

**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ**

**ΙΟΥΝΙΟΣ 2004**

**ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ**

**ΘΕΜΑ: «ΑΜΕΣΕΣ ΞΕΝΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΣΤΟΝ  
ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟ ΤΟΜΕΑ»**

ΕΠΙΜΕΛΕΙΑ: Μ.Χ.ΣΑΜΠΑΤΑΚΟΥ, Α.Μ : ΜΧΡΗ/0233  
ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ:κ. Α. ΑΝΤΖΟΥΛΑΤΟΣ

## ***Περιεχόμενα***

1. Εισαγωγή
  2. Ανασκόπηση σχετικής βιβλιογραφίας
  3. Επιλογή θεωρίας
  4. Στοιχεία και μεθοδολογία
    - 4.1. Στοιχεία
    - 4.2. Μεθοδολογία – Το οικονομετρικό Υπόδειγμα
  5. Αποτελέσματα
  6. Οικονομική ερμηνεία ευρημάτων μελέτης
  7. Προτάσεις για μελλοντική έρευνα
- Βιβλιογραφία

## 1. Εισαγωγή

Είναι ευρέως γνωστό ότι η παγκοσμιοποίηση που χαρακτηρίζει τις διεθνείς αγορές τα τελευταία χρόνια διευκολύνει τη διεθνή κινητικότητα των κεφαλαίων, κλασσική έκφραση της οποίας είναι η διασυνοριακή δραστηριότητα και συνεργασία των επιχειρήσεων. Στα πλαίσια αυτά ιδιαίτερη θέση κατέχουν οι άμεσες ξένες επενδύσεις, οι οποίες την τελευταία δεκαετία παρουσιάζουν αλματώδη ανάπτυξη, όπως προκύπτει από τα διαθέσιμα στατιστικά στοιχεία των διεθνών οργανισμών, όπως είναι ο Ο.Ο.Σ.Α. και το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο. Ουσιαστικά, αντίθετα με το παραδοσιακό διασυνοριακό εμπόριο των αγαθών και υπηρεσιών, οι άμεσες ξένες επενδύσεις (Α.Ξ.Ε) αντανakλούν έμμεσα την επίτευξη στρατηγικής τοποθέτησης των επιχειρήσεων σε μια συγκεκριμένη χώρα, η οποία θα τους εξασφαλίσει μακροχρόνια παρουσία στην αντίστοιχη ξένη αγορά.

Μάλιστα, η κύρια μορφή άμεσων ξένων επενδύσεων τη δεκαετία του '90 ήταν οι εξαγορές και συγχωνεύσεις, οι οποίες παρουσίαζαν συνεχή ανοδική πορεία. Ο UNCTAD αναφέρει ότι η αξία των διασυνοριακών εξαγορών και συγχωνεύσεων από 100 δις \$ περίπου στα τέλη του '80 έφθασε στο ύψος των 720 δις \$ το 1999. Μόνο στην Ευρώπη η αξία των διασυνοριακών εξαγορών και συγχωνεύσεων έφθασε τα 498 δις \$ το 1999, μια αύξηση της τάξεως του 75% από την προηγούμενη χρονιά.

Βέβαια, η ιστορία των πολυεθνικών εταιρειών και των άμεσων ξένων επενδύσεων που αυτές πραγματοποιούσαν έχει τις ρίζες της πολύ πίσω στο χρόνο, πριν από το Δεύτερο Παγκόσμιο Πόλεμο<sup>1</sup>. Μάλιστα υπάρχει μεγάλος όγκος βιβλιογραφίας –κυρίως θεωρητικών μελετών- που αφορά το θέμα των άμεσων ξένων επενδύσεων. Ωστόσο, πριν περάσουμε στην παράθεση κάποιων μελετών και στη διευκρίνιση του ερωτήματος που καλούμαστε να ερευνήσουμε, κρίνεται σκόπιμο να παραθέσουμε ένα βασικό ορισμό για την έννοια των Άμεσων Ξένων Επενδύσεων.

Σύμφωνα λοιπόν με το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (I.M.F) και της μεταγενέστερης συμφωνίας του Ο.Ο.Σ.Α. (Ο.Ε.С.Д), μια *Άμεση Ξένη Επένδυση* ορίζεται ως μια διεθνής μετακίνηση κεφαλαίου μέσω της οποίας μια εταιρεία με έδρα σε μια συγκεκριμένη χώρα ξεκινά μια παραγωγική δραστηριότητα σε κάποια άλλη χώρα, είτε με μια νέα επένδυση ιδρύοντας δηλαδή μια νέα επιχείρηση (green-field investment) είτε μέσω μιας εξαγοράς ολόκληρης ή μέρους μιας προϋπάρχουσας ξένης

εταιρείας και ταυτόχρονης συγχώνευσης (brown-field investment), στοχεύοντας στον έλεγχο της ξένης επιχείρησης ή τουλάχιστον στην άσκηση επιρροής σχετικά με τον τρόπο λειτουργίας της<sup>2</sup>.

Επιπλέον, το IMF στην πέμπτη έκδοση του εγχειριδίου του Ισοζυγίου Πληρωμών ορίζει ότι *άμεσος επενδυτής* σε μια χώρα θεωρείται όποιος έχει στην ιδιοκτησία του από 10% και άνω του κεφαλαίου μιας εταιρείας στην εν λόγω χώρα. Αν και αυτό δεν αποτελεί κανόνα, το IMF θεωρεί ότι μπορεί να χρησιμοποιηθεί σαν μια βάση διαχωρισμού μεταξύ μιας άμεσης ξένης επένδυσης και των επενδύσεων χαρτοφυλακίου υπό τη μορφή των συμμετοχών σε κάποια εταιρεία.

Στη συνέχεια, στο δεύτερο μέρος αυτής της μελέτης, θα παρουσιαστεί κατά κύριο λόγο ένας αριθμός εμπειρικών ερευνών οι οποίες εξετάζουν το θέμα των Άμεσων Ξένων Επενδύσεων από αρκετά διαφορετικές πλευρές. Πάντως πρέπει να σημειωθεί ότι οι περισσότεροι ερευνητές χρησιμοποίησαν σαν βάση για την κατασκευή των μοντέλων τους την εκλεκτική θεωρία του Dunning, ενώ οι υπόλοιποι το συνδυασμό κάποιων προϋπαρχουσών θεωριών.

Τέλος, στο υπόλοιπο κομμάτι της εργασίας αφού αναλυθεί η θεωρία πάνω στην οποία θα βασιστούμε προκειμένου να μελετήσουμε το φαινόμενο των άμεσων ξένων επενδύσεων - εισροών κεφαλαίων - στο χρηματοπιστωτικό τομέα ενός αριθμού κρατών της Δυτικής Ευρώπης, θα παρουσιαστούν τα δεδομένα που έχουμε συγκεντρώσει και οι πηγές προέλευσης τους. Στη συνέχεια θα περιγραφεί το οικονομετρικό μοντέλο και η μέθοδος που ακολουθήθηκε και τέλος αφού παρουσιαστούν τα αποτελέσματα που προέκυψαν, θα προσπαθήσουμε να αναλύσουμε την οικονομική τους σημασία. Ασφαλώς η παρούσα εργασία περιλαμβάνει έναν απολογισμό σε σχέση με τον αρχικό στόχο και το τελικό αποτέλεσμα και θα ολοκληρωθεί με κάποιες προτάσεις προς διερεύνηση στο μέλλον.

---

<sup>1</sup>Βλ. Ch.6:“The role of Foreign Direct Investment in international Capital Flows”, Robert E. Lipsey, “International Capital Flows”, Martin Feldstein, University of Chicago,1999

<sup>2</sup> Βλ. Balance of Payments Manual,IMF,1993

## 2. Ανασκόπηση σχετικής βιβλιογραφίας

Όπως προαναφέρθηκε οι άμεσες ξένες επενδύσεις είναι ένα θέμα που απασχολεί τους ερευνητές για μεγάλο χρονικό διάστημα. Ωστόσο οι περισσότερες μελέτες μένουν σε θεωρητικό επίπεδο χρησιμοποιώντας κάποιες κλασσικές πλέον θεωρίες που βρίσκουν εφαρμογή στο φαινόμενο των άμεσων ξένων επενδύσεων, όπως είναι η θεωρία του Vernon (1966) που χρησιμοποιεί τον κύκλο ζωής ενός προϊόντος ή η θεωρία του Dunning (1958,1980) την οποία και θα αναλύσουμε ακολούθως. Όσον αφορά τις εμπειρικές μελέτες η πλειοψηφία τους χρησιμοποιεί ως εφαλτήριο την εκλεκτική θεωρία του Dunning, αλλά το αντικείμενο των διαφόρων μελετών ποικίλλει τόσο ως προς τις χώρες που ερευνώνται όσο και ως προς τις πτυχές των άμεσων ξένων επενδύσεων που εξετάζονται κάθε φορά. Στη συνέχεια αναλύονται κάποια άρθρα προκειμένου να δοθεί μια ιδέα για την υπάρχουσα βιβλιογραφία και να εντοπιστεί κάθε ευκαιρία για περαιτέρω έρευνα.

Κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του '80 η ανάπτυξη των Άμεσων Ξένων Επενδύσεων στη διεθνή αγορά ήταν τρομακτική, με κύριους πρωταγωνιστές τις Η.Π.Α. και την Ιαπωνία, όπου οι Η.Π.Α. εμφανιζόταν ως *χώρα υποδοχής* άμεσων ξένων επενδύσεων και η Ιαπωνία ως *χώρα πηγή* των άμεσων ξένων επενδύσεων<sup>3</sup>. Σημειωτέον, ότι το βασικό και πιο δημοφιλές μονοπάτι των Α.Ξ.Ε. τότε ήταν οι εξαγορές εταιρειών.

Η δραματική αυτή ανάπτυξη των Α.Ξ.Ε. οδήγησε στην αναζήτηση εκείνων των θεωριών που θα βοηθούσαν στη μελέτη, ανάλυση και ερμηνεία του τρόπου που λειτουργούσαν οι Α.Ξ.Ε., καθώς και στη δημιουργία κάποιων προβλέψεων για το πώς θα εξελίσσονταν στο μέλλον. Ασφαλώς υπήρχε πληθώρα διαθέσιμων στοιχείων, τα οποία χρησιμοποιήθηκαν τόσο στο διαχωρισμό των υπαρχόντων χρήσιμων μοντέλων όσο και στη δημιουργία νέων. Παρουσιάζονται λοιπόν κάποιες μελέτες που άπτονται του θέματος των Α.Ξ.Ε., άλλες από θεωρητικής πλευράς και άλλες βάσει κάποιων επιμέρους κριτηρίων (γεωγραφικών, τομέων δραστηριοποίησης των εταιρειών και τύπους άμεσων ξένων επενδύσεων).

