς όπως το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (I.M.F.), η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (E.C.B.) κ.α. Οι κυριότεροι από αυτούς τους δείκτες αναφέρονται και αναλύονται παρακάτω:

- Broad money to GDP ratio: Σαν Broad Money (ή αλλιώς M2) στην βιβλιογραφία ορίζεται το χρήμα που βρίσκεται σε κυκλοφορία (currency

in circulation) συν τις τραπεζικές απαιτήσεις (banks demand deposits) συν τις αποταμιευτικές καταθέσεις (savings deposits).

- Credit to the private sector to GDP: Δανειακές πιστώσεις του ιδιωτικού τομέα σαν ποσοστό του ΑΕΠ

Αυτοί οι δείκτες όμως μπορεί να δώσουν και μια παραπλανητική εικόνα της Χρηματοοικονομικής Ανάπτυξης. Για παράδειγμα αν και ένας υψηλός δείκτης «Broad money to GDP» συνδέεται με μεγαλύτερη ρευστότητα, μπορεί να παρατηρηθεί μια πτώση στην τιμή του δείκτη καθώς το Χρηματοοικονομικό σύστημα αναπτύσσεται, καθώς αυτό έχει σαν αποτέλεσμα την δημιουργία περισσότερων εναλλακτικών επιλογών είτε για μακροπρόθεσμες επενδύσεις είτε για την χρησιμοποίηση λιγότερο ρευστών χρηματοοικονομικών εργαλείων.

Δυστυχώς όμως αυτοί οι δείκτες δεν μπορούν να αποτυπώσουν πλήρως αυτό που εννοούμε ως Χρηματοοικονομική Ανάπτυξη γιατί η ανωτέρω είναι μια πολυπαραγοντική έννοια που δεν περικλείει μόνο την νομισματική πολιτική και τα επιτόκια αλλά και εξαρτάται από το πόσο «ανοιχτό» είναι το σύστημα, από τους κανονισμούς που το διέπουν, την επίβλεψη που ασκείται πάνω σε αυτό, την χρησιμοποιούμενη τεχνολογία, τον ανταγωνισμό που επικρατεί στον κλάδο αλλά και την θεσμική θωράκιση των δικαιωμάτων των πιστωτών. Έτσι έχουν προταθεί και χρησιμοποιούνται στην βιβλιογραφία και άλλοι δείκτες οι κυριότεροι από τους οποίους είναι:

- Ratio of Stock Market Capitalization to GDP
- Ratio of Stock Market Value to GDP
- Private credit by deposit money banks and other institutions to GDP
- Σαν μέτρο της συνολικής χρηματοοικονομικής λειτουργίας μιας χώρας χρησιμοποιείται το άθροισμα των i) χρηματιστηριακής κεφαλαιοποίησης, ii) τραπεζικές πιστώσεις στον ιδιωτικό τομέα και iii) εγχώριες ομολογίες χρέους που εκδίδονται από τον ιδιωτικό τομέα. Αυτό το άθροισμα που ονομάστηκε από τον Hartmann (2006), Συνολική κεφαλαιοποίηση και εκφράζεται επίσης ως ποσοστό επί του GDP.

- Τέλος, και σαν συμπλήρωμα των παραπάνω ποσοτικών κριτηρίων μέτρησης της Χρηματοοικονομικής Ανάπτυξης, χρησιμοποιείται και ένας ποιοτικός δείκτης προκειμένου να εξεταστεί η «ποιότητα των λογιστικών προτύπων» που χρησιμοποιείται σε μια χώρα και καθορίζει και την αξιοπιστία των οικονομικών της καταστάσεων που παρουσιάζονται στην χρηματοοικονομική αγορά. Αυτός ο δείκτης «quality of accounting standards» εκδίδεται και δημοσιεύεται από τον οργανισμό International Accounting and Auditing Trends. Ο δείκτης αυτός βασίζεται στην ενσωμάτωση ή στην παράλειψη 90 βασικών λογαριασμών στην παρουσίαση των οικονομικών αποτελεσμάτων και καταστάσεων των επιχειρήσεων.

Άμεσες Ξένες Επενδύσεις.

Οι Άμεσες Ξένες Επενδύσεις (Foreign Direct Investment-FDI) (θα αναφέρονται ως ΑΞΕ στο εξής) ορίζονται ως «οι επενδύσεις που κάνει μια επιχείρηση ώστε να αποκτήσει διαρκή επιχειρηματική παρουσία σε χώρα διαφορετική από αυτήν που η εταιρεία εδρεύει». Οι ΑΞΕ προϋποθέτουν τουλάχιστον δύο εταιρίες. Την μητρική που εδρεύει στην αρχική χώρα (source ή home country) και την θυγατρική που εδρεύει στην χώρα που η μητρική επενδύει (host country). Αυτές οι δύο εταιρίες συγκροτούν την πολυεθνική εταιρεία (MNC) Για να θεωρείται μια επένδυση ως ΑΞΕ πρέπει η μητρική εταιρεία να ασκεί τον έλεγχο πάνω στην θυγατρική της. Σαν δυνατότητα ελέγχου από τα Ηνωμένα Έθνη καθορίζεται η κατοχή τουλάχιστον 10% των μετοχών της θυγατρικής με αντίστοιχα δικαιώματα ψήφου. Οποιαδήποτε μικρότερη συμμετοχή θεωρείται σαν επένδυση χαρτοφυλακίου (portfolio investment).

Στην συμβατική θεωρία των ΑΞΕ, αυτές θεωρούνται σαν μια προσπάθεια της επιχείρησης να εκμεταλλευθεί τα πλεονεκτήματα του ενεργητικού της σε μια διεθνή αγορά (Hymer-1960, Caves-1971). Όταν τα έξοδα συναλλαγών που απαιτούνται για την εκμετάλλευση στοιχείων του ενεργητικού μιας επιχείρησης είναι μεγάλα, η επιχείρηση μπορεί να επιλέξει να μειώσει αυτά τα έξοδα διεθνοποιώντας την λειτουργία της μέσω μιας ΑΞΕ (Buckley & Casson-1976). Η επιλογή της τοποθεσίας για μια ΑΞΕ βασίζεται

στα πλεονεκτήματα που η τοποθεσία αυτή προσφέρει ώστε να μεγιστοποιηθεί η αξία του ενεργητικού της επιχείρησης μείον τα έξοδα εγκατάστασης. (Dunning–1981, Caves-1971). Συγκεντρωτικά, τα ανταγωνιστικά πλεονεκτήματα των στοιχείων του ενεργητικού μιας επιχείρησης, τα πλεονεκτήματα της τοποθεσίας και τα πλεονεκτήματα που απορρέουν από την διεθνοποίηση των λειτουργιών της επιχείρησης (δηλαδή την μείωση των εξόδων συναλλαγής) είναι τα τρία συστατικά της *eclectic theory* των ΑΞΕ του Dunning(1981).

Σύμφωνα επίσης με την συμβατική θεωρία των ΑΞΕ μια επιχείρηση για να προβεί σε ΑΞΕ θα πρέπει να έχει μια τεχνολογική υπεροχή ή κάποιο ιδιαίτερο Know-How. Οι εμπειρικές έρευνες που έγιναν με βάση την συμβατική θεωρία έδειξαν πως οι εταιρίες που προέβησαν σε ΑΞΕ ήταν κυρίως μεγάλες σε μέγεθος, κατείχαν ηγετική στον τομέα τους τεχνολογία ή είχαν εξαιρετικές και σπάνιες γραμμές παραγωγής (Horzt-1972, Caves-1974). Σύμφωνα με την συμβατική θεωρία οι μικρές εταιρίες δεν είχαν κανένα ρόλο στο παιχνίδι των ΑΞΕ.

Η πραγματικότητα όμως είναι διαφορετική. Για παράδειγμα πολυεθνικές επιχειρήσεις που εδρεύουν σε αναπτυσσόμενες χώρες έγιναν μια υπολογίσιμη δύναμη όσον αφορά την συνολική συνεισφορά τους στις εισροές ΑΞΕ (Wells-1983) καθώς επίσης και μικρές ή μεσαίου μεγέθους επιχειρήσεις παίζουν ένα σημαντικό ρόλο στις συνολικές εισροές των ΑΞΕ (Buckley, Newbould, Thurwell – 1988, Kohn–1997). Η συμβατική θεωρία εξηγεί αυτά τα φαινόμενα προσπαθώντας να εντοπίσει τα ανταγωνιστικά πλεονεκτήματα των μικρών αυτών εταιρειών. Τα κυριότερα από αυτά που έχουν αναφερθεί είναι η καταλληλότητα τους όταν απαιτείται κάποιου είδους μικρότερου επιπέδου παραγωγής, η ευελιξία που έχουν στην εναλλαγή των γραμμών παραγωγής τους κ.α. (Wells–1983). Επίσης, οι Gomes & Casseres (1997) και ο Kohn (1997) αναφέρθηκαν σε μια ομάδα μικρών επιχειρήσεων, οι οποίες αν και μικρές σε μέγεθος είναι κυρίαρχες σε μικρές εστιασμένες αγορές (niche markets). Αυτές, όπως παρατηρήθηκε, επεκτείνονται σε άλλες χώρες μέσω ΑΞΕ για να αναπτύξουν νέες αγορές, νέα προϊόντα και να ενδυναμώσουν την εξειδίκευσή τους (deep niche strategy).

Αρκετές έρευνες έχουν δημοσιευθεί σχετικά με τους λόγους που οδηγούν μια επιχείρηση στο να προβεί σε μια ΑΞΕ. Οι Penrose (1956), Caves (1971) μεταξύ άλλων ανέφεραν ότι η αιτία που προκαλεί τις ΑΞΕ είναι η ίδια που προκαλεί και την εγχώρια επέκταση. Το 1975 οι Johanson, Wiedersheim, Paul δημιούργησαν το Internationalization Model of Uppsala School και καθόρισαν τα τέσσερα (4) στάδια στην «αλυσίδα της επέκτασης μιας επιχείρησης». Το 1^ο στάδιο είναι αυτό στο οποίο μια επιχείρηση πουλάει τα προϊόντα της μόνο στην χώρα της. Το 2^ο στάδιο είναι το σημείο που η επιχείρηση αρχίζει και πουλάει τα προϊόντα της σε γειτονικές χώρες ή σε χώρες που γνωρίζει καλά κυρίως μέσω τοπικών αντιπροσώπων που γνωρίζουν την κάθε αγορά. Σε αυτό το στάδιο το μέγεθος αγοράς αυτών των χωρών δεν παίζει μεγάλο ρόλο στην απόφαση της επιχείρησης και αυτή η απόφαση λαμβάνεται κυρίως με έναν δοκιμαστικό χαρακτήρα με την απώτερη σκέψη της περαιτέρω ανάπτυξης. Στο 3^ο στάδιο η εταιρεία εγκαθιδρύει θυγατρικές της που ασχολούνται με την πώληση των προϊόντων της σε χώρες που αποφασίζει με σημαντικότερο κριτήριο της το μέγεθος των δυνητικών αγορών τους. Στο 4^ο και τελευταίο στάδιο η επιχείρηση δημιουργεί ή αποκτά παραγωγικές εγκαταστάσεις σε άλλη χώρα. Αυτή η απόφαση καθορίζεται κυρίως από παράγοντες όπως η στάση και η κουλτούρα της τοπικής κοινωνίας, η φορολογική αντιμετώπιση, το κόστος παραγωγής, τα έξοδα μεταφοράς των προϊόντων της, οι υποδομές και άλλα χαρακτηριστικά της κάθε host country. Κάποια από αυτά τα στάδια όπως επισήμαναν και οι συγγραφείς είναι δυνατό να παρακαμφθούν.