Οι **Paul Krugman** και **Edward Graham** παρουσιάζουν ένα θεωρητικό μοντέλο ερμηνείας των τάσεων ανάπτυξης των άμεσων ξένων επενδύσεων. Η έρευνα τους περιλαμβάνει την παρουσίαση των ελλειμμάτων στα ισοζύγια πληρωμών των χωρών από τις ροές των Α.Ξ.Ε., δείχνοντας έτσι τον ξένο έλεγχο των κεφαλαίων στην

---

<sup>3</sup> βλ. "Foreign Direct Investment", Kenneth Froot, University of Chicago Press and NBER, 1992

κάθε χώρα. Έχοντας λοιπόν υπόψη τα ανωτέρω μεγέθη προχωρούν στη συγκέντρωση των σημαντικότερων τάσεων στις Α.Ξ.Ε. χρησιμοποιώντας στοιχεία των ροών τους, τις οποίες και εντοπίζουν ανάμεσα στις αναπτυγμένες χώρες όπως οι Η.Π.Α., η Ιαπωνία και η Μεγάλη Βρετανία. Κατά τους δύο ερευνητές υπάρχουν τέσσερα χαρακτηριστικά των τάσεων των Α.Ξ.Ε. που βοηθούν στην εκτίμηση των θεωριών γι' αυτές:

- 1) οι Α.Ξ.Ε. χαρακτηρίζονται από περιοδικές αναπτυξιακές «εκρήξεις» και όχι από ένα σταθερό ρυθμό ανάπτυξης.
- 2) η ανάπτυξη μετά το 1985 δεν οφειλόταν απλά σε μεταφορά κεφαλαίων από τις πλεονασματικές χώρες σε αυτές που είχαν έλλειμμα, αλλά και στη μεταφορά τεχνολογίας και τεχνογνωσίας, στη δημιουργία θέσεων εργασίας και γενικά στην επενδυτική δραστηριότητα που είχαν οι πολυεθνικές στις χώρες υποδοχής.
- 3) οι άμεσες ξένες επενδύσεις έχουν πάρει πρόσφατα τη μορφή των εξαγορών
- 4) εκτός από τον τομέα της βιομηχανίας, υπάρχουν αξιοσημείωτες Α.Ξ.Ε. στις αγορές της χρηματοοικονομικής και των ακινήτων.

Βασικά, το θεωρητικό μοντέλο των συγγραφέων εστιάζεται στα αυστηρά και δέοντα όρια των επιχειρήσεων, συζητώντας εάν η διεθνής ολοκλήρωση των αγορών, η αυξανόμενη ομοιογένεια τους και η διάχυση της τεχνολογίας θα δώσουν ώθηση στην ανάπτυξη των άμεσων ξένων επενδύσεων.

Από την πλευρά της, η **Rachel McCulloch** ισχυρίζεται ότι η νεοκλασική θεωρία του εμπορίου δεν δύναται να ερμηνεύσει τον τρόπο λειτουργίας των επιχειρήσεων, προκειμένου να εξηγήσει γιατί κάποιες επιχειρήσεις είναι ικανές να εκμεταλλευτούν καλύτερα τα πλεονεκτήματα ενός τόπου εγκατάστασης, σε σχέση με τους ανταγωνιστές τους. Μάλιστα, εξηγεί γιατί οι Α.Ξ.Ε. βρίσκουν πιο πρόσφορο έδαφος σε χώρες με ατελή ανταγωνισμό, ετερογενείς επιχειρηματικές δραστηριότητες, ατελή δίκτυα πληροφόρησης και άνω του μέσου όρου ρυθμούς αποδόσεων. Επίσης, αναφέρονται οι λόγοι που συμφέρουν μια επιχείρηση να επενδύσει στο εξωτερικό από το να εξάγει ή να δώσει τα δικαιώματα χρήσης της φίρμας της. Τέλος η μελέτη της συγγραφέως κλείνει από τη μία με τις συνέπειες που εμπρικλείουν οι Α.Ξ.Ε. για την απασχόληση και το εμπόριο των χωρών όπου εγκαθίστανται, και από την άλλη δίνεται έμφαση στη σημασία της πολιτικής των κρατών σε σχέση με τις Α.Ξ.Ε.

Ο **Raymond Vernon** ερευνά την ιστορία πολυεθνικών με διαφορετικές ρίζες με σκοπό να κατανοήσει την συμπεριφορά τους και να προβλέψει τάσεις των Α.Ξ.Ε..

Παρουσιάζει ως πρωτοπόρους των Α.Ξ.Ε. τις Η.Π.Α. οι οποίες ανέλαβαν δράση μετά τον Δεύτερο Παγκόσμιο πόλεμο και έχουν επενδύσει σε μεγάλο βεληνεκές, ενώ ακολουθούν οι ευρωπαϊκές και οι ιαπωνικές πολυεθνικές. Μάλιστα, τονίζει ότι η συμπεριφορά των πολυεθνικών παγκοσμίως θα παρουσιάζει ολοένα και μεγαλύτερη σύγκλιση, ενώ η δραστηριότητα τους θα εντείνεται συνεχώς. Οπότε καταλήγει ότι κρίνεται αναγκαία η συμφωνία των κυβερνήσεων διεθνώς σε μία ενιαία πολιτική σε θέματα ανταγωνισμού στις Α.Ξ.Ε. και σε ζητήματα τα δικαιωμάτων και υποχρεώσεων των πολυεθνικών.

Ο **Robert Lawrence** επικεντρώνει το ενδιαφέρον του στην ιαπωνική αγορά και τους λόγους για τους οποίους οι Α.Ξ.Ε. είναι χαμηλές στη χώρα. Βλέποντας ότι ο ρόλος των ξένων επιχειρήσεων είναι μικρός στην ιαπωνική οικονομία, προσπαθεί να το εξηγήσει τρέχοντας μια παλινδρόμηση βασισμένος σε στοιχεία που συσχετίζουν τις αμερικανικές Α.Ξ.Ε. σε χώρες του Ο.Ο.Σ.Α. (βάσει πληθυσμού και βάσει κατά κεφαλήν εισοδήματος) και το πολιτικό και οικονομικό κλίμα που υπάρχει στην Ιαπωνία. Ακόμα, τονίζει το γεγονός της δομής της ιαπωνικής βιομηχανίας και συγκεκριμένα τον τρόπο ανταλλαγής των μετοχών μεταξύ των ιαπωνικών εταιρειών (*keiretsu sales*) ο οποίος ουσιαστικά περιορίζει, αν όχι εμποδίζει, τη δυνατότητα για εξαγορές των ιαπωνικών επιχειρήσεων από ξένους επενδυτές.

Η μελέτη του **Robert Lipsey** περιγράφει τις άμεσες ξένες επενδύσεις στις Η.Π.Α. με μεγάλη λεπτομέρεια. Μιλά για τη θέση των Η.Π.Α. ως χώρα υποδοχής άμεσων ξένων επενδύσεων κατά τη δεκαετία του '80 και τονίζει ότι το 1991 η λογιστική αξία των Α.Ξ.Ε. στις Η.Π.Α. ήταν περίπου ίση με αυτή των επενδύσεων από την Αμερική στο εξωτερικό, αν και η αποτίμηση των Α.Ξ.Ε. σε τρέχουσες τιμές έδειξε ότι οι Η.Π.Α. εξακολουθούσαν να είναι χώρα πιστωτής (*net creditor country*). Επιπλέον, περιγράφει χαρακτηριστικά των συνολικών Α.Ξ.Ε. στις Η.Π.Α. όπως το μέγεθος των ξένων κεφαλαίων στη χώρα, η απασχόληση και το εμπόριο και ταυτόχρονα σημειώνει κάποιες τάσεις στη βιομηχανία και τη σύνθεση της εγχώριας αγοράς. Τέλος, τονίζει τη σημασία του τρόπου ερμηνείας των διαθέσιμων στοιχείων και πόσο εύκολο είναι να βγουν διαφορετικά συμπεράσματα ανάλογα με την ερμηνεία που δίνει ο κάθε ερευνητής στα στοιχεία του.

Ο **Louis T.Wells** αναφέρεται στις Α.Ξ.Ε. που πραγματοποιούνται στην Ανατολική Ασία και συγκεκριμένα στην άνθηση των επενδύσεων στην Ινδονησία από άλλα ασιατικά αναπτυσσόμενα κράτη (Κορέα, Ταϊβάν). Εξηγεί πώς η Κορέα και η Ταϊβάν χρησιμοποιούσαν την Ινδονησία σαν πλατφόρμα εξαγωγών αφενός λόγω

του χαμηλότερου κόστους παραγωγής και αφετέρου γιατί είχαν χάσει το πλεονέκτημα του Συστήματος Ευνοϊκής Μεταχείρισης στις Η.Π.Α.. Τέλος, αναφέρεται στα πλεονεκτήματα της Ινδονησίας ως χώρα υποδοχής Α.Ξ.Ε.

Ο **David Yoffie** εξετάζει τις Α.Ξ.Ε στη βιομηχανία των ημιαγωγών, διακρίνοντας τρία κύματα επενδύσεων τα οποία αναλύει εξηγώντας πώς δημιουργήθηκε το καθένα τους. Το πρώτο κύμα δημιουργήθηκε τις δεκαετίες του '60 και του '70 όταν οι επιχειρήσεις-κυρίως αμερικανικές- επένδυσαν στην Ασία προκειμένου να εκμεταλλευτούν τα χαμηλά εργατικά κόστη. Το δεύτερο κύμα χαρακτηρίστηκε από εξαγορές και συγχωνεύσεις μεταξύ ευρωπαϊκών και μικρών αμερικάνικων επιχειρήσεων. Τέλος το τρίτο κύμα ξεκίνησε στα μέσα της δεκαετίας του '80 όταν οι εταιρείες άρχισαν να επενδύουν σε ευρείς τομείς δραστηριότητας στις κύριες αγορές. Στο υπόλοιπο της μελέτης του ο Yoffie αναλύει την υπάρχουσα δομή των διαφόρων βιομηχανικών αγορών.

Η μελέτη των **P.Healy** και **K.Palepa** αποτελεί μια πληροφοριακή εξέταση των ενδοεταιρικών επενδύσεων στο μετοχικό κεφάλαιο (εξαγορές ή μερικές εξαγορές). Περιγράφουν τις τάσεις και τα χαρακτηριστικά των εξαγορών διεθνώς, ενώ χρησιμοποιούν μία ανάλυση παλινδρόμησης για να εξετάσουν κάποιες προτάσεις τους. Τονίζουν ότι οι διεθνείς εξαγορές αναπτύχθηκαν σημαντικά μεταξύ του 1985 και του 1990 αντιστοιχώντας στο 30% του συνολικού κεφαλαίου επένδυσης το 1990. Επίσης αναλύουν μεγέθη τόσο για τις χώρες υποδοχής όσο και για τις χώρες πηγής Α.Ξ.Ε. και καταλήγουν σε μια λίστα των δημοφιλέστερων χωρών-προορισμών Α.Ξ.Ε.

Τέλος, η **Deborah Swenson** ερευνά γιατί οι εξαγορές αναπτύχθηκαν στο τέλος της δεκαετίας του '80 ως κύρια μορφή των Α.Ξ.Ε στις Η.Π.Α. Συγκρίνει τις εν λόγω εξαγορές τόσο με το γενικό σύνολο των ξένων επενδύσεων όσο και με το σύνολο των εγχώριων και ξένων εξαγορών. Στη συνέχεια συλλέγει στοιχεία για τις τιμές των μετοχών για 703 εξαγοραζόμενες αμερικάνικες εταιρείες, τα οποία επεξεργάζεται μέσω ενός μοντέλου παλινδρόμησης για να εκτιμήσει γιατί οι ξένες εταιρείες δίνουν μεγαλύτερα κέρδη στους μετόχους τους από τις εγχώριες.

Λαμβάνοντας υπόψη όλες τις προαναφερόμενες μελέτες είναι κατανοητό ότι οι άμεσες ξένες επενδύσεις μπορούν να γίνουν αντικείμενο μελέτης από πολλές απόψεις και με τελείως διαφορετικούς τρόπους<sup>4</sup>. Μία από τις πιο έγκυρες εκθέσεις

---

<sup>4</sup> βλ. "World Investment Report 1999Q Foreign Direct Investment and the challenge of development", United Nations Conference On Trade and Development (UNCTAD), 1999



που αφορούν τις Α.Ξ.Ε. είναι η ετήσια έκθεση του Συνεδρίου των Ηνωμένων Εθνών για το Εμπόριο και την Ανάπτυξη (U.N.C.T.A.D). Οι Εκθέσεις Παγκοσμίων Επενδύσεων (*World Investment Reports*) του UNCTAD στοχεύουν στην παρουσίαση του ρόλου των άμεσων ξένων επενδύσεων στην παγκόσμια οικονομία, λαμβάνοντας υπόψη τη συντελούμενη παγκοσμιοποίηση και την επίδραση της τόσο στις εταιρείες όσο και στις χώρες.

Όλες οι εκθέσεις αποτελούνται συνήθως από δύο μέρη, στο πρώτο μέρος εξετάζονται οι γενικές τάσεις σε παγκόσμιο και τοπικό επίπεδο, περιγράφεται η γεωγραφική και βιομηχανική κατανομή των Α.Ξ.Ε και τέλος παρουσιάζονται τα προφίλ των μεγαλύτερων πολυεθνικών (TNCs) βάσει των κεφαλαίων που ελέγχουν στο εξωτερικό αλλά και των εταιρικών στρατηγικών τους. Στο δεύτερο τώρα μέρος περιγράφονται τα αποτελέσματα της δράσης των πολυεθνικών, μέσω των Α.Ξ.Ε, στις χώρες υποδοχής -όπως η απασχόληση, η ανταγωνιστικότητα και η δομή της εκάστοτε αγοράς.

Στο σημείο αυτό θα αναφερθούμε αναλυτικά στην έκθεση του 1999, η οποία εστιάζει στο πρώτο μέρος της στη σημαντική ανάπτυξη των Α.Ξ.Ε το 1998, η οποία δημιούργησε παγκόσμιες χρηματικές ροές 640 δις \$. Αυτές οι χρηματοροές αφορούν κυρίως ανεπτυγμένες χώρες όπου πραγματοποιήθηκαν συγχωνεύσεις και εξαγορές (η κύρια μορφή των Α.Ξ.Ε.).

Ακόμα η έκθεση περιλαμβάνει λίστες: α) των 25 μεγαλύτερων πολυεθνικών με έδρα στην Κεντρική Ευρώπη, β) των 100 σημαντικότερων πολυεθνικών στον κόσμο, γ) των 50 σημαντικότερων πολυεθνικών σε αναπτυσσόμενες χώρες. Τέλος, το συγκεκριμένο μέρος παρουσιάζει ένα δείκτη μέτρησης της ανάμειξης μιας χώρας υποδοχής Α.Ξ.Ε. στη διεθνή παραγωγή, υπολογισμένο σαν το μέσο όρο τεσσάρων αναλογιών:

- i. Των εισροών από Α.Ξ.Ε σαν κομμάτι της δημιουργίας ακαθάριστου παγίου κεφαλαίου (GFCF), δηλαδή τι μεταφορά τεχνολογίας και μηχανημάτων συντελείται μέσω των άμεσων ξένων επενδύσεων στις χώρες υποδοχής.
- ii. Των Α.Ξ.Ε ως κομμάτι του Α.Ε.Π, δηλαδή τι μέρος των κεφαλαίων μιας χώρας καλύπτονται από την εισροή ξένων κεφαλαίων μέσω των άμεσων ξένων επενδύσεων

- iii. Της προστιθέμενης αξίας των ξένων δραστηριοτήτων ως κομμάτι του Α.Ε.Π, το οποίο βοηθά στην διαμόρφωση της χώρας υποδοχής ως ελκυστικού τόπου εγκατάστασης επενδύσεων.
- iv. Των θέσεων εργασίας (απασχόληση) από τις Α.Ξ.Ε ως μέρος της συνολικής εργασίας, ώστε να φαίνεται εάν και κατά πόσο οι ξένες επενδύσεις μειώνουν την ανεργία στις χώρες όπου πραγματοποιούνται.

Το δεύτερο μέρος της έκθεσης εξετάζει την επίδραση των Α.Ξ.Ε που πραγματοποιούν οι πολυεθνικές σε σημεία-κλειδιά της οικονομικής ανάπτυξης όπως είναι η φιλελευθεροποίηση της εμπορικής νομοθεσίας και η ευρεία ανάπτυξη του διατραπεζικού συστήματος σε κάποιες χώρες, στα πλαίσια τόσο της παγκοσμιοποίησης όσο και των μεταβαλλόμενων συνθηκών της παγκόσμιας οικονομίας. Επιπλέον, αναφέρονται τα οφέλη και οι ζημιές των Α.Ξ.Ε τόσο για τις εταιρείες όσο και για τις χώρες υποδοχής, οι οποίες θα πρέπει να αναπτύξουν την κατάλληλη κρατική πολιτική για να προστατευθούν από τους κινδύνους των Α.Ξ.Ε. Επίσης δίνεται έμφαση στο κατά πόσο οι πολυεθνικές βλάπτουν ή ωφελούν τις αναπτυσσόμενες χώρες υποδοχής στην προσπάθεια τους να επιτύχουν τους στόχους που έχουν θέσει. Όσον αφορά την πολιτική των κρατών, τονίζεται ότι θα πρέπει να διαμορφωθούν έτσι ώστε να εκμεταλλεύονται τα θετικά των Α.Ξ.Ε. και να αποφεύγουν τα αρνητικά αυτών. Δίνονται μάλιστα και κάποιες προτάσεις γι' αυτό που περιλαμβάνουν την αύξηση των χρηματοοικονομικών πηγών και επενδύσεων, τη βελτίωση των τεχνολογικών ικανοτήτων μιας χώρας, την αύξηση της ανταγωνιστικότητας των εξαγωγών, την ενίσχυση της απασχόλησης και την προστασία του περιβάλλοντος. Ακόμα, η έκθεση αναφέρεται στις επιπτώσεις επί του κοινωνικού συνόλου από τη δράση των πολυεθνικών, εξετάζοντας τις κοινωνικές ευθύνες τους.

Όσον αφορά την εκτίμηση της ανάπτυξης των χωρών μέσω των Α.Ξ.Ε., προτείνεται η χρήση δύο διαφορετικών μεθοδολογικών προσεγγίσεων, της ποσοτικής μέσω οικονομετρικού μοντέλου και της ποιοτικής, η οποία θα αναλύει διάφορες πλευρές της προσφοράς των πολυεθνικών.

Κατά συνέπεια το κύριο μήνυμα που προκύπτει από τη συνδυαστική ανάλυση –ποσοτική και ποιοτική– είναι ότι πράγματι οι Α.Ξ.Ε. μπορούν να προσφέρουν στην οικονομική ανάπτυξη και εξέλιξη, κάτι το οποίο θα γίνει εμφανώς και σε σημαντικό

βαθμό αλλά δεν μπορεί να βασιστεί μόνο στη δράση των πολυεθνικών. Υπάρχει δηλαδή η ανάγκη για συνεργασία των εταιρειών που κάνουν Α.Ξ.Ε με τις χώρες υποδοχής, ενώ οι τελευταίες πρέπει να φροντίζουν για το καλό της οικονομίας τους να προωθούν συγκεκριμένους τύπους άμεσων ξένων επενδύσεων, ζυγίζοντας τα οφέλη και τη σκοπιμότητα κάθε προτεινόμενης ξένης επένδυσης στη χώρα τους.

Μια άλλη μελέτη σχετικά με τις άμεσες ξένες επενδύσεις αναλύεται στο άρθρο «*International investment in financial services*» του Fariborz Moshirian (1999) και χρησιμοποιεί σε σημαντικό βαθμό τα ευρήματα των εκθέσεων των διεθνών οργανισμών. Βασικά, τα στοιχεία που προκύπτουν από τις πιο σύγχρονες εκθέσεις επενδύσεων των διεθνών οργανισμών, όπως αυτές των Ηνωμένων Εθνών (World Investment Reports), δείχνουν ότι οι άμεσες ξένες επενδύσεις αναπτύσσονται με ταχύτετους ρυθμούς τα τελευταία χρόνια, για παράδειγμα το 1990 οι ροές των Α.Ξ.Ε έφθαναν τα 225 δις δολάρια ενώ η εξωτερική θέση χρηματικού αποθέματος (outward position) της χώρας έφθανε το 1,7 τρις δολάρια. Μία από τις κύριες κατηγορίες των άμεσων ξένων επενδύσεων είναι οι άμεσες ξένες επενδύσεις στον τραπεζικό τομέα. Συγκεκριμένα τη δεκαετία 1987-1997 οι άμεσες ξένες επενδύσεις στον τραπεζικό κλάδο πενταπλασιάστηκαν σε χώρες όπως οι Η.Π.Α. και η Γερμανία ενώ τριπλασιάστηκαν στο Ηνωμένο Βασίλειο. Ο συγγραφέας επικεντρώνεται στις τρεις προαναφερόμενες χώρες που ήταν οι κύριοι «παίκτες» στον χώρο των Α.Ξ.Ε., οι οποίες πραγματοποιούσαν τον κύριο όγκο των επενδύσεων τους σε χώρες της Ευρώπης, ενώ η ασιατική αγορά ήταν και παραμένει μία σχετικά «κλειστή» αγορά για τους ξένους επενδυτές, κυρίως λόγω της αυστηρής νομοθεσίας που ρυθμίζει την χρηματοπιστωτική αγορά της.

Ουσιαστικά, η ανάπτυξη των άμεσων ξένων επενδύσεων σε τραπεζικές δραστηριότητες ενθαρρύνθηκε από μια παγκόσμια τάση για φιλελευθεροποίηση της νομοθεσίας των χρηματοοικονομικών αγορών, για διάχυση και ανάπτυξη της κοινωνίας της πληροφορίας, για πρόοδο των τεχνολογιών και για παγκοσμιοποίηση των αγορών κεφαλαίων. Κατά αυτό τον τρόπο οι τράπεζες μέσω των επενδύσεων τους στο εξωτερικό βρήκαν νέες ευκαιρίες για επέκταση των επιχειρηματικών δραστηριοτήτων τους εκτός της εγχώριας αγοράς και άρχισαν να λειτουργούν σε διεθνές επίπεδο. Άμεση απόρροια λοιπόν της απελευθέρωσης των χρηματοπιστωτικών αγορών κατά τη δεκαετία του '80 και της αυξημένης πραγματοποίησης επενδύσεων από τράπεζες ή άλλους οργανισμούς στον τραπεζικό τομέα, είναι η ανάγκη για μελέτη των άμεσων ξένων επενδύσεων στον κλάδο αυτό.