Επιπρόσθετα, όσον αφορά το μέγεθος μιας δυνητικής αγοράς στην πραγματοποίηση μιας ΑΞΕ, τα τελευταία χρόνια με την παγκοσμιοποίηση η σημασία του στην τελική απόφαση μιας επιχείρησης, έχει μειωθεί. Σε αυτό καθοριστικό ρόλο έπαιξαν οι καθιέρωση ζωνών ελεύθερου εμπορίου όπως η Ευρωπαϊκή Ένωση (EU) και η Βόρειο-Αμερικανική Συμφωνία Ελεύθερου Εμπορίου (NAFTA) μέσω συμφωνιών ανάμεσα σε κράτη σε όλο τον κόσμο με την General Agreement on Tariffs and Trade (GATT) και αργότερα με την μετεξέλιξη του συμφώνου στην δημιουργία του Παγκόσμιου Οργανισμού Εμπορίου (WTO).

Οι Άμεσες Ξένες Επενδύσεις μπορούν να είναι είτε οριζόντιες είτε κάθετες. Ο Caves (1971) ερευνήσε τα χαρακτηριστικά των επιχειρήσεων που προχωρούν σε αυτές και κατέληξε στο ότι οι οριζόντιες ΑΞΕ γίνονται από επιχειρήσεις ολιγοπωλιακού χαρακτήρα με διαφοροποιησιμα προϊόντα τόσο στην home όσο και στην host country. Από την άλλη μεριά, οι κάθετες ΑΞΕ επενδύσεις γίνονται κατά κύριο λόγο από επιχειρήσεις που ανήκουν σε ολιγοπώλια στην home country όχι όμως και απαραίτητα και με διαφοροποίηση προϊόντων. Αυτό μπορεί να εξηγηθεί από το γεγονός, πως αν δεν υπάρχει διαφοροποίηση προϊόντος το ανταγωνιστικό πλεονέκτημα μιας επιχείρησης είναι κυρίως η τιμή που μπορεί να μειωθεί εξαιτίας του χαμηλότερου κόστους παραγωγής που μπορεί να επιτευχθεί μέσω των ΑΞΕ.

Μια διαφορετική προσέγγιση σχετικά με τον τρόπο που σχετίζεται η πραγματοποίηση ΑΞΕ από επιχειρήσεις ανάλογα με το επίπεδο παραγωγικότητας τους εξετάστηκε από τους Helpman, Melitz, Yeaple (2004) που εστίασαν στον βαθμό συμμετοχής μιας επιχείρησης τις διεθνείς αγορές. Αρχικά χώρισαν τις επιχειρήσεις σε τρεις (3) κατηγορίες:

- Εταιρίες που εξυπηρετούν πελάτες μόνο στην χώρα τους.
- Εταιρίες που εξάγουν τα προϊόντα στους στις διεθνείς αγορές.
- Εταιρίες που εγκαθιστούν θυγατρικές στο εξωτερικό για να παράγουν τα προϊόντα τους εκεί.

Η έρευνα τους κατέληξε στα λογικά και αναμενόμενα ευρήματα πως στην 1^η κατηγορία ανήκουν οι μικρής παραγωγικότητας επιχειρήσεις που αρκούνται στο να εξυπηρετούν εγχώριους πελάτες. Στην 2^η κατηγορία κατέταξαν τις μεσαίας παραγωγικότητας επιχειρήσεις οι οποίες προσπαθούν να επεκτείνουν το δίκτυο πωλήσεων τους στο εξωτερικό κάνοντας εξαγωγές. Τέλος, στην 3^η κατηγορία ανήκουν οι μεγάλης παραγωγικότητας επιχειρήσεις οι οποίες εγκαθιδρύουν μονάδες παραγωγής τους στο εξωτερικό ώστε να εξυπηρετήσουν την παγκόσμια αγορά. Όπως είναι προφανές οι τελευταίες είναι και αυτές που συμμετέχουν κατά μεγαλύτερο ποσοστό στις παγκόσμιες συνολικές εισροές ΑΞΕ.

Σε αυτό το σημείο πρέπει να αναφερθούν όλοι οι παράγοντες που επηρεάζουν τις αποφάσεις σχετικά με τις ΑΞΕ και πως οι εξωγενείς

παράγοντες είναι πολύ σημαντικοί στην επιλογή της τοποθεσίας για μια ΑΞΕ. Οι κυριότεροι από αυτούς είναι:

➤ Μέγεθος της αγοράς

Το μέγεθος της αγοράς έχει θετική επίδραση στις εισροές ΑΞΕ. Σύμφωνα με την θεωρία του μεγέθους της αγοράς οι πολυεθνικές επιχειρήσεις τείνουν να επενδύουν σε μεγάλες χώρες ώστε να επιτυγχάνουν οικονομίες κλίμακας.

➤ Δυναμική της αγοράς

Η δυναμική της αγοράς η οποία μετριέται από την οικονομική ανάπτυξη της χώρας επηρεάζει θετικά τις εισροές ΑΞΕ. Μια οικονομία με υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης παρέχει περισσότερες ευκαιρίες για κέρδη από μια οικονομία με χαμηλούς ρυθμούς ανάπτυξης.

➤ Εργατικό κόστος

Το εργατικό κόστος όπως είναι προφανές συσχετίζεται αρνητικά με τις εισροές ΑΞΕ. Όσο πιο χαμηλό είναι τόσο προσελκύει περισσότερες ΑΞΕ. Τα παραδείγματα της Κίνας και της Ταϊβάν αλλά και των κοντινότερων μας Βουλγαρίας, Ρουμανίας το επιβεβαιώνουν.

➤ Πόσο «ανοιχτή» είναι μια οικονομία

Το πόσο «ανοιχτή» είναι μια οικονομία είναι σημαντικός παράγων για τις εισροές ΑΞΕ καθ' ότι οι ΑΞΕ κατευθύνονται κυρίως προς τομείς που συνδέονται με το εμπόριο. Ο παραπάνω δείκτης μετριέται σαν το άθροισμα των εισαγωγών και εξαγωγών μιας χώρας προς το ΑΕΠ της.

➤ Καταρτισμένο εργατικό δυναμικό

Ο δείκτης αυτός ορίζεται σαν το ποσοστό του γενικού πληθυσμού το οποίο είναι απόφοιτοι μέσης εκπαίδευσης και σχετίζεται θετικά με τις εισροές ΑΞΕ.

➤ Συναλλαγματικές ισοτιμίες

Πριν τους Froot & Stein το 1991 η κοινή πεποίθηση ήταν πως οι αναμενόμενες μεταβολές στα επίπεδα των συναλλαγματικών ισοτιμιών δεν επηρεάζουν την απόφαση μιας επιχείρησης να επενδύσει σε μια ξένη χώρα.

Μια πιθανή υπερτίμηση του νομίσματος της home country της επιχείρησης θα μείωνε το κόστος της επένδυσης στο εξωτερικό και έτσι η αναμενόμενη ονομαστική απόδοση θα μειωνόταν εξίσου με το εγχώριο νόμισμα, αφήνοντας αμετάβλητη την ποσοστιαία απόδοση (McCulloch-1989). Οι Froot & Stein το 1991 όμως παρουσίασαν ένα μοντέλο ατελούς αγοράς κεφαλαίου με την βοήθεια του οποίου εξήγησαν γιατί μια υπερτίμηση του εγχώριου νομίσματος αυξάνει τις ΑΞΕ των επιχειρήσεων. Εξαιτίας της ατελούς αγοράς κεφαλαίου, το κόστος των ιδίων κεφαλαίων είναι μικρότερο του κόστους δανεισμού μια επιχείρησης. Έτσι η υπερτίμηση του εγχώριου νομίσματος οδηγεί στην αύξηση της αξίας του ενεργητικού μιας επιχείρησης, παρέχοντας της έτσι, περισσότερα διαθέσιμα κεφάλαια για επενδύσεις με χαμηλότερο κόστος σε σχέση με τις ανταγωνιστικές της επιχειρήσεις από τις άλλες χώρες που έχουν υποστεί μείωση της αξίας του ενεργητικού τους λόγω της υποτίμησης του δικού τους νομίσματος.

Ο Blonigen (1997) ανέφερε και έναν άλλον τρόπο με βάση τον οποίο οι μεταβολές των συναλλαγματικών ισοτιμιών μπορούν να επηρεάσουν τις εισροές των ΑΞΕ σε μια χώρα. Εάν η απόφαση για ΑΞΕ από μια επιχείρηση πηγάζει από την επιθυμία να αποκτήσει στοιχεία του ενεργητικού μιας ξένης επιχείρησης τα οποία είναι μεταβιβάσιμα μέσα στην εταιρεία διαμέσου διαφορετικών χωρών και αγορών χωρίς συναλλαγματικά έξοδα (π.χ. τεχνογνωσία, διοικητικές πρακτικές), τότε μια υπερτίμηση του νομίσματος θα μειώσει την τιμή απόκτησης των παραπάνω στοιχείων του ενεργητικού χωρίς όμως να μειωθεί και η αξία τους και έτσι η απόδοση της ΑΞΕ θα αυξηθεί.

➤ Φορολογία

Η προφανής εξήγηση για την φορολογία είναι ότι υψηλότεροι φόροι αποθαρρύνουν τις εισροές ΑΞΕ. Ο βαθμός επηρεασμού όμως, ποικίλει και εξαρτάται από παράγοντες όπως οι διαφορές στην φορολογική αντιμετώπιση μεταξύ home και host country, τα διάφορα είδη φόρων που υπάρχουν και ο τρόπος μέτρησης της επίδοσης των ΑΞΕ. Το μεγαλύτερο μέρος της βιβλιογραφίας στηρίζεται στις εργασίες του Hartman (1984-1985). Η βασική παραδοχή του Hartman είναι ότι τα έσοδα από την επιχειρηματική λειτουργία σε μία ξένη χώρα θα φορολογηθούν τελικά από την home ή την host country

είτε αυτά επανεπενδυθούν είτε επαναπατριστούν. Δεν υπάρχει τρόπος αποφυγής της φορολόγησης αυτών των εσόδων. Όμως αποφάσεις που αφορούν νέες επενδύσεις και απαιτούν νέα κεφάλαια είναι σημαντικές εξαιτίας της διαφοράς της φορολογίας. Είναι προτιμότερο αυτά τα κεφάλαια να προέρχονται από τα έσοδα της θυγατρικής στην host country καθώς έτσι αποφεύγεται η διπλή φορολόγηση καθώς αυτά υπόκεινται σε φόρο μόνο στην host country. Σε αντίθετη περίπτωση, δηλαδή εάν τα κεφάλαια προέλθουν από την μητρική εταιρεία στην home country, αυτά τα κεφάλαια θα έχουν ήδη φορολογηθεί εκεί σαν αποτέλεσμα της λειτουργίας της μητρικής και είναι πιθανόν να υπόκεινται σε φόρο και στην host country.

➤ Θεσμοί

Η καλή λειτουργία και η ποιότητα των θεσμών είναι ένας σημαντικός παράγοντας που επηρεάζει τις εισροές ΑΞΕ ειδικά για τις αναπτυσσόμενες χώρες για αρκετούς λόγους. Αρχικά, γιατί εάν δεν υπάρχει ισχυρή νομική προστασία της ιδιοκτησίας αυξάνεται η πιθανότητα απαλλοτρίωσης της επένδυσης μιας εταιρείας κάτι που προφανώς θα αποθαρρύνει τις ΑΞΕ. Επίσης, η κακή λειτουργία των θεσμών καθώς επίσης και η διαφθορά αυξάνει το κόστος λειτουργίας μιας επιχείρησης που εάν συνδυαστεί και με κακές δημόσιες υποδομές (π.χ. δρόμοι, λιμάνια, ενέργεια) που πιθανώς προκύπτουν από την κακή λειτουργία των θεσμών, μειώνεται σημαντικά η αναμενόμενη κερδοφορία μιας ΑΞΕ. Αν και τα παραπάνω είναι αδιαμφισβήτητα, η μέτρηση του βαθμού επηρεασμού των εισροών ΑΞΕ λόγω της ποιότητας των θεσμών είναι δύσκολη κυρίως επειδή τα στοιχεία που υπάρχουν δεν είναι εύκολα συγκρίσιμα και στερούνται απόλυτης αξιοπιστίας. Για αυτόν τον λόγο λίγες έρευνες έχουν εστιάσει αποκλειστικά σε αυτόν τον παράγοντα ενώ συνήθως χρησιμοποιείται σαν μία αναφορά. Όλες οι έρευνες πάντως που έχουν γίνει (Wei-2000, Hines-1995) δείχνουν πολύ ισχυρή αρνητική συσχέτιση μεταξύ διαφθοράς/κακής λειτουργίας των θεσμών και των εισροών ΑΞΕ.

➤ Εμπορικός προστατευτισμός

Όσο περισσότερος προστατευτισμός υπάρχει σε μια host country τόσο περισσότερο ενθαρρύνονται οι επιχειρήσεις να κάνουν ΑΞΕ στην χώρα αυτή.

Αυτό συμβαίνει γιατί οι δασμοί με τους οποίους επιβαρύνονται οι εξαγωγές τους προς την χώρα κάνουν πιο συμφέρουσα την επιλογή της ΑΞΕ ώστε να μειωθεί το κόστος διάθεσης. Επειδή αυτή η σχέση είναι καθολικά αποδεκτή λίγες είναι οι έρευνες που έχουν γίνει πάνω σε αυτή (Grubert & Mulli-1991, Kogut & Chang-1996, Blonigen-1997). Η έρευνα πάντως που ξεχωρίζει είναι του Blonigen το 2002 η οποία ξεκαθαρίζει πως η ανωτέρω σχέση αφορά κυρίως τις μεγάλες σε μέγεθος πολυεθνικές επιχειρήσεις καθώς οι ΑΞΕ έχουν ένα μεγάλο κόστος το οποίο οι μικρότερες εξαγωγικές επιχειρήσεις είναι δύσκολο να χρηματοδοτήσουν.

➤ Αποτελέσματα του Εμπορίου (Trade Effects)

Το πιο συνηθισμένο κίνητρο στην βιβλιογραφία ώστε μια επιχείρηση να προβεί σε ΑΞΕ είναι να θεωρηθεί αυτή ως υποκατάστατο των εξαγωγών της προς την host country. Όπως ανέφεραν οι Buckley & Casson (1981) οι εξαγωγές εμπεριέχουν μικρότερα σταθερά κόστη αλλά υψηλότερα μεταβλητά όπως τα έξοδα μεταφοράς και οι δασμοί. Αντίθετα, οι ΑΞΕ ενσωματώνουν υψηλότερα σταθερά κόστη και χαμηλότερα μεταβλητά. Έτσι, όπως υποδεικνύει και η κλασική ανάλυση νεκρού σημείου για να φτάσει μια επιχείρηση στην απόφαση για μια ΑΞΕ απαιτείται να προϋπάρχει υψηλή ζήτηση του προϊόντος της ώστε η επένδυση να είναι κερδοφόρα. Οι Elingsen & Warneryd (1999) έκαναν μια θεωρητική ανάλυση η οποία παρήγαγε ένα κρίσιμο (optimal) επίπεδο δασμών πέρα από το οποίο οδηγούνται οι επιχειρήσεις σε ΑΞΕ αντί εξαγωγών. Παρόμοιες έρευνες από τους Lipsey (1981) και Weiss (1984) έδειξαν ότι η σχέση αντικατάστασης, εισροών ΑΞΕ και εξαγωγών, μπορεί να μην ισχύει απόλυτα αλλά μια επιχείρηση που έχει προβεί σε ΑΞΕ να κάνει ταυτόχρονα και εξαγωγές προς την host country. Οι Grubert & Mutti (1991) θεώρησαν τα ευρήματα των Lipsey (1981) και Weiss (1984) στατιστικά μη σημαντικά. Τελικά, το 2001 ο Blonigen διαχώρισε το θέμα καθώς έθεσε την διάκριση των εμπορικών ροών είτε σαν έτοιμα προϊόντα, τέλεια υποκατάστατα αυτών που παράγει η εγκατεστημένη θυγατρική στην host country, είτε σαν ημιτελή προϊόντα τα οποία τα επεξεργάζεται η θυγατρική ώστε να παράγει και να διαθέσει το τελικό προϊόν. Απέδειξε ότι στην πρώτη περίπτωση υπάρχει αρνητική συσχέτιση μεταξύ

εμπορίου και εισροών ΑΞΕ ενώ στην δεύτερη υπάρχει θετική συσχέτιση των δύο.

Μια ακόμη πλευρά των ΑΞΕ που έχει εξεταστεί διεξοδικά στην βιβλιογραφία είναι οι επιπτώσεις που έχουν οι εισροές των ΑΞΕ στις οικονομίες των home και host χωρών. Συνοπτικά, και όσον αφορά τις home countries, θα μπορούσαμε να αναφέρουμε σαν θετικές επιπτώσεις την βελτίωση του ισοζυγίου πληρωμών της χώρας, την ενδυνάμωση της παρουσίας των εταιρειών της χώρας στον παγκόσμιο ανταγωνισμό και την εισροή στη χώρα κερδών από διεθνείς επενδύσεις που μπορούν να επανεπενδυθούν από τους εγχώριους επιχειρηματίες σε καινούργια σχέδια. Αρνητικές επιπτώσεις από τις ΑΞΕ μιας home country είναι η μείωση των θέσεων εργασίας και η επακόλουθη πτώση των μισθών σε σχέση με το εάν αυτά τα κεφάλαια επενδύονταν στο εσωτερικό της χώρας.

Για τις host countries τα άμεσα οφέλη είναι πιο άμεσα και εύκολα ορατά. Η αύξηση της παραγωγικότητας, η μεταφορά τεχνολογίας (Findlay-1978, Wang-1990), η εισαγωγή καινοτόμων διαδικασιών, νέων τρόπων διοίκησης αλλά και know-how, η πρόσβαση σε διεθνείς αγορές είναι πλεονεκτήματα που έχουν αναφερθεί και αποδειχθεί πολλές φορές στην βιβλιογραφία. Αξίζει όμως να αναφερθεί ειδικότερα ένα ακόμα πλεονέκτημα, η λεγόμενη «διάχυση διαδικασιών». Όταν μέσω των ΑΞΕ εισαχθούν σε μια χώρα νέα προϊόντα και τεχνογνωσία ωφελούνται ταυτόχρονα και οι εγχώριες εταιρίες. Αυτό μπορεί να γίνει μέσω των υπαλλήλων που έχουν εκπαιδευθεί από τις πολυεθνικές επιχειρήσεις και αποφασίζουν να τις εγκαταλείψουν για να εργαστούν σε μια ανταγωνιστική εγχώρια επιχείρηση. Έτσι μεταφέρουν τις γνώσεις και τον τρόπο εργασίας τους στις εγχώριες με συνέπεια και αυτές να μπορούν να ανταγωνιστούν στην παγκόσμια αγορά. Ως αρνητικά που μπορούν να έχουν οι ΑΞΕ στις host countries μέχρι αυτή την στιγμή έχουν αναφερθεί μια μεσοπρόθεσμη αρνητική επίπτωση στο ισοζύγιο πληρωμών της χώρας, μια πιθανή μονοπώληση της εγχώριας αγοράς και γενικότερα μια ανησυχία σχετικά με το κατά πόσο η τοπική κυβέρνηση μπορεί να διαχειριστεί την εγχώρια οικονομία όταν αυτή εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από ξένους επενδυτές. Επιπροσθέτως, και όσον αφορά τα πλεονεκτήματα της «διάχυσης

διαδικασιών» που σαν αποτέλεσμα έχουν την αύξηση της παραγωγικότητας, έρευνες έχουν δείξει ότι αυτό το αποτέλεσμα δεν ισχύει πάντα.

Σε επίπεδο διαφορετικών κλάδων της οικονομίας, έρευνες έχουν δείξει ότι οι εισροές ΑΞΕ δεν αυξάνουν οπωσδήποτε την παραγωγικότητα των εγχώριων εταιρειών και αυτό συμβαίνει κυρίως λόγω της μείωσης του μεριδίου αγοράς τους εξαιτίας της εισόδου των ξένων εταιρειών (Aitken & Harrison-1999). Μόνο εφόσον οι εισροές ΑΞΕ συνδυαστούν με αυξημένο επίπεδο ανταγωνισμού (Sjoholm-1999) και αυξημένα έξοδα Έρευνας & Ανάπτυξης-(R&D) (Chuang & Lin-1999) των εγχώριων εταιρειών η παραγωγικότητα όλων των εταιρειών του κλάδου θα αυξηθεί (Smarzynska-2002).

Σε συνολικό επίπεδο, έρευνες έδειξαν ότι οι εισροές ΑΞΕ δεν έχουν έναν αποκλειστικά θετικό αντίκτυπο στην οικονομική ανάπτυξη. Στην πραγματικότητα τα αποτελέσματα μπορεί να είναι ακόμα και αρνητικά εξαιτίας της υπερβολικής μόχλευσης που συχνά χρησιμοποιείται από τις ξένες εταιρείες και της ανασφάλειας και της αναταραχής που επέρχεται εξαιτίας των ΑΞΕ σε μια μέχρι πρότινος προστατευτική (μέσω δασμών κυρίως) οικονομία (Carkoviz & Levine-2002, Loungani & Razin-2001).

Τελικά, όπως αναφέρθηκε από τους Hermes & Lensink το 2001 το μεγαλύτερο μέρος της θετικής επίδρασης στην ανάπτυξη εξαιτίας των εισροών ΑΞΕ διακρίνεται κυρίως μέσω της αποδοτικότητας και της Total Factor Productivity (TFP). Τα σημαντικότερο όμως σημείο είναι πως αυτά τα θετικά αποτελέσματα βασίζονται και παρατηρούνται κυρίως στην διαθεσιμότητα που έχει μια δεδομένη οικονομία σε συστήματα και τρόπους απορρόφησης και αξιοποίησης των θετικών αυτών επιπτώσεων. Ως συστήματα και μηχανισμοί απορρόφησης θεωρούνται η μακροοικονομική πολιτική, οι ικανοποιητικές υποδομές (World Bank-2001), το ανθρώπινο δυναμικό (Borenztein-1998) και η χρηματοοικονομική ανάπτυξη (Hermes & Lensink-2001).

Ειδικότερα για τον ρόλο της Χρηματοοικονομικής Ανάπτυξης θα πρέπει να αναφερθούν τα κανάλια και οι μηχανισμοί που δημιουργούν την αλληλεπίδραση με τις εισροές των ΑΞΕ. Οι ΑΞΕ προάγουν τον ανταγωνισμό

και επιφέρουν αλυσιδωτά αποτελέσματα στις εγχώριες επιχειρήσεις, ωθώντας τις να επενδύσουν στην αναβάθμιση της τεχνολογίας και των λειτουργιών τους. Αυτή όμως η αναβάθμιση απαιτεί μεγάλο αριθμό κεφαλαίων, τα οποία ειδικά για τις νέες και τις μικρές επιχειρήσεις που δεν έχουν υψηλά ίδια κεφάλαια, είναι προσβάσιμα μόνο μέσω εξωτερικού δανεισμού από τους χρηματοοικονομικούς διαμεσολαβητές. Επίσης, η ανάπτυξη των εγχώριων χρηματοοικονομικών διαμεσολαβητών είναι καίριας σημασίας όσον αφορά τον καθορισμό του βαθμού δανεισμού που μπορούν να λαμβάνουν οι ξένες επιχειρήσεις ώστε να χρηματοδοτούν τις δραστηριότητες τους στην εγχώρια αγορά (Rajan & Zingales-1998, Hermes & Lensink-2001). Για τους παραπάνω λόγους, η κυβερνητική πολιτική η οποία στοχεύει στην Χρηματοοικονομική Ανάπτυξη πρέπει να συμβαδίζει, αν όχι να προηγείται, της πολιτικής βούλησης που παρατηρείται τα τελευταία έτη και αφορά την παροχή κινήτρων για την προσέλκυση των ΑΞΕ σε μία χώρα.