Μέχρι σήμερα έχουν γίνει πολύ λίγες μελέτες για αυτό το θέμα εξαιτίας της έλλειψης τριμηνιαίων στοιχείων για τόσο για τις άμεσες ξένες επενδύσεις στον τραπεζικό τομέα στις Η.Π.Α. όσο και γενικότερα. Οι ερευνητές δηλαδή αναγκάζονταν να χρησιμοποιούν έμμεσα στοιχεία σχετιζόμενα με τα περιουσιακά στοιχεία των ξένων παραρτημάτων των αμερικανικών τραπεζών ή με το πλήθος των ξένων παραρτημάτων των Η.Π.Α. Μια τέτοια αξιολογη μελέτη είναι αυτή των Goldberg και Johnson (1990) οι οποίοι μελέτησαν τους παράγοντες που επηρέαζαν τα δύο προαναφερόμενα μεγέθη για την περίοδο 1972-1985. Κατά συνέπεια, τα πρόσφατα διαθέσιμα στοιχεία ανά τρίμηνο που αφορούν τις αμερικανικές άμεσες ξένες επενδύσεις σε τραπεζικές δραστηριότητες προσφέρουν την ευκαιρία για έρευνα των επενδυτικών δραστηριοτήτων από τράπεζες ή όχι για την περίοδο 1983-1995. Συνεπώς, η εργασία αυτή είναι η πρώτη που μελετά τις άμεσες ξένες επενδύσεις στον τραπεζικό χώρο της Αμερικής, της Γερμανίας και του Ηνωμένου Βασιλείου.

Σε αυτό το σημείο κρίνεται σκόπιμο να τονίσουμε τη διαφορά των Α.Ξ.Ε. σε τραπεζικές δραστηριότητες και του μεγέθους των περιουσιακών στοιχείων των παραρτημάτων των αμερικανικών τραπεζών στο εξωτερικό. Καταρχάς, υπάρχουν τρεις κατηγορίες επενδυτών στον τραπεζικό τομέα στο εξωτερικό:

- i. Οι τράπεζες που εγκαθιστούν παρακλάδια, παραρτήματα ή πρακτορεία τους στο εξωτερικό.
- ii. Οι τράπεζες που δεν έχουν φυσική παρουσία στην ξένη χώρα αλλά είναι μέτοχοι ξένων τραπεζών και ανεξαρτήτως ποσοστού συμμετοχής τους (π.χ. άνω του 10%) δεν έχουν δική τους επιχείρηση στην ξένη αγορά.
- iii. Οι μη-τραπεζικές επιχειρήσεις, τα ιδρύματα και οι ιδιώτες που επενδύουν σε ξένες τράπεζες κατέχοντας το 10% ή περισσότερο.

Ωστόσο, ακόμα και αν οι επενδύσεις της πρώτης κατηγορίας εμπίπτουν στις Α.Ξ.Ε., δεν ενδείκνυται να τις μελετήσουμε μέσω του αριθμού των παραρτημάτων των αμερικανικών τραπεζών στο εξωτερικό ή μέσω του μεγέθους των περιουσιακών στοιχείων των παραρτημάτων τους. Μια επαλήθευση αυτού δίνει ο πίνακας σύγκρισης της γεωγραφικής κατανομής των περιουσιακών στοιχείων των αμερικανικών τραπεζών στο εξωτερικό, του αριθμού των παραρτημάτων των Η.Π.Α. στο εξωτερικό και των Α.Ξ.Ε. στον τραπεζικό κλάδο. Παρατηρείται ότι δεν υπάρχει συσχέτιση των τριών μεγεθών αφού για παράδειγμα, όταν 46% των περιουσιακών στοιχείων των παραρτημάτων και 23% του αριθμού τους είναι στη Λατινική Αμερική, οι Α.Ξ.Ε. στον ίδιο γεωγραφικό χώρο φτάνουν το 36%.

Στη συνέχεια του άρθρου αναφέρονται οι παράγοντες που επηρεάζουν τις Α.Ξ.Ε. στον τραπεζικό κλάδο. Βασικά, οι μελέτες που έγιναν στο παρελθόν έλαβαν υπόψη τους παράγοντες όπως το μέγεθος της αγοράς στη χώρα υποδοχής, η σχετική οικονομική ανάπτυξη, το κόστος κεφαλαίου, οι συναλλαγματικές ισοτιμίες, τα επιτόκια και οι φόροι. Επίσης, οι βασικές θεωρίες που χρησιμοποιήθηκαν για τη μελέτη της πολυεθνικής τραπεζικής είναι: α) η θεωρία των διεθνών επενδύσεων (international investment theory), β) η εκλεκτική θεωρία (eclectic theory) και γ) η υπόθεση της βιομηχανικής οργάνωσης (industrial organisation hypothesis).

Σε αυτή τη μελέτη οι υποθέσεις θα βασιστούν κυρίως στην εκλεκτική θεωρία, όπως και στην εργασία των Moshirian και Pham (1999) που ανέλυσαν τις αυστραλιανές άμεσες ξένες επενδύσεις στον τραπεζικό χώρο. Ωστόσο, από τη μία η έρευνα αυτή λαμβάνει υπόψη κάποια νέα στοιχεία ως μεταβλητές όπως οι διεθνείς δραστηριότητες δανεισμού των τραπεζών και οι Α.Ξ.Ε. σε μη-τραπεζικούς τομείς και από την άλλη τα στοιχεία αυτά που χρησιμοποιεί είναι ανώτερης ποιότητας, προκειμένου να προσδιορίσουμε τους παράγοντες που επηρεάζουν τις Α.Ξ.Ε. των Η.Π.Α., της Γερμανίας και της Αγγλίας τόσο για τους μη-τραπεζικούς όσο και για τους τραπεζικούς επενδυτές.

Οι παράγοντες λοιπόν που επιλέχθηκαν βάσει της εκλεκτικής θεωρίας είναι οι εξής:

*i. Τα ξένα περιουσιακά στοιχεία των τραπεζών*

Τέτοια είναι για παράδειγμα οι απαιτήσεις των τραπεζών προς τους ξένους. Είναι προφανές ότι μέσω της εγκατάστασης ενός παραρτήματος στο εξωτερικό είναι πιο εύκολο για μια τράπεζα να συναλλάσσεται με ξένους επενδυτές, έχοντας μειωμένα κόστη συναλλαγών. Έτσι είναι εφικτό μια τράπεζα να επεκτείνει διεθνώς τη δραστηριότητα της ως δανειστής.

*ii. Οι Α.Ξ.Ε. σε μη-χρηματοοικονομικούς τομείς*

Έχει αποδειχθεί ότι υπάρχει θετική συσχέτιση των Α.Ξ.Ε. στη βιομηχανία και της επέκτασης των τραπεζών στο εξωτερικό. Αυτό συμβαίνει γιατί οι πολυεθνικές τράπεζες ακολουθούν τους πελάτες τους, δηλαδή τις πολυεθνικές επιχειρήσεις, οπουδήποτε δραστηριοποιούνται, ώστε να τους προσφέρουν τις αναγκαίες υπηρεσίες για τις επενδύσεις στο εξωτερικό.

*iii. Το διμερές εμπόριο*

Προηγούμενες έρευνες απέδειξαν ότι υφίσταται θετική συσχέτιση του αμφίπλευρου εμπορίου (εξαγωγών-εισαγωγών) και των τραπεζικών

δραστηριοτήτων στο εξωτερικό. Οπότε και στη μελέτη αυτή εξετάζεται η εν λόγω σχέση και για τις τρεις χώρες.

*iv. Το μέγεθος της ξένης τραπεζικής αγοράς*

Λειτουργεί ως κριτήριο για την επιλογή τοποθεσίας για μια επένδυση στον τραπεζικό κλάδο, αφού όσο μεγαλύτερη η αγορά τόσο περισσότεροι πελάτες και τόσο πιο πρόσφορο το έδαφος για μια επένδυση. Στη μελέτη αυτή η συγκεκριμένη μεταβλητή συνίσταται από το χρόνο, την αποταμίευση, τις καταθέσεις σε συνάλλαγμα και τις καταθέσεις όψεως που υπάρχουν στην αγορά στόχο. Μάλιστα όσο μεγαλύτερα είναι αυτά τα μεγέθη σε σχέση με το Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν της χώρας τόσο πιο ελκυστική είναι η αγορά αυτή.

*v. Το κόστος κεφαλαίου*

Ουσιαστικά μιλάμε για την απαιτούμενη απόδοση από τους επενδυτές που θα τοποθετήσουν τα κεφάλια τους σε επενδύσεις του εξωτερικού. Βέβαια για την τελική απόδοση πρέπει να υπολογίζονται και οι φόροι που αφαιρούνται, οπότε μιλάμε για κόστος κεφαλαίου μετά φόρων. Ο συγκεκριμένος παράγοντας αφορά το *spread* που υφίσταται στο κεφαλαιακό κόστος μιας τράπεζας στην εγχώρια αγορά και στο εξωτερικό, κάτι που καθορίζει τόσο τις επιλογές των επενδυτών όσο και τη διαμόρφωση των παροχών του εκάστοτε πιστωτικού ιδρύματος. Όσο μεγαλύτερο είναι το *spread* που απαιτούν οι τράπεζες για να καλύψουν το κόστος κεφαλαίου τους τόσο λιγότερο ανταγωνιστική είναι η θέση τους στη διεθνή τραπεζική αγορά.

*vi. Η σχετική οικονομική ανάπτυξη*

Ο παράγοντας αυτός αφορά την ύπαρξη ή όχι ισχυρής οικονομικής ανάπτυξης στις χώρες υποδοχής. Αυτό κρίνεται βάσει του Ακαθάριστου Εθνικού Προϊόντος της χώρας πηγής και της χώρας υποδοχής.

*vii. Οι συναλλαγματικές ισοτιμίες*

Ανάλογα με την κίνηση των συναλλαγματικών ισοτιμιών οι ξένοι επενδυτές τοποθετούν τα κεφάλαια τους ή όχι. Εάν υποτιμάται το νόμισμα μιας χώρας υποδοχής τότε οι ξένοι επενδυτές τοποθετούνται στην αγορά της για να κερδίσουν από τη διαφορά της ισοτιμίας. Τα αντίθετα συμβαίνουν όταν ανατιμάται το νόμισμα της χώρας υποδοχής και υποτιμάται των ξένων επενδυτών.

Λαμβάνοντας υπ' όψιν όλους τους προαναφερόμενους παράγοντες η μελέτη προχωρά στην κατασκευή ενός οικονομετρικού μοντέλου. Αυτό εκφράζεται με τον κατωτέρω τύπο:

$$X_i = f(BA_i, FD_i, BT_i, CD_i, CC_i, EG_i, EX_i)$$

όπου

**X<sub>i</sub>** : είναι το απόθεμα των άμεσων ξένων επενδύσεων μιας χώρας στον τραπεζικό τομέα της χώρας *i*

**BA<sub>i</sub>** : είναι τα περιουσιακά στοιχεία της κάθε τράπεζας στη χώρα *i*

**FD<sub>i</sub>** : το απόθεμα σε Α.Ξ.Ε. σε μη χρηματοοικονομικούς τομείς στη χώρα *i*

**BT<sub>i</sub>** : ο σταθμισμένος μέσος των διμερών εξαγωγών και εισαγωγών της χώρας *i* και των κύριων εμπορικών χωρών συνεργατών της

**CD<sub>i</sub>** : ο σταθμισμένος μέσος των καταθέσεων σε εμπορικές τράπεζες για τις χώρες που έχουν Α.Ξ.Ε. στον τραπεζικό τομέα στη χώρα *i*

**CC<sub>i</sub>** : το κόστος κεφαλαίου για τις εγχώριες τράπεζες στη χώρα *i* και για τις ξένες επενδύτριες τράπεζες

**EG<sub>i</sub>** : η οικονομική ανάπτυξη της χώρας *i*

**EX<sub>i</sub>** : είναι η αξία του νομίσματος της χώρας *i* και μετράται με τον δείκτη MERM για κάθε χώρα

Η εξεταζόμενη περίοδος είναι από το 1985 έως το 1995 και οι μεταβλητές είναι εκφρασμένες σε αμερικανικά δολάρια. Πρέπει να τονίσουμε ότι όλες οι προηγούμενες έρευνες χρησιμοποίησαν την μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων (OLS) σαν μέθοδο στατιστικής ανάλυσης. Επειδή όμως παρουσιάστηκαν στατιστικά προβλήματα σε μελέτες όπως αυτή των Goldberg και Johnson (1990) και των Grosse και Goldberg (1991)- όπως είναι η ετεροσκεδαστικότητα (heteroskedasticity), η σειριακή συσχέτιση (serial correlation) και μεροληπτική ομοιότητα (simultaneity bias)- τα εμπειρικά αποτελέσματα τους αντιμετωπίζονται με επιφυλακτικότητα. Συνεπώς ο συγγραφέας σε αυτή τη μελέτη χρησιμοποιεί τη Γενικευμένη Μέθοδο των Ροπών (Generalised Method of Moments- GMM). Το τελικό αποτέλεσμα της μελέτης δείχνει ότι το μέγεθος των ξένων περιουσιακών στοιχείων των τραπεζών σχετίζεται θετικά με τις Α.Ξ.Ε. και το ίδιο συμβαίνει με τις επενδύσεις σε μη χρηματοοικονομικούς τομείς, το διμερές εμπόριο (εξαγωγές-

εισαγωγές) και το μέγεθος της τραπεζικής αγοράς στις χώρες υποδοχής. Από την άλλη αρνητικά συσχετισμένα με τις Α.Ξ.Ε. είναι το κόστος κεφαλαίου των τραπεζών, ο βαθμός της οικονομικής ανάπτυξης των χωρών στόχων και οι μεταβολές των συναλλαγματικών ισοτιμιών, δηλαδή όσο υψηλότερη είναι η αξία του νομίσματος των τριών εξεταζόμενων χωρών σε σχέση με τις χώρες υποδοχής των Α.Ξ.Ε. τόσο φθηνότερες είναι οι άμεσες ξένες επενδύσεις για τις πρώτες.

Εν κατακλείδι, γίνεται αντιληπτό ότι οι δραστηριότητες των τραπεζών στο εξωτερικό είναι διαφορετική έννοια από τις άμεσες ξένες επενδύσεις στον τραπεζικό κλάδο από τραπεζικούς ή όχι επενδυτές. Το μοντέλο που συστάθηκε είχε ως σκοπό να εξηγήσει την διαφορετικότητα αυτή μέσα από τη σχέση των Α.Ξ.Ε. με τους περιλαμβανόμενους παράγοντες. Αντιλαμβανόμενοι λοιπόν την επίδραση των διαφόρων παραγόντων που αναλύθηκαν, οι επενδυτές είναι λογικό να επιθυμούν βελτίωση της πρόσβασης στις ξένες αγορές, την ύπαρξη δυνατότητας για διμερείς εμπορικές συμφωνίες, την ενίσχυση της οικονομικής ανάπτυξης των χωρών υποδοχής –όπως είναι οι χώρες του Ο.Ο.Σ.Α.-, όπου η μείωση του κεφαλαιακού κόστους, η αύξηση των Α.Ξ.Ε στο βιομηχανικό τομέα και τέλος η γρήγορη εξάπλωση της εγχώριας τραπεζικής αγοράς, θα βοηθούσαν στο να αυξηθούν με μεγαλύτερο ρυθμό οι άμεσες ξένες επενδύσεις από κάθε είδους επενδυτή.

Ένα άλλο ιδιαίτερα ενδιαφέρον άρθρο είναι το «*Foreign direct investment in the banking sector: the case of Italian banks in the '90s*» των M. Mutinelli και L. Piscitello (2001). Το εν λόγω άρθρο διαπραγματεύεται την ανάπτυξη των πολυεθνικών τραπεζών στο εξωτερικό σε μικροοικονομικό επίπεδο. Βάσει λοιπόν της «εκλεκτικής» θεωρίας του Dunning οι συγγραφείς εξετάζουν τις άμεσες ξένες επενδύσεις ως αποτέλεσμα του συνδυασμού των παραγόντων της ιδιοκτησίας, της διεθνοποίησης και των πλεονεκτημάτων του κάθε τόπου. Βέβαια οι συγγραφείς μελετούν την περίπτωση των ιταλικών τραπεζών για την δεκαετία 1989-1999, χρησιμοποιώντας ένα οικονομετρικό μοντέλο βασισμένο στους προαναφερόμενους παράγοντες.

Καταρχάς, πρέπει να σημειωθεί ότι παρόλο που την δεκαετία του '90 υπήρξε σημαντική ανάπτυξη στον τραπεζικό κλάδο διεθνώς και σαφώς εξέλιξη στις υπηρεσίες που παρείχε, ωστόσο δεν υπάρχει εκτενής βιβλιογραφία για μια ολοκληρωμένη μελέτη της προόδου αυτής. Ακόμα, οι περισσότερες μελέτες αναφέρονται σε αμερικανικές τράπεζες ενώ υπάρχουν κάποιες για τα πιστωτικά



ιδρύματα του Ηνωμένου Βασιλείου, της Γαλλίας, της Γερμανίας, της Ιαπωνίας και των σκανδιναβικών ευρωπαϊκών χωρών. Ουσιαστικά, η πλειονότητα των εμπειρικών και θεωρητικών μελετών εστιάζει σε τρία θέματα:

- τους καθοριστικούς παράγοντες για την επέκταση των πολυεθνικών τραπεζών στο εξωτερικό,
- τον τρόπο επιλογής από τις τράπεζες της μορφής με την οποία τοποθετούνται σε μια χώρα,
- την επιβίωση των πολυεθνικών τραπεζών σε ξένες και άγνωστες αγορές. Η παρούσα μελέτη εξετάζει τα δύο πρώτα θέματα σε μικροοικονομικό επίπεδο, βάσει των στοιχείων των ιταλικών τραπεζών για την περίοδο 1989-1999.

Στο κύριο μέρος του άρθρου αναλύονται οι βασικές υποθέσεις των ερευνητών, οι οποίες είναι απόρροια των τριών εξεταζόμενων παραγόντων: της ιδιοκτησίας, της διεθνοποίησης και των τοπικών, γεωγραφικών πλεονεκτημάτων. Βάσει λοιπόν της *ιδιοκτησίας* οι συγγραφείς υποθέτουν ότι υπάρχει θετική συσχέτιση μεταξύ του μεγέθους των τραπεζών, την ποσότητα πόρων και ικανοτήτων που διαθέτει και σαφώς την απόφαση του να επενδύσει στο εξωτερικό. Επίσης, εξίσου μείζονος σημασίας είναι η εμπειρία που έχει το κάθε πιστωτικό ίδρυμα ως προς την πραγματοποίηση άμεσων ξένων επενδύσεων.

Αναλυτικότερα, θεωρείται ως δεδομένο ότι τα πλεονεκτήματα που πηγάζουν από την ιδιοκτησία καταστημάτων σε μια χώρα υποδοχής δίνουν την ικανότητα σε μια τράπεζα να ανταγωνιστεί ισότιμα τις εγχώριες τράπεζες και συχνά να τις υπερκεράσει μέσω της διαφοροποίησης των προϊόντων της που πιθανόν να προέρχεται, για παράδειγμα από την κατοχή υψηλής τεχνολογίας, άκρως εξειδικευμένου προσωπικού, οργανωτικών δυνατοτήτων και τραπεζικής εμπειρίας. Μάλιστα τονίζεται ότι η άμεση ίδρυση καταστημάτων προτιμάται κυρίως από τις μεγάλες και έμπειρες τράπεζες ενώ οι μικρότερες σε μέγεθος τράπεζες προτιμούν να δρουν με μικρότερο κίνδυνο μέσω αντιπροσώπων (representative offices). Κατά συνέπεια η πρώτη προς εξέταση υπόθεση είναι η θετική σχέση μεταξύ του μεγέθους μιας τράπεζας και του βαθμού κατοχής «μοναδικών» πόρων και ικανοτήτων και της απόφασης της για να επενδύσει στο εξωτερικό.

Άμεσα συνδεδεμένη με το μέγεθος της δράσης στο εξωτερικό και της εμπειρίας της τράπεζας στις Α.Ξ.Ε. είναι η δεύτερη υπόθεση. Συγκεκριμένα, οι

συγγραφείς υποστηρίζουν ότι η έλλειψη διεθνούς εμπειρίας μπορεί να οδηγήσει τον επενδυτή σε λανθασμένες αποφάσεις και λάθη σχετικά με τη διαχείριση του προσωπικού, των πελατών, των ανταγωνιστών και των τοπικών αρχών στη χώρα υποδοχής. Οπότε θέλουν να εξετάσουν κατά πόσο η αύξηση του επιπέδου της διεθνούς εμπειρίας σχετίζεται άμεσα με την απόφαση της τράπεζας να επενδύσει στο εξωτερικό αναλαμβάνοντας μεγαλύτερα ρίσκα.

Από την άλλη μεριά, τα πλεονεκτήματα που προκύπτουν από τη διεθνοποίηση βοηθούν στην ερμηνεία της κίνησης των πολυεθνικών τραπεζών να έχουν άμεση παρουσία στις ξένες αγορές αντί να χρησιμοποιούν την ανοικτή αγορά. Βέβαια, εδώ υπεισέρχεται και η επίδραση που ασκείται από την ύπαρξη σημαντικού αριθμού πολυεθνικών επιχειρήσεων στο εξωτερικό, οι οποίες είναι πελάτες των πολυεθνικών τραπεζών. Έτσι οι συγγραφείς υποθέτουν ότι υπάρχει θετική συσχέτιση μεταξύ των επενδύσεων μιας τράπεζας στο εξωτερικό και της ύπαρξης στην εκάστοτε χώρα επιχειρήσεων-πελατών των χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων. Παράλληλα, μία άλλη υπόθεση που εξετάζεται είναι η σχέση των εμπορικών συναλλαγών που υπάρχουν μεταξύ της χώρας-πηγής και της χώρας-υποδοχής.