Επειδή τα θετικά των ΑΞΕ στις host countries αν συνδυαστούν και με τις άμεσες εισροές κεφαλαίων που παράγονται έχει παρατηρηθεί ότι μπορούν να εκτοξεύσουν την ανάπτυξη μιας οικονομίας οι κυβερνήσεις σήμερα προσφέρουν υψηλά κίνητρα σε επιχειρήσεις ώστε να επενδύσουν στην χώρα τους. Μέχρι πρόσφατα οι πολυεθνικές επιχειρήσεις ελκύνονταν για την πραγματοποίηση μιας επένδυσης από ισχυρά οικονομικά περιβάλλοντα με σημαντικότερα κριτήρια όπως προαναφέρθηκε το μέγεθος της αγοράς και το επίπεδο του πραγματικού εισοδήματος (Dunning-1993, Globerman & Shapiro-1999, Shapiro & Globerman-2000). Τα τελευταία χρόνια όμως αυτό αλλάζει. Επειδή πολλές χώρες ακόμα και οι ανεπτυγμένες, ανταγωνίζονται για να προσελκύσουν ΑΞΕ στο έδαφος τους, προσφέρουν υψηλά κίνητρα για ΑΞΕ και ιδιαίτερα για αυτές τις οποίες προσφέρουν θέσεις εργασίας, σημαντικό πρόβλημα στις ανεπτυγμένες οικονομίες, έφτασαν να προσφέρουν και χρήματα στις εταιρίες για να τις προσελκύσουν, μέσω επιδοτήσεων των επενδύσεων σε συνάρτηση με τις θέσεις εργασίας που αυτές δημιουργούν. Ισχυρά παραδείγματα τα 14.000\$ ανά θέση εργασίας στην Mazda για την επένδυση της στο Flat Rock του Michigan και αποκορύφωμα τα 254.000\$ ανά θέση εργασίας στην Ford και στην Volkswagen για να επενδύσουν στο Setubal της Πορτογαλίας το 1991. Οι αναπτυσσόμενες χώρες που δεν

μπορούν να προσφέρουν τέτοια χρηματικά ποσά βασίζονται στις μεγάλες φοροελαφρύνσεις για να προσελκύσουν τις ΑΞΕ στις χώρες τους.

Στόχος

Ο στόχος της παρούσας έρευνας είναι να εξεταστεί το κατά πόσο η Χρηματοοικονομική Ανάπτυξη μιας χώρας επηρεάζει τις εισροές των Άμεσων Ξένων Επενδύσεων σε αυτή. Με την επιλογή του κατάλληλα διαφοροποιημένου δείγματος χωρών θα εξετάσουμε ιστορικά πως οι μεταβολές της Χρηματοοικονομικής Ανάπτυξης επέδρασαν σε δυο διαφορετικές ομάδες χωρών. Στη πρώτη ομάδα ανήκουν χώρες υψηλού εισοδήματος (high income), σύμφωνα με τον χαρακτηρισμό που προσδίδει σε όλες τις χώρες η Παγκόσμια Τράπεζα, ενώ στην δεύτερη ομάδα ανήκουν χώρες μεσαίου προς χαμηλού εισοδήματος (lower middle income).

Η μελέτη αυτή επιθυμεί να δώσει κάποιες κατευθύνσεις οι οποίες είναι απαραίτητες σε όλες τις κυβερνήσεις και τα οικονομικά επιτελεία τους και αφορούν την πολιτική των κινήτρων που εφαρμόζουν οι περισσότερες χώρες ώστε να προσελκύσουν ΑΞΕ. Η μελέτη αυτή προσπαθεί να διακρίνει σε ποιο βαθμό ένας ανεπτυγμένος χρηματοοικονομικός τομέας επηρεάζει τις εισροές των ΑΞΕ και έτσι να τονιστεί η προτεραιότητα που πρέπει να δοθεί σε αυτήν την ανάπτυξη καθώς από όσες έρευνες έχουν γίνει προγενέστερα φάνηκε ξεκάθαρα πως τα όποια θετικά αποτελέσματα για μια χώρα που προσελκύει ΑΞΕ στο έδαφος της προϋποθέτουν την πρωτύτερη ανάπτυξη του Χρηματοοικονομικού της τομέα.

Μεταβλητές

Οι μεταβλητές οι οποίες θα χρησιμοποιηθούν στην έρευνα μας προκειμένου να εξάγουμε τα καλύτερα δυνατά και αξιόπιστα αποτελέσματα θα είναι οι εξής:

Όσον αφορά την αξιολόγηση του βαθμού της Χρηματοοικονομικής Ανάπτυξης οι μεταβλητές μας χωρίζονται σε τέσσερις (4) υποκατηγορίες ανάλογα με είδος της πληροφόρησης που παρέχουν.

Στην πρώτη κατηγορία ανήκουν οι μεταβλητές που αφορούν τους χρηματοοικονομικούς διαμεσολαβητές.

Η πρώτη μεταβλητή είναι το σύνολο των απαιτήσεων σε εγχώριο νόμισμα των τραπεζών (εξαιρουμένης της κεντρικής τράπεζας) σαν ποσοστό του ΑΕΠ (Deposit money bank assets to GDP). Σαν απαιτήσεις λογίζονται όλες οι απαιτήσεις πλην του χρηματοπιστωτικού τομέα συμπεριλαμβανομένων αυτών από την κυβέρνηση, τις δημόσιες επιχειρήσεις και τον ιδιωτικό τομέα. Με αυτή την μεταβλητή μετριέται το μέγεθος του τραπεζικού τομέα σε σχέση με το σύνολο της οικονομίας και ακολούθως συνάγεται η σπουδαιότητα των υπηρεσιών που ο παραπάνω τομέας προσφέρει στην οικονομία.

Επόμενη μεταβλητή που αφορά την μέτρηση της δραστηριότητας των Χρηματοοικονομικών διαμεσολαβητών είναι ο δείκτης των απαιτήσεων από τον ιδιωτικό τομέα που κατέχουν οι τράπεζες και άλλοι χρηματοοικονομικοί οργανισμοί σε σχέση με το ΑΕΠ (Private credit by deposit money banks and other financial institutions to GDP). Η διαφορά με τον προηγούμενο δείκτη είναι πως σε αυτόν δεν περιλαμβάνονται οι απαιτήσεις από την κυβέρνηση και τις δημόσιες επιχειρήσεις αλλά μόνο από τον ιδιωτικό τομέα και πως εξετάζεται ο συνολικός αριθμός των απαιτήσεων όχι μόνο από τις τράπεζες αλλά και από τους άλλους χρηματοοικονομικούς οργανισμούς. Έτσι εξετάζεται η δραστηριότητα των χρηματοοικονομικών διαμεσολαβητών όσον αφορά μια από τις κύριες λειτουργίες τους που είναι η διοχέτευση των αποταμιεύσεων στους επενδυτές. Αυτή η μεταβλητή έχει χρησιμοποιηθεί από πολλούς ερευνητές στο παρελθόν μεταξύ των οποίων οι Levine and Zervos (1998) και Levine, Loayza and Beck (1999).

Με σκοπό να μετρήσουμε την αποτελεσματικότητα της λειτουργίας των τραπεζών όσον αφορά την μεταφορά των κεφαλαίων από τους αποταμιευτές προς τους επενδυτές θα προσθέσουμε δύο ακόμα μεταβλητές στην ανάλυση μας. Η πρώτη από αυτές θα είναι ο δείκτης της λογιστικής αξίας των λειτουργικών δαπανών των τραπεζών ως ποσοστό του συνολικού ενεργητικού τους (Bank's overhead costs). Ο δείκτης αυτός ουσιαστικά μετράει το ποσοστό του ενεργητικού το οποίο ξοδεύουν οι τράπεζες ώστε να χρηματοδοτούν τις λειτουργίες τους. Η δεύτερη μεταβλητή που χρησιμοποιούμε για την μέτρηση της αποτελεσματικότητας των τραπεζών είναι ο δείκτης του καθαρού περιθωρίου εσόδων από το επιτόκιο (Bank's net

interest margin). Ο δείκτης αυτός υπολογίζεται ως η λογιστική αξία των καθαρών επιτοκιακών εσόδων των τραπεζών ως ποσοστό του ενεργητικού τους.

Τέλος, όσον αφορά τις μεταβλητές που αφορούν τους χρηματοοικονομικούς διαμεσολαβητές ενσωματώνουμε στην ανάλυση μας και μια μεταβλητή η οποία προσδιορίζει την δομή της αγοράς και αυτή είναι ο τραπεζικός συγκεντρωτισμός (Bank's concentration). Ο δείκτης αυτός υπολογίζεται ως ο λόγος του ενεργητικού των τριών μεγαλύτερων τραπεζών σε μια αγορά ως προς το συνολικό ενεργητικό των τραπεζών σε μια δεδομένη οικονομία. Μια υψηλή τιμή του παραπάνω δείκτη υποδηλώνει μεγάλη συγκέντρωση στην τραπεζική αγορά και σαν αποτέλεσμα έχει την έλλειψη ανταγωνισμού στον κλάδο.

Σημαντικό ρόλο επίσης στην Χρηματοοικονομική Ανάπτυξη έχει και ο ασφαλιστικός τομέας. Προκειμένου να μετρήσουμε το μέγεθος και την δραστηριότητα του θα ενσωματώσουμε ακόμα δύο μεταβλητές στην ανάλυση μας. Η πρώτη μεταβλητή είναι ο λόγος των συνολικών ασφαλιστρών ζωής ως ποσοστό του ΑΕΠ (Life insurance penetration), και η δεύτερη μεταβλητή είναι τα συνολικά ασφάλιστρα εξαιρουμένων αυτά που αφορούν τις ασφάλειες ζωής ως ποσοστό του ΑΕΠ (Non-Life insurance penetration). Οι παραπάνω μεταβλητές δεν λαμβάνουν υπόψη τα κρατικά ασφαλιστικά ταμεία καθώς αυτά αποτελούν τμήμα κρατικού συστήματος κοινωνικής ασφάλισης.

Στην αξιολόγηση της Χρηματοοικονομικής Ανάλυσης μεγάλο ρόλο επίσης παίζει και το Χρηματιστήριο. Θα εξετάσουμε την χρηματιστηριακή αγορά της κάθε χώρας όσον αφορά τις τρεις σημαντικότερες διαστάσεις της. Το μέγεθος, την ρευστότητα και την αποτελεσματικότητα.

Προκειμένου να μετρηθεί το μέγεθος της κεφαλαιαγοράς θα χρησιμοποιήσουμε τον δείκτη της συνολικής κεφαλαιοποίησης προς το ΑΕΠ (Stock market capitalization to GDP). Ο δείκτης αυτός υπολογίζεται σαν η χρηματιστηριακή αξία όλων των εισηγμένων στο εγχώριο χρηματιστήριο εταιρειών διαιρούμενη προς το ΑΕΠ της κάθε χώρας. Για να αξιολογηθεί η ρευστότητα του χρηματιστηρίου θα χρησιμοποιήσουμε τον δείκτη της συνολικής αξίας που διακινείται μέσω του χρηματιστηρίου ως ποσοστό του

ΑΕΠ (Stock market total value traded to GDP). Ο δείκτης αυτός ισούται με την συνολική αξία των μετοχών που αλλάζουν χέρια μέσω του χρηματιστηρίου διαιρούμενη με το ΑΕΠ. Τέλος, και όσον αφορά την αποτελεσματικότητα της χρηματιστηριακής αγοράς, θα ενσωματώσουμε στην ανάλυση μας την μεταβλητή που ονομάζεται δείκτης του χρηματιστηριακού κύκλου εργασιών. Αυτός ο δείκτης υπολογίζεται ως η συνολική αξία των μετοχών που διακινούνται μέσω του χρηματιστηρίου διαιρούμενη με την συνολική κεφαλαιοποίηση του.

Τέλος, όσον αφορά τις μεταβλητές που εξετάζουν την Χρηματοοικονομική Ανάπτυξη μιας χώρας ενσωματώνουμε στην ανάλυση μας και δύο μεταβλητές που προσδιορίζουν το μέγεθος της αγοράς ομολόγων. Οι δύο δείκτες που θα χρησιμοποιηθούν είναι η κεφαλαιοποίηση των αγορών δημοσίων και ιδιωτικών ομολόγων σαν ποσοστό του ΑΕΠ (Public/Private bond market capitalization to GDP). Οι δείκτες ορίζονται ως η συνολική αξία των κρατικών ομολόγων που βρίσκονται σε κυκλοφορία ή των ομολογιών χρέους (debt securities) που έχουν εκδοθεί από χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς και ιδιωτικές επιχειρήσεις διαιρούμενη με το ΑΕΠ.