Τέλος, τα πλεονεκτήματα κάθε περιοχής συνθέτονται από μία πληθώρα παραγόντων. Η έρευνα αυτή εξετάζει καταρχάς τη σχέση των επενδύσεων με το βαθμό βιομηχανοποίησης και το υψηλό ή όχι βιοτικό επίπεδο μιας χώρας. Επίσης, δέλεαρ για τους επενδυτές θεωρείται η ύπαρξη υψηλών ποσοστών επιχειρηματικών ευκαιριών στον χρηματοοικονομικό τομέα, καθώς και η λειτουργία ενός διεθνούς χρηματοοικονομικού κέντρου σε μια χώρα.

Λαμβάνοντας υπόψη όλες τις ανωτέρω σχέσεις οι συγγραφείς τρέχουν ένα οικονομετρικό μοντέλο που στοχεύει στον υπολογισμό του αριθμού των καταστημάτων ή των γραφείων των ιταλικών τραπεζών στο εξωτερικό, βασιζόμενοι στις παραπάνω υποθετικές σχέσεις, έχοντας ένα δείγμα 98 ιταλικών τραπεζών και ένα σύνολο δεδομένων από την ένωση ιταλικών τραπεζών, το οποίο έχει την εξής μορφή:

$$\mathbf{BANK}_{ij} = \mathbf{a} + \mathbf{b} \mathbf{OWNER}_i + \mathbf{c} \mathbf{INTERNAL}_{ij} + \mathbf{d} \mathbf{LOCAT}_j + \mathbf{\epsilon}_{ij}$$

όπου

$i = 1, \dots, 98$  ιταλικές τράπεζες

$j = 1, \dots, 46$  χώρες επενδύτριες

**BANK<sub>ij</sub>** = ο αριθμός των καταστημάτων ή των γραφείων μιας τράπεζας *i* στη χώρα *j*

**OWNER<sub>i</sub>** = ο παράγων της ιδιοκτησίας στην κάθε χώρα ο οποίος ποσοτικοποιείται βάσει του μεγέθους (ετήσιο εισόδημα και αριθμός πελατών) και της διεθνούς εμπειρίας –σε πόσα μέρη λειτουργεί ήδη η τράπεζα- της κάθε τράπεζας

**INTERNAL<sub>ij</sub>** = ο παράγων της διεθνοποίησης που μετράται με τις εισαγωγές και εξαγωγές κάθε χώρας

**LOCAT<sub>j</sub>** = τα τοπικά πλεονεκτήματα κάθε χώρας υποδοχής που μετρώνται βάσει του μεγέθους της αγοράς και του πλούτου (Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν) της χώρας. Επίσης, χρησιμοποιούνται και δύο ψευδομεταβλητές για την ύπαρξη ή όχι διεθνούς χρηματοπιστωτικού κέντρου στη χώρα υποδοχής και για τον πολιτικό, οικονομικό κίνδυνο σε κάθε χώρα (βάσει του Institutional Investors Credit Rating Index-IICRI).

Το εν λόγω μοντέλο έτρεξε για 4 ξεχωριστές χρονικές περιόδους: 1989,1992,1995,1999 και βάσει αρνητικών διονυμικών παλινδρομικών μοντέλων (negative binomial regression models) ώστε να αποφευχθούν οι μεροληπτικές προβλέψεις. Ωστόσο τα ευρήματα τους για τη δράση των ιταλικών τραπεζών είναι δυσάρεστα για τον ιταλικό τραπεζικό τομέα και επισημαίνουν ότι υπάρχει ανάγκη για περαιτέρω έρευνα προκειμένου να γίνει κατανοητός ο τρόπος δράσης των ιταλικών τραπεζών στο εξωτερικό.

Στη συνέχεια κρίνεται σκόπιμο να παρουσιαστεί και η έρευνα των D. Sethi, S. Guisinger, D. L. Ford Jr. και St. Phelan που αναλύεται στο άρθρο «*Seeking greener pastures: a theoretical and empirical investigation into the changing trend of foreign direct investment flows in response to institutional and strategic factors*» (2002).

Σε αυτή τη μελέτη οι συγγραφείς παρουσιάζουν ένα γενικό θεωρητικό μοντέλο που βοηθά στην ολιστική θεώρηση του φαινομένου των μεταβολών των ροών από τις άμεσες ξένες επενδύσεις. Λαμβάνονται υπόψη τόσο οι θεσμικοί όσο και οι στρατηγικοί παράγοντες σαν σύνολο, προκειμένου να δοθεί μία εξήγηση των σύγχρονων τάσεων των Α.Ξ.Ε. Στα πλαίσια της μελέτης αναλύονται κριτήρια και κίνητρα που παρέχονται στις διάφορες χώρες υποδοχής, ενώ στοιχειοθετούνται υποθέσεις οι οποίες εξετάζονται μέσω ενός οικονομετρικού μοντέλου. Το κατασκευασμένο μοντέλο επεξεργάζεται στοιχεία εικοσαετίας (1981-2000) από Α.Ξ.Ε. που είχαν πραγματοποιήσει οι Η.Π.Α σε χώρες της Δυτικής Ευρώπης και της Ασίας.

Στα πλαίσια λοιπόν της παγκοσμιοποίησης των αγορών οι Α.Ξ.Ε. έχουν σημειώσει σημαντική ανάπτυξη, μεγαλύτερη και από αυτή του παγκοσμίου εμπορίου και της παγκόσμιας παραγωγής. Το γεγονός αυτό οφείλεται στην απελευθέρωση των αγορών και την ελάττωση των επενδυτικών εμποδίων στις διεθνείς αγορές. Επίσης σημαντικό ρόλο παίζει και η πολιτική που ασκείται από τις κυβερνήσεις των διαφόρων χωρών. Ωστόσο, έως σήμερα έχει γίνει αποσπασματική ανάλυση των θεσμικών και στρατηγικών παραγόντων που επηρεάζουν τις Α.Ξ.Ε., ενώ το ιδανικό θα ήταν να γινόταν μία μελέτη του συνδυασμού όλων των παραγόντων που διαμορφώνουν τις τάσεις των Α.Ξ.Ε., έργο σχετικά ανέφικτο λόγω της πολυπλοκότητας του διεθνούς επιχειρηματικού περιβάλλοντος. Κατά συνέπεια ο σκοπός της μελέτης αυτής είναι να εντοπίσει εκείνους τους στρατηγικούς και θεσμικούς παράγοντες που έχουν οδηγήσει στην μεταβολή της τάσης των Α.Ξ.Ε.-εστιάζει κυρίως στην γεωγραφική μετακίνηση των Α.Ξ.Ε.

Καταρχάς, παρουσιάζονται όλες οι θεωρίες που έχουν χρησιμοποιηθεί στην μελέτη των Α.Ξ.Ε. Τέτοιες είναι η θεωρία του Vernon (1966) που βασίστηκε στον κύκλο ζωής του προϊόντος και αυτή του Knickerbocker (1973) που μιλά για το bandwagon effect ως παράγοντα αντίδρασης των πολυεθνικών σε συνθήκες ολιγοπωλίου. Μάλιστα τονίζεται ότι ο στόχος την εν λόγω μελέτης είναι ο συνδυασμός όλων των υπάρχουσών θεωριών. Ακόμα γίνεται λόγος και για κάποιες σημαντικές εμπειρικές μελέτες στον τομέα των Α.Ξ.Ε.

Στο τρίτο μέρος της μελέτης, οι συγγραφείς θέλοντας να απαντήσουν στα ερωτήματα «γιατί, πού και πώς» αλλάζουν οι τάσεις των Α.Ξ.Ε., παρουσιάζουν τους παράγοντες που θεωρούν μείζονος σημασίας, πάντα στα πλαίσια των Α.Ξ.Ε. της Αμερικής στην Δυτ. Ευρώπη και την Ασία. Αυτοί είναι:

- ❖ Δόμηση της ανταγωνιστικής έντασης: ενώ μέχρι τη δεκαετία του '50 γίνονταν επενδύσεις στην Δυτ. Ευρώπη, η μεγάλη συσσώρευση επενδυτών μείωσε τα περιθώρια κέρδους και αύξησε τον ανταγωνισμό οδηγώντας τους επενδυτές στην αναζήτηση χωρών με χαμηλότερα κόστη παραγωγής και λειτουργίας, όπως η Ασία.
- ❖ Αναζήτηση μεγάλων αγορών: αρχή της δεκαετίας του '90 Α.Ξ.Ε. στην Ασία
- ❖ Ολιγοπωλιακός ανταγωνισμός (bandwagon effect)
- ❖ Παράγοντες ώθησης και έλξης Α.Ξ.Ε.

οι παράγοντες ώθησης είναι συνήθως η παρουσία πολλών ανταγωνιστών, οι ανεπτυγμένες εγχώριες επιχειρήσεις, η μικρή αγορά, τα μειωμένα περιθώρια κέρδους, ενώ οι παράγοντες έλξης είναι η οικονομική και πολιτική σταθερότητα, η διαφάνεια της πολιτείας και του νόμου, η ανεπτυγμένη τεχνογνωσία, οι χαμηλές αμοιβές, η φιλελεύθερη και μεγάλη αγορά, τα φορολογικά και επενδυτικά κίνητρα και η ελάχιστη ύπαρξη περιορισμών.

❖ Φιλελεύθερο και ευνοϊκό επενδυτικό περιβάλλον: 4 παράγοντες

⇒α)τεχνολογική ανάπτυξη στη χώρα υποδοχής

β)ρυθμός και δομή της οικονομικής ανάπτυξης

γ)περιορισμοί επιβαλλόμενοι από τις κυβερνήσεις

δ)οργάνωση της οικονομικής δραστηριότητας

και για άλλους ερευνητές ε) θεσμική διαφάνεια έναντι της διαφθοράς

❖ Θεσμικά μέτρα για την προσέλκυση Α.Ξ.Ε.: τέτοια είναι i) σε μακροοικονομικό επίπεδο, η απελευθέρωση του περιβάλλοντος του εμπορίου και των επενδύσεων, ii) κίνητρα έλξης Α.Ξ.Ε. σε συγκεκριμένους βιομηχανικούς τομείς

❖ Αντισταθμίσιμα των διαφορών περιοχών-στόχων

δηλαδή όταν πραγματοποιούνται επενδύσεις σε χώρες με χαμηλό βιοτικό επίπεδο, εύθραυστη οικονομική και πολιτική κατάσταση και σχεδόν ανύπαρκτη υποδομή, προκειμένου να εκμεταλλευθούν οι επιχειρήσεις οικονομικά οφέλη όπως είναι οι χαμηλές αμοιβές και το μεγάλο μέγεθος των αγορών.