Οι μεταβλητές οι οποίες θα χρησιμοποιήσουμε για να ελέγξουμε την αξιοπιστία των αποτελεσμάτων μας είναι αυτοί που χρησιμοποιούνται στην βιβλιογραφία ώστε να μετρηθούν κάποιοι από τους παράγοντες τους οποίους προαναφέραμε και οι οποίοι επηρεάζουν τις εισροές των ΑΞΕ σε μια χώρα. Παράγοντες όπως το μέγεθος της οικονομίας, το εξωτερικό χρέος της χώρας, η στιβαρότητα της νομισματικής πολιτικής και το πόσο «ανοιχτή» είναι μια οικονομία θα ενσωματωθούν στην ανάλυση μας προκειμένου να διαπιστωθεί εάν τα αποτελέσματα που θα προκύψουν σχετικά με εάν η Χρηματοοικονομική Ανάπτυξη μιας χώρας μπορεί να επηρεάσει τις εισροές ΑΞΕ προς αυτή. Αναλυτικότερα, στην συνέχεια παρουσιάζονται οι δείκτες που θα χρησιμοποιήσουμε στην ανάλυση μας και αναφέρονται τα κυριότερα εμπειρικά αποτελέσματα στην μέχρι τώρα δημοσιευθείσα βιβλιογραφία, όσον αφορά την συσχέτιση τους με τις εισροές των ΑΞΕ.

Για να ενσωματωθεί το μέγεθος μιας οικονομίας στην ανάλυση μας θα χρησιμοποιήσουμε το ΑΕΠ της κάθε χώρας. Η συσχέτιση μεταξύ του ΑΕΠ και των εισροών των ΑΞΕ είναι θετική και στατιστικά σημαντική στις περισσότερες έρευνες καθώς όπως αναφέρει και η θεωρία του μεγέθους της αγοράς (market-size hypothesis) οι πολυεθνικές επιχειρήσεις τείνουν να προτιμούν μεγαλύτερες χώρες ώστε να επιτυγχάνουν οικονομίες κλίμακας.

Η νομισματική πολιτική η οποία στην ανάλυση μας θα ενσωματωθεί μέσω του πληθωρισμού είναι επίσης ένας από τους παράγοντες που επηρεάζουν τις εισροές των ΑΞΕ. Ένας υψηλός πληθωρισμός είναι σύμπτωμα μιας έλλειψης μακροπρόθεσμου στρατηγικού σχεδιασμού της νομισματικής πολιτικής που σαν αποτέλεσμα έχει την έλλειψη εμπιστοσύνης των επενδυτών και κατά συνέπεια της μείωση των ΑΞΕ (Fischer-1993).

Το πόσο «ανοιχτή» είναι μια οικονομία καθορίζεται στην βιβλιογραφία από τον λόγο του αθροίσματος των εισαγωγών και των εξαγωγών της προς το ΑΕΠ. Αυτόν τον δείκτη θα χρησιμοποιήσουμε και στην παρούσα ανάλυση. Οι επιπτώσεις που έχει πάνω στις ΑΞΕ εξαρτάται από τον προσανατολισμό της επένδυσης. Όταν μια επένδυση γίνεται ώστε να εξυπηρετηθεί η εσωτερική αγορά μια λιγότερο «ανοιχτή» οικονομία φαίνεται να έχει θετικό αποτέλεσμα στην προσέλκυση ΑΞΕ καθώς αποφεύγεται ο διεθνής ανταγωνισμός. Αυτό βασίζεται στην υπόθεση του «υποσκελισμού των δασμών» (tariff-jumping hypothesis) σύμφωνα με την οποία μια πολυεθνική επιχείρηση εγκαθιδρύει θυγατρικές της σε μια χώρα που θέλει να επεκταθεί έτσι ώστε να μειώσει τα κόστη της εξαιτίας των δασμών στις εισαγωγές. Αντίθετα, εάν ο προσανατολισμός μιας επένδυσης είναι να εξυπηρετεί την παγκόσμια αγορά τότε μια περισσότερο «ανοιχτή» οικονομία είναι επιθυμητή ώστε να προσελκυσθούν οι ΑΞΕ (Asiedu-2001).

Υποθέσεις

Οι υποθέσεις που διέπουν τις μεταβλητές τις οποίες θα χρησιμοποιήσουμε και όπως αυτές προκύπτουν από προηγούμενα ευρήματα της εμπειρικής έρευνας είναι οι ακόλουθες:

Όσον αφορά τον τραπεζικό κλάδο για την μεταβλητή Deposit Money Bank Assets to GDP σύμφωνα με τους Demirguc-Kunt & Huizinga (1999) ισχύει πως συσχετίζεται αρνητικά με την ανάπτυξη του τραπεζικού τομέα.

Η μεταβλητή Private Credit by Deposit Money Banks and Other Financial Institutions to GDP χρησιμοποιείται στην βιβλιογραφία από τους ερευνητές ώστε να μετρηθεί το «βάθος της χρηματοοικονομικής αγοράς» (financial depth). Ο Albuquerque (2004) βρήκε ισχυρές αποδείξεις πως η ανωτέρω μεταβλητή συσχετίζεται θετικά με την προσέλκυση εισροών ΑΞΕ σε μια χώρα.

Η μεταβλητή Bank Overhead Costs to Total Assets χρησιμοποιείται για να μετρήσει το πόσο υψηλά είναι τα κόστη λειτουργίας των τραπεζών. Είναι προφανές πως υψηλά κόστη συνεπάγονται αναποτελεσματική λειτουργία και επιβράδυνση της ανάπτυξης του κλάδου και συνακόλουθα της Χρηματοοικονομικής Ανάπτυξης της οικονομίας.

Η μεταβλητή Net Interest Margin όπως αναφέρθηκε μετράει την αποτελεσματικότητα του τραπεζικού κλάδου και σχετίζεται θετικά με την Χρηματοοικονομική Ανάπτυξη. Εφόσον στην πραγματικότητα περιγράφει τα περιθώρια κέρδους για τις τράπεζες που βασίζονται στα επιτόκια τους καθώς θα αυξάνεται η αποτελεσματικότητα των τραπεζών θα ανεβαίνουν και τα περιθώρια κέρδους και κατά συνέπεια θα προάγεται η ανάπτυξη.

Η μεταβλητή Bank Concentration περιγράφει τον συγκεντρωτισμό που υπάρχει στον τραπεζικό κλάδο από τις μεγαλύτερες τράπεζες εις βάρος των μικρότερων. Στην βιβλιογραφία τα ευρήματα είναι αντικρουόμενα. Όταν οι τρεις μεγαλύτερες τράπεζες ελέγχουν κατά μεγάλο ποσοστό την αγορά είναι δυνατόν να δημιουργηθούν συνθήκες ολιγοπωλίου κάτι που θα αυξήσει το κόστος δανεισμού των επιχειρήσεων αποθαρρύνοντας έτσι τις εισροές των ΑΞΕ. Άλλες μελέτες όμως θεωρούν πως ένας βαθμός συγκέντρωσης στον τραπεζικό κλάδο είναι αναμενόμενος και φυσιολογικός και σε κάποιο μέτρο και επωφελής. Οι Petersen & Rajan (1995) υποστήριξαν πως οι τράπεζες που λειτουργούν με ολιγοπωλιακά προνόμια έχουν μεγαλύτερο κίνητρο να θέτουν υψηλά έξοδα διαχείρισης προκειμένου να αντισταθμίσουν τα κόστη πληροφόρησης που υπάρχουν, κάτι που έχει σαν αποτέλεσμα να διευκολύνεται η ροή κεφαλαίων προς τις πλουσιότερες και περισσότερο

αξιόπιστες επιχειρήσεις και με αυτόν τον τρόπο το χρηματοοικονομικό σύστημα να μειώνει τα ποσοστά λανθασμένων επιλογών του, άρα μειώνεται το ρίσκο και προωθείται η Χρηματοοικονομική Ανάπτυξη. Πάντως η κυρίαρχη άποψη στην βιβλιογραφία είναι πως ο υψηλός συγκεντρωτισμός στην τραπεζική αγορά επιβραδύνει την Χρηματοοικονομική Ανάπτυξη και συνεπακόλουθα μειώνει τις εισροές των ΑΞΕ.

Για τον κλάδο της ασφαλιστικής αγοράς και πως αυτός επηρεάζει τις εισροές των ΑΞΕ όπως παρατήρησαν οι Chen Ji & Tomas (2001) οι ΑΞΕ προσελκύονται όσο εάν η ανάπτυξη της ανωτέρω αγοράς είναι υψηλή. Έτσι όσο αναπτύσσεται η αγορά ασφαλειών τόσο αυξάνεται η ελκυστικότητα της για τις εισροές ΑΞΕ σε αυτή και κατά συνέπεια λειτουργεί θετικά σε σχέση με την Χρηματοοικονομική Ανάπτυξη και θετικά σε σχέση με τις εισροές ΑΞΕ.

Ένας από τους λόγους που οδηγούν στην αύξηση των εισροών ΑΞΕ είναι η προσπάθεια των αγορών να βρουν εναλλακτικές μορφές χρηματοδότησης όταν η Χρηματοοικονομική Ανάπτυξη είναι σε χαμηλά επίπεδα. Όταν η αγορά ομολόγων είναι σε υψηλά επίπεδα η ανάγκη για προσέλκυση εισροών ΑΞΕ είναι μικρότερη, τουλάχιστον εξαιτίας της ανάγκης για εναλλακτική χρηματοδότηση. Έτσι η ανάπτυξη της αγοράς ομολόγων σχετίζεται αρνητικά με τις εισροές ΑΞΕ (Hausmann & Fernandez-2000).

Τέλος, όσον αφορά την χρηματιστηριακή αγορά η ανάπτυξη της σχετίζεται θετικά με τις εισροές ΑΞΕ καθώς οι εταιρίες που επενδύουν σε μια χώρα επιθυμούν μια ανεπτυγμένη χρηματαγορά έτσι ώστε να έχουν μια εναλλακτική μορφή χρηματοδότησης της λειτουργίας τους.

Για τις μεταβλητές, πέραν αυτών που αφορούν την Χρηματοοικονομική Ανάπτυξη τις οποίες επίσης χρησιμοποιούμε στην ανάλυση μας ισχύουν οι εξής συσχετίσεις.

Το κατά κεφαλήν ΑΕΠ σχετίζεται θετικά με τις ΑΞΕ τόσο στις host όσο και στις home countries (Bevan & Estrin-2002).

Ο δείκτης Total Trade to GDP που δείχνει πόσο «ανοιχτή» είναι μια οικονομία συσχετίζεται θετικά με τις εισροές ΑΞΕ καθώς όπως έχει αποδειχθεί από την προγενέστερη εμπειρική έρευνα οι ΑΞΕ και οι εξαγωγές έχουν πάψει

να θεωρούνται υποκατάστατες επιχειρηματικές κινήσεις, όπως αρχικά δήλωνε η θεωρητική προσέγγιση της βιβλιογραφίας, αλλά θεωρούνται η μία συμπληρωματική της άλλης (Kamal Saggi-2002).

Η τελευταία μεταβλητή μας είναι ο δείκτης CPI. Οι ποσοστιαίες μεταβολές του CPI, σύμφωνα με την βιβλιογραφία, είναι σημαντικές στην επεξήγηση των εισροών των ΑΞΕ. Η πιο λογική εξήγηση μοιάζει πως οι πολυεθνικές επιχειρήσεις τείνουν να προτιμούν περιβάλλοντα στα οποία οι κυβερνήσεις εφαρμόζουν και τηρούν μια αυστηρή νομισματική πολιτική. Επίσης σε πιο «ανοιχτές» οικονομίες ένας χαμηλός πληθωρισμός δίνει μια καλή ένδειξη πως τα εξαγωγικά προϊόντα μπορούν να αντέξουν στον διεθνή ανταγωνισμό (Trevino, Daniels & Arbelaez-2002).

Όλες οι παραπάνω υποθέσεις συνοψίζονται διαγραμματικά στον πίνακα που ακολουθεί:

Δείκτες	Συσχέτιση με εισροές ΑΞΕ
Deposit Money Bank Assets / GDP	✓
Private Credit by Deposit Money Banks and Other Financial Institutions / GDP	↗
Bank Overhead Costs / Total Assets	✓
Net Interest Margin	↗
Bank Concentration	↗ ✓
Life Insurance Premium Volume / GDP	↗
Non-Life Insurance Premium Volume / GDP	↗
Stock Market Capitalization / GDP	↗
Stock Market Total Value Traded / GDP	↗
Stock Market Turnover Ratio	↗
Private Bond Market Capitalization / GDP	✓
Public Bond Market Capitalization / GDP	✓
Gdp per capita	↗
total trade (exports plus imports) / GDP	↗
CPI Price index	✓

Δείγμα - Μέθοδος

Το δείγμα της μελέτης μας αποτελείται από δέκα χώρες οι μισές από τις οποίες είναι υψηλού εισοδήματος και οι άλλες μισές μεσαίου προς χαμηλού. Όλες ανήκουν στις πρώτες τριάντα της κατάταξης στο σύνολο των ΑΞΕ διαιρούμενες με το ΑΕΠ τους και ταυτόχρονα στις πρώτες τριάντα όσον αφορά τον λόγο των εισροών ΑΞΕ και του ΑΕΠ. Η κατάταξη είναι από στοιχεία που έχουν δημοσιευθεί από οργανισμούς όπως το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο και τα Ηνωμένα Έθνη και αφορούν τον μέσο όρο για την χρονική περίοδο 2001-2005. Έχουν αγνοηθεί από την επιλογή του δείγματος χώρες οι οποίες είτε δεν έχουν επαρκή στοιχεία, είτε δημοσίευαν ενοποιημένα στοιχεία (Λουξεμβούργο-Βέλγιο), είτε ανήκουν σε διαφορετική κατηγορία εισοδήματος σύμφωνα με την Παγκόσμια Τράπεζα. Ο χρονικός ορίζοντας των ετήσιων στοιχείων μας ξεκινάει από το 1980 και φτάνει μέχρι το 2005 με την αίρεση πάντα της διαθεσιμότητας των στοιχείων. Έτσι το τελικό δείγμα των χωρών μας είναι:

High Income*	Lower middle income*
Χονγκ - Κονγκ	Βουλγαρία
Σιγκαπούρη	Καζακστάν
Ισλανδία	Τζαμάικα
Ολλανδία	Εκουαδór
Ιρλανδία	Ιορδανία

**WB Income Group*

Η επιλογή του διαχωρισμού των χωρών του δείγματος μας σε δύο γκρουπ – ένα που περιλαμβάνει ανεπτυγμένες χώρες και ένα που περιλαμβάνει τις αναπτυσσόμενες- υποδεικνύεται ως η πιο ενδεδειγμένη πρακτική από την βιβλιογραφία ώστε να οδηγηθούμε σε αξιόπιστα συμπεράσματα. Στις πρώτες

έρευνες που έγιναν και αφορούσαν τις ΑΞΕ δεν υπήρχε διάκριση ανάμεσα στις ανεπτυγμένες και αναπτυσσόμενες χώρες. Τα δεδομένα ομαδοποιούνταν σε ένα δείγμα και για τις σχέσεις οι οποίες προέκυπταν, οι υποθέσεις γενικεύονταν και για τα δύο γκρουπ χωρών. Δυστυχώς αυτό είχε σαν αποτέλεσμα να μην λαμβάνονται υπόψη οι ιδιαιτερότητες των χωρών που αφορούσαν στο οικονομικό επίπεδο ανάπτυξης τους. Άλλες έρευνες εστίαζαν και περιελάμβαναν στο δείγμα τους μόνο ανεπτυγμένες χώρες, κυρίως λόγω της μεγαλύτερης διαθεσιμότητας και αξιοπιστίας των οικονομικών τους στοιχείων, και έπειτα γενίκευαν τα συμπεράσματα και τα προσάρμοσαν αυθαίρετα και στις αναπτυσσόμενες χώρες, οδηγώντας σε λανθασμένες πολιτικές αυτών των χωρών προκειμένου να προσελκύσουν εισροές ΑΞΕ. Πρόσφατα πάντως, στην βιβλιογραφία χρησιμοποιείται η μέθοδος του διαχωρισμού των χωρών σε ανεπτυγμένες και αναπτυσσόμενες έτσι ώστε τα αποτελέσματα να είναι περισσότερο αξιόπιστα και καλύτερα εστιασμένα στα χαρακτηριστικά των χωρών (Bloningen & Wang-2004).

Τα δεδομένα μας αποτελούν panel data δηλαδή η εξέταση των στοιχείων έγινε σε δύο διαστάσεις. Κατ' αρχήν παρατηρήθηκαν πολλές διαφορετικές μεταβλητές σε μια δεδομένη χρονική στιγμή (cross sectional) και στη συνέχεια η μεταβολή αυτών στο χρόνο (time series). Ένα μεγάλο πλεονέκτημα αυτού του τρόπου προσέγγισης των δεδομένων είναι ότι αποκαλύπτει σχέσεις ανάμεσα στις μεταβλητές, που δεν θα μπορούσαν να αποκαλυφθούν αν κάποιος χρησιμοποιούσε μία από τις παραπάνω μεθόδους ξεχωριστά. Η προσέγγιση αυτή αποτελεί τυπική προσέγγιση ανάλυσης δεδομένων σύμφωνα με την οικονομετρική θεωρία, ειδικά όταν υπάρχουν πολλές διαφορετικές μεταβλητές και αρκετές διαφορετικές χρονικές περιόδους.

Η μέθοδος που θα χρησιμοποιηθεί είναι η μέθοδος της γραμμικής παλινδρόμησης ή αλλιώς μέθοδος των ελαχίστων τετραγώνων (OLS – Ordinary Least Squares), η οποία είναι μια στατιστική τεχνική που χρησιμοποιεί δεδομένα για να υπολογίσει την πραγματική σχέση ανάμεσα σε δύο ή παραπάνω μεταβλητές ενός πληθυσμού ή δείγματος. Επίσης τα αριθμητικά δεδομένα έχουν εξομαλυνθεί λογαριθμικά προκειμένου να έχουμε σωστότερα αποτελέσματα.

Η ανάλυση των δεδομένων έγινε μέσω του στατιστικού προγράμματος E-Views, το οποίο επιτρέπει να εξεταστεί μέσω της γραμμικής παλινδρόμησης το μοντέλο της έρευνας μας, έτσι ώστε να αποκαλυφθεί ποια ή ποιες από τις παραπάνω ανεξάρτητες μεταβλητές επιδρούν περισσότερο και σε ποιο βαθμό στην εξαρτημένη μεταβλητή, την αξία της επιχείρησης. Συνολικά, θα υπάρξουν δύο παλινδρομήσεις, μία για ομάδα χωρών, όπου θα εξεταστεί μέσω του ίδιου μοντέλου, η διαφορετικότητα της επίδρασης των ανεξάρτητων μεταβλητών στην εξαρτημένη.

Εμπειρική Ανάλυση

Ο πίνακας 1 δείχνει τα εμπειρικά αποτελέσματα για το γκρουπ των οικονομικά ισχυρών χωρών και περιγράφεται από την εξίσωση :

$$FDI_{i,t} = c + b_1 * DMBAG_{i,t} + b_2 * PCMBG_{i,t} + b_3 * BOCTA_{i,t} + b_4 * NETIM_{i,t} + b_5 * BANCO_{i,t} + b_6 * LIPG_{i,t} + b_7 * NLIPG_{i,t} + b_8 * SMCG_{i,t} + b_9 * SMTVG_{i,t} + b_{10} * SMTO_{i,t} + b_{11} * PRBMG_{i,t} + b_{12} * PUBMG_{i,t} + b_{13} * GDP_{i,t} + b_{14} * CPI_{i,t} + U_{i,t}$$

Ο τελικός πίνακας αποτελεσμάτων που μας δίνει το e-views μετά από την απαραίτητη διαδικασία “From General to Specific” και αφού απομακρύναμε τις μη σημαντικές στατιστικά μεταβλητές είναι ο ακόλουθος:

Dependent Variable: FDII?
 Method: Pooled Least Squares
 Date: 06/25/08 Time: 02:53
 Sample (adjusted): 1991 2005
 Included observations: 15 after adjustments
 Cross-sections included: 4
 Total pool (unbalanced) observations: 56
 Cross sections without valid observations dropped

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	11.07188	0.989797	11.18602	0
BANCO?	-0.868837	0.437146	-1.98752	0.055
LIPG?	1.120581	0.342778	3.269119	0.0025
SMTVG?	0.374345	0.193896	1.930651	0.0619
PUBMG?	-0.942352	0.272533	-3.457753	0.0015
Fixed Effects (Cross)				
_HKC--C	-0.899531			
_SIN--C	0.346604			
_NTL--C	1.057506			
_IRE--C	-0.504579			
Fixed Effects (Period)				
1991--C	-0.323811			
1992--C	-0.752501			
1993--C	-0.500746			
1994--C	-0.482597			
1995--C	-0.347028			
1996--C	-0.057815			
1997--C	-0.320445			
1998--C	0.158659			
1999--C	0.530276			
2000--C	0.96419			
2001--C	0.128782			
2002--C	-0.019309			
2003--C	-0.075786			
2004--C	-0.369316			
2005--C	0.388914			

Effects Specification

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

R-squared	0.802572	Mean dependent var	9.356044
Adjusted R-squared	0.68063	S.D. dependent var	0.939386
S.E. of regression	0.530873	Akaike info criterion	1.858136
Sum squared resid	9.582093	Schwarz criterion	2.65381
Log likelihood	-30.0278	F-statistic	6.581631
Durbin-Watson stat	1.908493	Prob(F-statistic)	0.000001

Για την αξιοπιστία της παλινδρόμησης μας έχουμε τα εξής συμπεράσματα. Οι ανεξάρτητες μεταβλητές επιδρούν στην διαμόρφωση της αξίας της επιχείρησης κατά 80%, ενώ το Adjusted R-squared, εμφανίζεται να είναι λίγο μικρότερο σε 68%. Το F-Statistic που είναι σε μέτριο επίπεδο στο 6,58, επιβεβαιώνοντας ουσιαστικά την αξιοπιστία και την δύναμη του μοντέλου που χρησιμοποιήθηκε. Το Durbin-Watson stat είναι κοντά στο 2, στο 1,90 περίπου δηλαδή τα σφάλματα της μέτρησης μας δεν είναι εξαρτημένα.