❖ Ομαδοποιήσεις των Α.Ξ.Ε κατά περιοχές και τα πλεονεκτήματα της συσσώρευσης πολλών Α.Ξ.Ε.

Στο σημείο αυτό αφού έχουν αναλυθεί οι παράγοντες που επηρεάζουν τις άμεσες ξένες επενδύσεις, παρουσιάζεται ένα γενικό περιγραφικό μοντέλο το οποίο λαμβάνει υπόψη του ταυτόχρονα και τους στρατηγικούς εταιρικούς και τους θεσμικούς παράγοντες. Μάλιστα, αναλύονται οι επτά (7) προϋποθέσεις που όταν ισχύουν τίθενται τέσσερις (4) υποθέσεις προς εξέταση. Οι προϋποθέσεις αυτές είναι οι εξής:

- *Προϋπόθεση 1:* οι πολυεθνικές εταιρίες εξαιτίας των έντονων ανταγωνιστικών πιέσεων που συρρικνώνουν τα περιθώρια κερδών τους στους παραδοσιακούς προορισμούς άμεσων ξένων επενδύσεων, επανασχεδιάζουν τις επενδύσεις τους ψάχνοντας για πρόσφορο έδαφος στις αναπτυσσόμενες χώρες όπου θα έχουν την ευκαιρία να αυξήσουν την αποτελεσματικότητά τους και η αγορά είναι πιο κερδοφόρα.
- *Προϋπόθεση 2:* οι πολυεθνικές προτιμούν να επενδύουν σε αναπτυσσόμενες χώρες που ανήκουν σε μία γεωγραφική οικονομική ομάδα παρά σε μεμονωμένες χώρες.
- *Προϋπόθεση 3:* η επιλογή των νέων επενδυτικών προορισμών βασίζεται στα πλεονεκτήματα από τα μειωμένα κόστη και στο μεγάλο μέγεθος της αγοράς.
- *Προϋπόθεση 4:* οι νέοι επενδυτικοί προορισμοί πρέπει να πληρούν ένα συγκεκριμένο «καλάθι» προϋποθέσεων το οποίο εγγυάται μία υγιή επιχείρηση και ένα υγιές επενδυτικό περιβάλλον.
- *Προϋπόθεση 5:* οι επενδύσεις των πολυεθνικών σε μία νέα περιοχή προκαλούν μία συσσωρευτική επίδραση (bandwagon effect) εξαιτίας του ολιγοπωλειακού ανταγωνισμού.
- *Προϋπόθεση 6:* μια τάση για μαζική κινητοποίηση παρατηρείται και στις αναπτυσσόμενες χώρες που βρίσκονται σε κοντινή γεωγραφική περιοχή, οι οποίες υιοθετούν παρόμοια θεσμικά μέτρα και μέτρα απελευθέρωσης των αγορών τους ουτοσώστε να προσελκύσουν Α.Ξ.Ε.
- *Προϋπόθεση 7:* εάν θεωρήσουμε ότι όλοι οι παράγοντες που επηρεάζουν τις Α.Ξ.Ε. είναι ίσοι τότε η σημαντικότητα των πολιτισμικών διαφορών θα φθίνει σταδιακά σε σχέση με τις επενδυτικές αποφάσεις.

Τα ερωτήματα που τίθενται από τους ερευνητές είναι α) εάν υπάρχει ένα στατιστικά σημαντικό μοντέλο που να εμφανίζει τις μεταβολές των ροών των Α.Ξ.Ε., β) εάν άλλαξαν οι παραδοσιακοί παράγοντες επιρροής των Α.Ξ.Ε. γ) εάν το μέγεθος και ο πλούτος μιας πιθανής αγοράς είναι καθοριστικός παράγοντας στη μεταβολή των τάσεων των Α.Ξ.Ε., δ) εάν τα κοινά στοιχεία κουλτούρας μεταξύ της χώρας επενδυτή και της χώρας υποδοχής είναι σημαντικός παράγοντας στην επιλογή επενδυτικού προορισμού. Προκειμένου να εξεταστούν τα ανωτέρω οι ερευνητές

«έτρεξαν» το μοντέλο τους για μια περίοδο είκοσι ετών (1981-2000) για 18 δυτικοευρωπαϊκές χώρες και 12 ασιατικές όπου είχαν πραγματοποιηθεί άμεσες ξένες επενδύσεις. Οι ανεξάρτητες μεταβλητές ήταν

1. ο πληθυσμός μιας χώρας σαν μέτρο του μεγέθους της αγοράς
2. το Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν σαν μέτρο του πλούτου της κάθε χώρας
3. ο κίνδυνος της χώρας –οικονομικός, πολιτικός και χρηματοοικονομικός- βάσει των αξιολογήσεων από τους διεθνείς οργανισμούς
4. οι πολιτισμικές διαφορές
5. ο χρόνος

επίσης, οι επενδυτικές ροές και ο επενδυτικός όγκος των Α.Ξ.Ε. ήταν οι εξαρτημένες μεταβλητές ενώ χρησιμοποιήθηκαν και δύο ψευδομεταβλητές, η γεωγραφική θέση (Ασία ή Δ. Ευρώπη) και ο βαθμός ανάπτυξης της κάθε χώρας (αναπτυγμένη ή αναπτυσσόμενη).

Στο τέλος της μελέτης οι συγγραφείς μας παραθέτουν τα συμπεράσματα τους και επισημαίνουν κάποια στοιχεία που μελλοντικές έρευνες θα πρέπει να αναλύσουν περαιτέρω. Ουσιαστικά ισχυρίζονται ότι η έρευνα τους αποδεικνύει την τάση των επενδυτών σε αναζήτηση πιο προσοδοφόρων περιοχών όπου θα τοποθετηθούν και γι' αυτό μετακινούνται από τις αναπτυγμένες χώρες στις αναπτυσσόμενες. Ακόμα, τονίζουν την ανάγκη να ερευνηθεί στο μέλλον το σύνολο εκείνων των προϋποθέσεων που πρέπει να πληρούνται από μία χώρα προκειμένου να επιλεγθεί για Α.Ξ.Ε..

Μια άλλη μελέτη<sup>5</sup> εξετάζει, βάσει στοιχείων από Α.Ξ.Ε. εμπορικών τραπεζών σε δύο περιοχές της Κίνας – την περιοχή της Σαγκάης και την ειδική οικονομική ζώνη του Senzhen για την περίοδο 1986-1997, την επίδραση της ύπαρξης ή όχι αυστηρών κυβερνητικών ελέγχων στις ξένες επενδύσεις από μη χρηματοοικονομικές εταιρείες. Η ύπαρξη ενημερωμένων διαμεσολαβητών με εμπειρία στο διεθνές χρηματοοικονομικό σύστημα δημιουργεί συνθήκες για μια επαληθεύσιμη, έντονη αύξηση στο ρυθμό εισόδου επενδύσεων από πολυεθνικές επιχειρήσεις. Δύο πιθανές εξηγήσεις μπορούν να δοθούν: η σύγχρονη διαθεσιμότητα εμπειρίας στο διεθνές χρηματοοικονομικό σύστημα επιτρέπει στις πολυεθνικές να επενδύουν έχοντας τη βεβαιότητα ότι δύνανται να αντισταθμίζουν τους κινδύνους των επενδύσεων τους και

---

<sup>5</sup>βλ. “*Multinational banking and economic development: a case study*”, Qiang He, H. Peter Gray, *Journal of Asian Economics*, 2001

παράλληλα, μιας και ο χρηματοοικονομικός τομέας είναι ένας ευαίσθητος τομέας, ίσως η παροχή άδειας στις πολυεθνικές να εισέλθουν στην κινεζική αγορά είναι σημάδι δέσμευσης σε μια πολιτική απελευθέρωσης της βιομηχανοποίησης της εν λόγω αγοράς.

Αναλυτικότερα η βασική υπόθεση που εξετάζεται είναι η χρηματοοικονομική ολοκλήρωση της αγοράς της Κίνας και πώς αυτή επηρεάζεται από τις κυβερνητικές ρυθμίσεις και γενικότερα το νομοθετικό πλαίσιο της χώρας. Οι συγγραφείς υποστηρίζουν ότι τα οφέλη από την παρουσία των πολυεθνικών τραπεζών είναι: α) ότι οι πολυεθνικές τράπεζες προσφέρουν σύγχρονες χρηματοοικονομικές υπηρεσίες στις εγκατεστημένες πολυεθνικές επιχειρήσεις και αυξάνουν το εύρος και την αποτελεσματικότητα των διεθνών χρηματοοικονομικών υπηρεσιών που παρέχονται στη χώρα υποδοχής, β) ότι λόγω του ανταγωνισμού μεταξύ των πολυεθνικών και των εγχώριων τραπεζών αυξάνεται η αποτελεσματικότητα του γηγενούς χρηματοοικονομικού τομέα και βελτιώνονται οι υπηρεσίες που πωλούνται στις εγχώριες επιχειρήσεις. Προκειμένου λοιπόν να αποδείξουν οι συγγραφείς ότι η ύπαρξη υπερβολικών περιορισμών και μέτρων έναντι των ξένων επενδυτών, προκειμένου να προστατευθεί η ταυτότητα και η ανεξαρτησία της χώρας όπως ισχυρίζονται οι ιθύνοντες, αποτελεί εμπόδιο στην ανάπτυξη της κινεζικής οικονομίας και στη συμπίεση της με τις διεθνείς οικονομικές εξελίξεις.

Κατ' επέκταση έστω και αν τα στοιχεία από τη Σαγκάη δεν είναι επαρκή για μια αυστηρή εμπειρική έρευνα, ενώ τα συγκεντρούμενα στοιχεία από τη ζώνη του Σέντσεν είναι ικανά για την κατασκευή ενός μοντέλου, οι ερευνητές μας χρησιμοποιώντας δεδομένα για το Α.Ε.Π., το ρυθμό ανάπτυξης και την παρουσία ξένων τραπεζών στη χώρα αποσκοπούν στην απόδειξη της υποθέσεως τους. Έτσι η έρευνα καταλήγει σε μία «ερασιτεχνική» απόδειξη του βασικού ερωτήματος αλλά παράλληλα επισημαίνεται ότι λείπουν στοιχεία για πολύ σημαντικές μεταβλητές και ότι δεν πρέπει να ξεχνάμε τις ενέργειες του 1990 στη ζώνη του SEZ για απελευθέρωση της χρηματοοικονομικής αγοράς.

Έχοντας λοιπόν υπόψη ένα σημαντικό μέρος της σύγχρονης βιβλιογραφίας για το θέμα των άμεσων ξένων επενδύσεων θα προχωρήσουμε στην διευκρίνιση του ερωτήματος που θα ερευνήσουμε αφού αναφερθούμε στη θεωρία που θα αποτελέσει τη βάση μας.