Όπως φαίνεται από τα αποτελέσματα στατιστικά σημαντικές σε επίπεδο σημαντικότητας 95% (εκτός των BANCO και SMTVG που είναι επίπεδο σημαντικότητας 90%) είναι οι ακόλουθες μεταβλητές:

Η μεταβλητή BANCO με b_5 ίσο με $-0,868837$ συσχετίζεται αρνητικά με τις εισροές των ΑΞΕ κάτι αναμενόμενο από την θεωρία καθώς όσο μεγαλύτερη συγκέντρωση υπάρχει στον τραπεζικό κλάδο αυτό λειτουργεί αρνητικά στο να προσελκύσει εισροές ΑΞΕ στις οικονομικά ισχυρές χώρες. Για την μεταβλητή LIPG ο εκτιμητής της b_6 έχει την τιμή $1,120581$ δηλαδή συσχετίζεται θετικά με τις εισροές ΑΞΕ. Ένα συμπέρασμα το οποίο είναι σύμφωνο με τα ευρήματα των προγενέστερων ερευνών όπως των Chen Ji & Thomas (2001) οι οποίοι παρατήρησαν πως η ανάπτυξη της ασφαλιστικής αγοράς ευνοεί τις εισροές ΑΞΕ σε μια χώρα. Ο εκτιμητής b_9 για την μεταβλητή SMTVG είναι στατιστικά σημαντικός και θετικός με τιμή $0,374345$ δείχνοντας πως η αύξηση της συνολικής αξίας των μετοχών που διαπραγματεύονται σε οικονομικά ισχυρές χώρες οδηγεί στην αύξηση των εισροών των ΑΞΕ. Οι έρευνες που έχουν γίνει στο παρελθόν είναι σύμφωνες με το παραπάνω εύρημα αφού έχουν αποδείξει πέραν πάσης αμφιβολίας πως οι ΑΞΕ σχετίζονται θετικά και στατιστικά σημαντικά με την συνολική αξία που διαπραγματεύονται διαμέσου των χρηματαγορών (Claessens, Klingebiel & Schmukler-2001). Ο εκτιμητής b_{12} που εκτιμά την μεταβλητή PUBMG είναι στατιστικά σημαντικός και αρνητικός με τιμή $-0,942352$ κάτι που επιβεβαιώνει τα αποτελέσματα της μέχρι τώρα εμπειρικής έρευνας που αναφέρθηκαν (Hausmann & Fernandez-2000) και αποδεικνύουν πως οι ΑΞΕ αυξάνονται όταν η αγορά ομολόγων, τόσο των κρατικών όσο και του ιδιωτικού τομέα, είναι σε χαμηλά επίπεδα ανάπτυξης και

ως εκ τούτου οι εταιρίες και το κράτος ψάχνουν εναλλακτικές μορφές χρηματοδότησης της λειτουργίας τους.

Για τις οικονομικά ασθενέστερες χώρες χρησιμοποιήθηκαν λιγότερες μεταβλητές λόγω έλλειψης επαρκών στοιχείων. Παραλήφθηκαν οι μεταβλητές που αφορούν την αγορά ομολόγων καθώς στις περισσότερες χώρες του δείγματος η αγορά αυτή ουσιαστικά δεν υπάρχει, τουλάχιστον με την μορφή που είναι γνώριμη στις οικονομικά ισχυρότερες χώρες. Έτσι η συνάρτηση που περιγράφει την αλληλεξάρτηση της Χρηματοοικονομικής Ανάπτυξης με τις εισροές ΑΞΕ μετασχηματίζεται σε :

$$FDI_{i,t} = c + b_1 * DMBAG_{i,t} + b_2 * PCMBG_{i,t} + b_3 * BOCTA_{i,t} + b_4 * NETIM_{i,t} + b_5 * BANCO_{i,t} + b_6 * LIPG_{i,t} + b_7 * NLIPG_{i,t} + b_8 * SMCG_{i,t} + b_9 * SMTVG_{i,t} + b_{10} * SMTO_{i,t} + b_{11} * CPI_{i,t} + U_{i,t}$$

Ο τελικός πίνακας αποτελεσμάτων που μας δίνει το e-views μετά από την απαραίτητη διαδικασία “From General to Specific” και αφού απομακρύναμε τις μη σημαντικές στατιστικά μεταβλητές είναι ο ακόλουθος:

Dependent Variable: FDII?

Method: Pooled Least Squares

Date: 06/25/08 Time: 02:40

Sample: 1980 2005

Included observations: 26

Cross-sections included: 5

Total pool (unbalanced) observations: 104

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	4.856616	0.34648	14.01703	0
DMBAG?	-1.99942	0.698295	-2.863289	0.0055
PCMBG?	1.36332	0.709006	1.922861	0.0585
Fixed Effects (Cross)				
_BUL--C	0.316919			
_KAZ--C	0.312771			
_JAM--C	-0.025655			
_ECU--C	0.027591			
_JOR--C	-0.631627			
Fixed Effects (Period)				
1980--C	-1.491486			
1981--C	-1.346974			
1982--C	-1.581955			
1983--C	-1.541686			
1984--C	-1.429484			
1985--C	-1.82553			
1986--C	-1.983246			
1987--C	-0.833739			
1988--C	-1.474914			
1989--C	-2.010701			
1990--C	-0.687844			
1991--C	-1.034321			
1992--C	-0.605121			
1993--C	-0.401766			
1994--C	-0.459221			
1995--C	-0.220696			
1996--C	-0.144358			
1997--C	0.934533			
1998--C	1.019906			
1999--C	0.982166			
2000--C	1.355071			
2001--C	1.418057			
2002--C	1.427494			
2003--C	1.979022			
2004--C	2.162897			
2005--C	2.33213			

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

Period fixed (dummy variables)

R-squared	0.844569	Mean dependent var	5.240356
Adjusted R-squared	0.777647	S.D. dependent var	1.759954
S.E. of regression	0.829894	Akaike info criterion	2.712622
Sum squared resid	49.58811	Schwarz criterion	3.526281
Log likelihood	-109.0563	F-statistic	12.62026
Durbin-Watson stat	1.173027	Prob(F-statistic)	0

Για την αξιοπιστία της παλινδρόμησης μας έχουμε τα εξής συμπεράσματα. Οι ανεξάρτητες μεταβλητές επιδρούν στην διαμόρφωση της αξίας της επιχείρησης κατά 84%, ενώ το Adjusted R-squared, εμφανίζεται να είναι λίγο μικρότερο σε 78%. Το F-Statistic που είναι σε αρκετά υψηλό στο 12,62, επιβεβαιώνοντας ουσιαστικά την αξιοπιστία και την δύναμη του μοντέλου που χρησιμοποιήθηκε. Το Durbin-Watson stat είναι κοντά στο 1,17 περίπου δηλαδή τα σφάλματα της μέτρησης μας δεν είναι ελαφρώς εξαρτημένα.

Παρατηρούμε πως για τις οικονομικά ασθενέστερες χώρες οι στατιστικά σημαντικές σε επίπεδο σημαντικότητας 95% και 90% αντίστοιχα μεταβλητές είναι μόλις δύο. Η μεταβλητή που περιγράφει τον λόγο Deposit Money Bank Assets to GDP της οποίας ο εκτιμητής b_1 έχει την τιμή -1,999420, συσχετίζεται δηλαδή αρνητικά με τις εισροές ΑΞΕ. Καθώς σύμφωνα με τους Demirguc-Kunt & Huizinga (1999) η συγκεκριμένη μεταβλητή συσχετίζεται αρνητικά με την επίδοση του τραπεζικού τομέα, η ανάπτυξη του οποίου προσελκύει τις εισροές ΑΞΕ σε μια χώρα είναι συνακόλουθο πως η ανωτέρω μεταβλητή θα σχετίζεται αρνητικά και με τις εισροές των ΑΞΕ. Έτσι το αποτέλεσμα της εμπειρικής έρευνας της εργασίας συνάδει με τα προγενέστερα ευρήματα της βιβλιογραφίας. Η δεύτερη στατιστικά σημαντική μεταβλητή είναι αυτή που περιγράφει τον λόγο Private Credit by Deposit Money Banks and Other Financial Institutions to GDP της οποίας ο εκτιμητής b_2 έχει την τιμή 1,363320 και σχετίζεται θετικά με τις εισροές ΑΞΕ. Η συγκεκριμένη μεταβλητή χρησιμοποιείται στην βιβλιογραφία για να μετρήσει το «βάθος της χρηματοοικονομικής αγοράς» (depth of financial markets). Σύμφωνα με τον Albuquerque (2004) ο οποίος την χρησιμοποίησε στην έρευνα του για να προσδιορίσει το «βάθος της χρηματοοικονομικής αγοράς», προέκυψαν ισχυρές αποδείξεις στην υπόθεση του πως σχετίζεται θετικά με την προσέλκυση εισροών ΑΞΕ σε μια χώρα. Άρα και σε αυτή την περίπτωση το αποτέλεσμα της εμπειρικής έρευνας της εργασίας συμφωνεί με την προγενέστερη βιβλιογραφία. Παρατηρούμε πως οι και οι δύο μεταβλητές που είναι στατιστικά σημαντικές όσον αφορά την σχέση τους με τις εισροές των ΑΞΕ είναι αυτές που περιγράφουν την Χρηματοοικονομική Ανάπτυξη από την πλευρά της ανάπτυξης του τραπεζικού τομέα. Λείπουν εντελώς μεταβλητές που περιγράφουν την ανάπτυξη των άλλων τομέων όπως της ασφαλιστικής,

της κεφαλαιαγοράς, της αγοράς ομολόγων. Αυτό είναι λογικό εάν αναλογιστεί κανείς πως στις οικονομικά ασθενέστερες χώρες ο πρώτος τομέας που αναπτύσσεται και ουσιαστικά είναι προϋπόθεση για να ακολουθήσουν και οι άλλοι είναι ο τραπεζικός. Άλλωστε ένα μεγάλο μέρος των εισροών των ΑΞΕ σε μια οικονομία κατευθύνεται προς αυτούς τους τομείς που ακόμα είναι σε χαμηλά επίπεδα ανάπτυξης.

Συμπεράσματα-Επιδράσεις

Είναι λανθασμένο να υποθέτουμε πως οι εισροές ΑΞΕ επηρεάζονται από τους ίδιους παράγοντες τόσο στις ανεπτυγμένες όσο και στις αναπτυσσόμενες χώρες. Έτσι οι πολιτικές που πρέπει να ακολουθηθούν μοιραία θα διαφέρουν και θα πρέπει να προσαρμόζονται σε κάθε περίπτωση ειδικά. Τα δεδομένα δείχνουν ξεκάθαρα ότι τα κανάλια διαμέσου των οποίων προσελκύονται αλλά και διοχετεύονται οι εισροές ΑΞΕ στα δύο διαφορετικά γκρουπ χωρών διαφέρουν σημαντικά. Για τις μεν ανεπτυγμένες χώρες παρατηρούμε πως οι μεταβλητές που επηρεάζουν σημαντικά τις εισροές ΑΞΕ καλύπτουν σχεδόν όλο το φάσμα του Χρηματοοικονομικού τομέα. Η μεταβλητή Bank Concentration εντάσσεται όπως προαναφέραμε στις μεταβλητές που περιγράφουν την ανάπτυξη του τραπεζικού κλάδου. Η μεταβλητή Life Insurance Premium Volume to GDP περιγράφει τον βαθμό διείσδυσης της ασφαλιστικής αγοράς στο χρηματοοικονομικό σύστημα. Εμπειρέχει αυτό που ασφαλιστικοί σύμβουλοι ορίζουν σαν την «ασφαλιστική συνείδηση». Είναι προφανές πως όσο υψηλότερο είναι το οικονομικό επίπεδο σε μια χώρα τόσο περισσότερο οι πολίτες επιζητούν να διασφαλίσουν τα κεκτημένα τους. Η μεταβλητή Stock Market Total Value Traded to GDP αντιπροσωπεύει στα αποτελέσματα μας τον ρόλο των κεφαλαιαγορών στην σύγχρονη Χρηματοοικονομική Ανάπτυξη. «Ισχυρό Χρηματιστήριο, ισχυρή οικονομία» είναι το σύνθημα που ακούγεται συχνά από οικονομικούς παράγοντες. Φαίνεται ότι στην περίπτωση μας στην παραπάνω συνεπαγωγή προστίθεται και ένας ακόμα όρος αυτός της «ελκυστικής για επενδύσεις οικονομίας». Τέλος η μεταβλητή Public Bond Market Capitalization to GDP αντιπροσωπεύει τον κλάδο της αγοράς ομολόγων μιας οικονομίας που εάν είναι ισχυρός επιτρέπει μια εναλλακτική μορφή επένδυσης των κερδών των επιχειρήσεων από την λειτουργία τους σε ένα παγκόσμιο περιβάλλον. Αν

συνυπολογίσουμε όλα τα παραπάνω το συμπέρασμα που προκύπτει αβίαστα είναι πως εάν μια πολυεθνική επιχείρηση αποφασίσει να επενδύει σε μια χώρα η οποία διαθέτει ισχυρή εθνική οικονομία και κατατάσσεται στις ανεπτυγμένες απαιτεί από αυτή την χώρα να έχει ανεπτυγμένους όλους τους κλάδους τις οικονομίας της έτσι ώστε τα όποια μειονεκτήματα πιθανόν προκύπτουν από μια επένδυση σε μια ανεπτυγμένη χώρα έναντι μιας αναπτυσσόμενης (π.χ. υψηλότερο εργατικό κόστος, αυστηρότεροι κανονισμοί λειτουργίας) να αντισταθμίζονται από την μεγαλύτερη διαθεσιμότητα χρηματοοικονομικών εργαλείων που προκύπτει από πλήρως ανεπτυγμένες τραπεζικές, ασφαλιστικές, κεφαλαιακές και ομολογιακές αγορές. Εάν επιχειρούσαμε μια αντιστοιχία των ευρημάτων με την Χρηματοοικονομική Ανάπτυξη της Ελλάδος, διαισθητικά και χωρίς να έχουμε διαθέσιμα στοιχεία, εφόσον η χώρα μας ανήκει στις ανεπτυγμένες οικονομικά και προκειμένου να διερευνήσουμε την αδυναμία της να προσελκύσει εισροές ΑΞΕ θα λέγαμε πως ενώ ο τραπεζικός τομέας είναι ιδιαίτερα ανεπτυγμένος δεν ισχύει το ίδιο με την ασφαλιστική αγορά και την αγορά ομολόγων περισσότερο, ενώ με το χρηματιστήριο αυτό ισχύει λιγότερο αν και μόλις τα τελευταία χρόνια γίνονται κάποια βήματα ώστε το χρηματιστήριο να αποκτήσει μεγαλύτερη διαφάνεια και πιο αξιόπιστες διαδικασίες. Έτσι το συμπέρασμα, βασιζόμενο στην έρευνα μας, είναι εύκολο. Προκειμένου η Ελλάδα να απορροφήσει περισσότερες εισροές ΑΞΕ δεν αρκούν τα κίνητρα που προσφέρει άμεσα η κυβέρνηση αλλά απαιτείται επιτάχυνση της Χρηματοοικονομικής Ανάπτυξης έτσι ώστε το περιβάλλον που θα δημιουργηθεί για τις πολυεθνικές επιχειρήσεις να είναι κατάλληλο, όπως αυτές φαίνεται να το ορίζουν, και να δημιουργεί εμμέσως κίνητρο ώστε να επενδύσουν.

Για τις αναπτυσσόμενες χώρες τα πράγματα είναι πιο απλά. Οι στατιστικά σημαντικά μεταβλητές οι οποίες επηρεάζουν τις εισροές ΑΞΕ είναι δύο και αφορούν και οι δύο τον τραπεζικό κλάδο. Η μεταβλητές Deposit Money Bank Assets to GDP και Private Credit by Deposit Money Banks and Other Financial Institutions to GDP δείχνουν τα κυριότερα μεγέθη τα οποία εξετάζουν οι πολυεθνικές επιχειρήσεις προκειμένου να αποφασίσουν αν θα επενδύσουν ή όχι σε μια χώρα. Ενδιαφέρονται πρωτίστως δηλαδή, για το εάν το τραπεζικό σύστημα προσφέρει τα βασικά θεμέλια και εργαλεία για την

άσκηση επιχειρηματικής δραστηριότητας. Δεν επηρεάζουν σχεδόν καθόλου οι άλλες αγορές του χρηματοοικονομικού κλάδου που στις περισσότερες των περιπτώσεων στις αναπτυσσόμενες χώρες υπολειτουργούν ή ακόμα και δεν υφίστανται. Είναι προφανής η διαφορά των αποτελεσμάτων με αυτά των ανεπτυγμένων χωρών και είναι λογικό καθώς οι αναπτυσσόμενες χώρες προσφέρουν άλλου τύπου πλεονεκτήματα για επενδύσεις σε μια πολυεθνική επιχείρηση (π.χ. χαμηλότερο εργατικό κόστος, πιο «χαλαροί» κυβερνητικοί περιορισμοί).

Κλείνοντας, και θέλοντας να αναφέρω μια προσωπική σκέψη που προκύπτει από τα αποτελέσματα της έρευνας μου και ίσως ένα πεδίο που χρήζει περαιτέρω διερεύνησης, θα προσπαθήσω να αναφέρω επιγραμματικά τις επιπτώσεις και τις εφαρμογές που έχουν τα συμπεράσματα της έρευνας μου για την Ελλάδα και τις γειτονικές χώρες. Η Ελλάδα είναι η μόνη χώρα της Βαλκανίων και της Νοτιοανατολικής Μεσογείου που ανήκει στις ανεπτυγμένες οικονομίες ενώ οι υπόλοιποι γείτονες της (Βουλγαρία, Τουρκία, Σκόπια, Αλβανία κ.α.) ανήκουν στις αναπτυσσόμενες. Η Ελλάδα έχοντας ένα ισχυρό τραπεζικό κλάδο εξάγει αυτή την τεχνογνωσία και την δύναμη της κατά κύριο λόγο προς τις ανωτέρω κατευθύνσεις. Με αυτόν τον τρόπο ενδυναμώνει την Χρηματοοικονομική τους Ανάπτυξη καθιστώντας τις ελκυστικές για την εισροές ΑΞΕ παγκοσμίως καθώς όταν πρόκειται για αναπτυσσόμενες χώρες, όπως αποδείχθηκε, αυτό είναι το κύριο κριτήριο για την πραγματοποίηση ή μη μιας επένδυσης. Ταυτόχρονα η Ελλάδα, μην έχοντας ανεπτυγμένους τους άλλους τομείς του χρηματοοικονομικού κλάδου (ασφαλιστική και ομολογιακή αγορά, χρηματιστήριο) δεν αποτελεί ελκυστικό προορισμό για τις ΑΞΕ καθ' ότι είναι μια ανεπτυγμένη οικονομία. Έτσι, αν εξετάσουμε με στενά γεωγραφικά όρια, την θέση μας στην κατάταξη της ελκυστικότητας για τις εισροές ΑΞΕ σε σχέση με τους γείτονες μας είμαστε πολύ χαμηλότερα στην κατάταξη και μάλιστα οι γειτονικές χώρες μας ξεπερνάνε χάρη και στην δική μας βοήθεια. Μάλιστα εάν υποθέταμε πως ήμασταν μια αναπτυσσόμενη οικονομία τότε λογικά θα βρισκόμασταν στην κορυφή αυτής της υποθετικής κατάταξης. Βέβαια η πρόταση δεν είναι να γίνουμε φτωχότεροι για να ανταγωνιστούμε καλύτερα αλλά ούτε και να σταματήσουμε να επενδύουμε σε αυτές τις χώρες και να μεταφέρουμε εκεί την τεχνογνωσία μας στον τραπεζικό κλάδο καθώς

αυτό θα ήταν καταστροφικό για όλους αλλά θα πρέπει να εστιάσουμε στο να αναπτύξουμε περισσότερο τις δικές μας ασφαλιστικές, ομολογιακές και χρηματιστηριακές αγορές ώστε να ανταγωνιστούμε τις υπόλοιπες ανεπτυγμένες χώρες και έτσι να γίνουμε ο φορέας Χρηματοοικονομική Ανάπτυξης της ευρύτερης γεωγραφικής περιοχής μας.

Βιβλιογραφία

- Alan Bevan, Saul Estrin, **The determinants of foreign direct investment into European transition economies**, Journal of Comparative Economics 32, pp. 775-787 (2004)
- Angelos Antzoulatos, Chris Tsoumas, Dimitris Kyriazis, **Financial Development and Asymmetric Information**
- Asli Demirguc-Kunt, Ross Levine, **Bank Concentration: Cross-Country Evidence**, (2000)
- Bruce Blonigen, **A review of empirical literature on FDI Determinants**, NBER (2005)
- Bruce Blonigen, Miao Wang, **Inappropriate pooling of wealthy and poor countries in empirical FDI studies**, National Bureau of Economic Research, Working Paper 10378 (2004)
- Chen Ji, Steve Thomas, **The role of foreign insurance companies in China's emerging insurance industry: an FDI case study**, Presentation on the Conference of the Financial Sector reform in China (2001)
- E. Borensztein, J. De Gregorio, J-W Lee, **How does foreign direct investment affect economic growth?**, Journal of International Economics 45, pp. 115-135 (1998)
- **Financial Sector Development: A Pre-Requisite for Growth and Poverty Reduction?** Policy division Info Series, Department of Financial Development, (2004)

- Homin Chen, Tain-Jy Chen, **Network linkages and Location choice in FDI**, Journal of International Business Studies, Vol 29 (1998)
- Hugh T. Patrick, **Financial development and Economic growth in Underdeveloped Countries**, Economic Development and Cultural Change, Vol. 14, No 2, pp.174-189 (1966)
- Isabel Faeth, **Determinants of FDI in Australia: Which theory can explain it best?**, Research Paper No 946, Department of Economics, University of Melbourne, (2005)
- Jan Bena, Stepan Jurajda, **Which Firms benefit more from financial development?**, Working Papers Series 330, Czech Center of Economic Research and Graduate Education,(2007)
- Jeffrey Wooldridge, **Introductory Econometrics: A modern Approach**, 2nd Edition (2002)
- Jens Mathias Arnold, Katrin Hussinger, **Exports versus FDI in German Manufacturing: Firm performance and participation in international markets**, Discussion Paper No 05-73, Center for European Economic Research (2006)
- Jongmoo Jay Choi, Bang Nam Jeon, **Financial factors in foreign direct investment: A dynamic analysis of international data**, Research in International Business and Finance 21(2007).
- Kamal Saggi, **Trade, Foreign Direct Investment and International Technology Transfer: A Survey**, The World Bank Research Observer vol.17, No 2, pp. 191-235 (2002)
- Kyriaki Kosmidou, Fotios Pasiouras, Angelos Tsaklanganos, **Domestic and multinational determinants of foreign bank profits: The case of Greek banks operating abroad**, Journal of Multinational Financial Management 17, pp. 1-15 (2007)
- Laura Alfaro, Areendam Chanda, Sebnem Kalemli-Ozcan, Selin Sayek, **FDI and economic growth: The role of local financial markets**, Journal of International Economics 64, pp. 89-112, (2004)

- Len Trevino, John Daniels, Harvey Arbelaez, **Transnational Corporations, Market reform and FDI in Latin America: an empirical investigation**, UNCTAD, Volume 2, Number 1 (2002)
- Linda Goldberg, **Financial Sector foreign direct investment and Host countries: New and old Lessons**, Staff Report No 183, Federal Reserve Bank of New York,(2004)
- Marco Pagano, **Financial markets and Growth: An overview**, European Economic Review 37, pp. 613-622 (1993)
- Mohammed Omran, Ali Bolbol, **Foreign Direct Investment, Financial Development, and Economic Growth: evidence from Arab countries**, Review of Middle East Economics and Finance, vol 1, No 3, pp. 231-249 (2003)
- Ricardo Hausmann, Eduardo Fernandez-Arias, **Foreign Direct Investment: Good Cholesterol?** , Inter-American Development Bank, Research Department, Working paper #417 (2000)
- Robert E. Lipsey, **The role of foreign direct investment in international capital flows**, NBER Working Paper Series 7094 (1999)
- Ross Levine, **Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda**, Journal of Economic Literature, Vol. 35, No 2, pp.688-726 (1997)
- Shigeyuki Hamori, **International Capital Flows and the Frankel-Dooley-Mathieson Puzzle**, Economics Bulletin, Vol. 15, No 19, pp. 1-12 (2007)
- Stijn Claessens, Daniela Klingebiel, Sergio Schmuckler, **FDI and Stock Market Development: Complements or Substitutes?** (2001)
- Susan Creane, Richi Goyal, A. Mushfia Mobarak, Randa Sab, **Financial development in Middle East and North Africa**, IMF (2003)
- Thorsten Beck, Asli Demirguc-Kunt, Ross Levine, **A new database on Financial Development and Structure**, The World Bank Development Research Group Finance (1999)

- Yongfu Huang, Jonathan Temple, **Does external trade promote financial development?**, Discussion Paper No 05/575, Department of Economics, University of Bristol (2005)
- Yongfu Huang, **What determines financial development?** , Discussion Paper No 05/580, Department of Economics, University of Bristol (2005)