### 3. Επιλογή θεωρίας

Όπως είναι γνωστό πολλές οικονομικές θεωρίες έχουν αναπτυχθεί γύρω από τις άμεσες ξένες επενδύσεις, είτε αυτές είναι τελείως καινούριες είτε αποτελούν την εξέλιξη κάποιων παλιών γενικών οικονομικών θεωριών. Λαμβάνοντας λοιπόν υπόψη την ανασκόπηση της σχετικής βιβλιογραφίας μπορούμε να επισημάνουμε τη διαφοροποίηση των υπαρχουσών θεωριών, σε αυτές που αναλύουν το φαινόμενο των Α.Ξ.Ε. βασιζόμενες σε μεμονωμένα χαρακτηριστικά του και σε εκείνες που προσφέρουν μια πιο σφαιρική θεώρηση των πραγμάτων. Μέσα λοιπόν από το σύνολο των θεωριών έχει ξεχωρίσει για περισσότερο από τις δύο τελευταίες δεκαετίες **το εκλεκτικό παράδειγμα του Dunning**, το οποίο εξακολουθεί να αποτελεί το κυρίαρχο πλαίσιο ανάλυσης μιας σειράς μελετών που αφορούν τις Α.Ξ.Ε και τη δραστηριοποίηση των πολυεθνικών στο εξωτερικό. Ουσιαστικά, η *εκλεκτική θεωρία* του J. H. Dunning ήρθε για να καλύψει αυτές τις αδυναμίες και να προσφέρει μια ολοκληρωμένη οικονομική θεωρία σχετικά με την πραγματοποίηση ξένων επενδύσεων και τη δραστηριότητα των πολυεθνικών στο εξωτερικό.

Βάσει αυτής της θεωρίας, γνωστής και ως *OLI paradigm*, το φαινόμενο των ξένων επενδύσεων πρέπει να αναλύεται μέσα από ένα πλαίσιο τριών βασικών παραγόντων : (α) της ιδιοκτησίας (ownership-O), (β) της γεωγραφικής τοποθεσίας (location-L) και (γ) της διεθνοποίησης (internalization-I). Αυτές οι τρεις ομάδες παραγόντων περιλαμβάνουν ένα σύνολο παραμέτρων που κατά τον J. H. Dunning είναι πολύ σημαντικές για τη λήψη αποφάσεων και πραγματοποίησης των άμεσων ξένων επενδύσεων. Συγκεκριμένα, το « υπο-παράδειγμα » (sub-paradigm) της ιδιοκτησίας αφορά στα ανταγωνιστικά πλεονεκτήματα των επιχειρήσεων που επιδιώκουν είτε να ξεκινήσουν είτε να αυξήσουν τις ξένες επενδύσεις τους. Το υπο-παράδειγμα υποθέτει ότι *ceteris paribus* όσο πιο σημαντικά είναι τα ανταγωνιστικά πλεονεκτήματα των επενδυτριών επιχειρήσεων, σε σχέση με τους ανταγωνιστές τους – και ειδικά με όσους βρίσκονται στην ίδια χώρα υποδοχής – τόσο περισσότερες πιθανότητες έχουν για επιτυχία ή αύξηση των επενδύσεων τους στη χώρα στόχο.

Το δεύτερο « υπο-παράδειγμα » ασχολείται με τα τοπικά χαρακτηριστικά – θέλγητρα τα οποία διαθέτει κάθε ενναλακτικός προορισμός για πραγματοποίηση άμεσων ξένων επενδύσεων. Δηλαδή εξετάζει ποιοι είναι αυτοί οι τοπικοί παράγοντες μιας χώρας υποδοχής, οι οποίοι εάν συνδυαστούν με τα ανταγωνιστικά

πλεονεκτήματα (παράγοντες ιδιοκτησίας) της επιχείρησης επενδυτή θα προκύψει τελικά αυξημένο όφελος για τους επενδυτές.

Τέλος, το τρίτο « υπο-παράδειγμα » του *OLI τριπτύχου* προσφέρει ένα πλαίσιο αξιολόγησης εναλλακτικών τρόπων βάσει των οποίων οι επιχειρήσεις μπορούν να οργανώσουν τη δημιουργία και τη διερεύνηση των κύριων ανταγωνιστικών δυνατοτήτων τους, δεδομένων των τοπικών χαρακτηριστικών των ξένων χωρών. Ουσιαστικά, η εκλεκτική θεωρία -ορμώμενη και από την κοντινή θεωρία της διεθνοποίησης (*internalization theory*)<sup>6</sup> - υποστηρίζει ότι όσο περισσότερα είναι τα κέρδη από τις διεθνείς επιχειρηματικές δραστηριότητες τόσο περισσότερη θα είναι η κλίση των επιχειρήσεων προς την πραγματοποίηση Α.Ξ.Ε. και η αποφυγή της παροχής των δικαιωμάτων των προϊόντων σε αντιπροσώπους στη χώρα στόχο, όπως είναι το *franchising*.

Σε αυτό το σημείο πρέπει να τονίσουμε ότι σε μια από τις τελευταίες δημοσιεύσεις<sup>7</sup> του J. H. Dunning γίνεται λόγος για τον τρόπο με τον οποίο η εκλεκτική θεωρία μπορεί να βρει εφαρμογή όχι μόνο σε στατικά φαινόμενα αλλά και σε δυναμικά φαινόμενα επενδύσεων, δηλαδή σε περιπτώσεις επενδύσεων όπου παίζουν ρόλο και εξελίξιμοι παράγοντες όπως το *μάνατζμεντ* των εταιριών – το οποίο εμπίπτει στην πρώτη ομάδα παραγόντων (ιδιοκτησίας). Μάλιστα ορίζεται ότι μια πολυεθνική επιχείρηση πριν προχωρήσει σε Α.Ξ.Ε. τέσσερις τύπους δραστηριότητας: (α) αυτή που στοχεύει στην ικανοποίηση συγκεκριμένης ξένης αγοράς ή συνόλου ξένων αγορών, *market seeking fdi*, (β) αυτή που αποσκοπεί στην εκμετάλλευση των πλουτοπαραγωγικών πηγών της χώρας υποδοχής, *resource seeking fdi*, (γ) αυτή που σχεδιάζεται για να προωθήσει ένα αποτελεσματικό τμήμα της πολυεθνικής και να εκμεταλλευτεί κάποια εξειδίκευση της, *rationalized or efficiency seeking fdi*, (δ) αυτή που σχεδιάστηκε για να προστατέψει ή να αυξήσει τα υπάρχοντα ιδιοκτησιακά πλεονεκτήματα της επιχείρησης επενδυτή και ταυτόχρονα να μειώσει αυτά των ανταγωνιστών της, *strategic asset seeking fdi*.

Έχοντας λάβει υπ' όψιν τα όσα προαναφέρθηκαν επιλέγουμε και η δικιά μας ερευνητική εργασία να βασιστεί στο εκλεκτικό παράδειγμα του J. H. Dunning και συνεπώς να μελετήσουμε το φαινόμενο των Α.Ξ.Ε. στον χρηματοοικονομικό τομέα βάσει κάποιων παραγόντων που εμπίπτουν στις τρεις ομάδες της θεωρίας.

<sup>6</sup> βλ. Buckley & Casson (1976,1985,1998), Hennart (1982,1989), Rugman (1982,1996)

<sup>7</sup> “The eclectic paradigm as an envelope for economic and business theories of MNE activity”, *International Business Review*, Volume 9, 2000, σελ. 163-190

## 4.Στοιχεία και μεθοδολογία

### 4.1. Στοιχεία

Η συλλογή των στοιχείων αποτέλεσε ένα αρκετά δύσκολο τμήμα της παρούσας μελέτης, γεγονός που οφείλεται στον περιορισμένο αριθμό άμεσα διαθέσιμων εμπειρικών δεδομένων για τις άμεσες ξένες επενδύσεις σε χώρες της Ευρώπης –εισροές και εκροές. Μάλιστα τα έτη για τα οποία υπάρχουν στοιχεία από έγκυρους διεθνείς οργανισμούς φθάνουν μέχρι το 2000 και κατά συνέπεια η χρονική περίοδος του δείγματος της εργασίας είναι από το 1990 έως το 2000.

Ένα άλλο θέμα σχετικά με την εύρεση των στοιχείων είναι ο μικρός αριθμός κρατών της Ευρώπης για τα οποία υπάρχουν προσβάσιμα στοιχεία που αφορούν τη συγκεκριμένη περίοδο, μιας και η μεθοδολογία μας απαιτεί κοινά έτη αναφοράς για όλες τις εξεταζόμενες χώρες. Κατ' επέκταση το δείγμα των χωρών της εργασίας αυτής αποτελείται από δέκα χώρες της Ευρώπης, οι οποίες είναι όλες κράτη – μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης αλλά όχι και της Ο.Ν.Ε..

Όσον αφορά τις πηγές των δεδομένων αυτές είναι το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο – ετήσιες εκδόσεις και web site του IFS, η Ευρωπαϊκή Στατιστική Υπηρεσία και η βάση δεδομένων για τις άμεσες ξένες επενδύσεις του Ο.Ο.Σ.Α. Συγκεκριμένα από το IMF συλλέχθηκαν τα στοιχεία του ΑΕΠ σε τρέχουσες τιμές (γραμμή 12899B.ZF στην IFS), των εισαγωγών (γραμμή 12871 ZF στην IFS) και των εξαγωγών (γραμμή 12870 ZF στην IFS) και των εγχωρίων καταθέσεων (γραμμή 32 στην IFS), όλα σε δις τοπικού νομίσματος για κάθε χώρα. Σχετικά με τις σειρές των βραχυχρόνιων και των μακροχρόνιων επιτοκίων που χρησιμοποιήθηκαν αλλά και του πληθυσμού της κάθε χώρας η πηγή για αυτές ήταν ο ΟΟΣΑ. Τέλος η σειρά των άμεσων ξένων επενδύσεων συλλέχθηκε από την έκδοση του ΟΟΣΑ για τα έτη 1980-2000 σχετικά με τις άμεσες ξένες επενδύσεις και τα μεγέθη ήταν σε δις τοπικών νομισμάτων από το 1990 έως το 1998 και σε ευρώ το 1999 και το 2000 για τις χώρες μέλη της ΟΝΕ. Δηλαδή μόνο η Δανία, η Σουηδία και το Ηνωμένο Βασίλειο είχαν εξ' ολοκλήρου σειρές σε εγχώριο νόμισμα για τα εξεταζόμενα έτη αφού δεν είναι μέλη της ΟΝΕ με το κοινό νόμισμα του ευρώ από το 1999.

Το συνολικό μας δείγμα, εφόσον η μεθοδολογία μας επιβάλλει κοινά έτη αναφοράς για όλες τις χώρες, συντίθεται από παρατηρήσεις για έντεκα χρόνια (1990-2000) για δέκα χώρες, δηλαδή έντεκα παρατηρήσεις για κάθε χώρα και συνεπώς το σύνολο είναι εκατόν δέκα (110) παρατηρήσεις.

## 4.2 Μεθοδολογία - Το οικονομετρικό υπόδειγμα

Η υπό εκτίμηση εξίσωση, βασισμένη στην εκλεκτική θεωρία του Dunning καθώς και στο άρθρο των Mutinelli και Piscitello (2001) για τις ιταλικές τράπεζες, είχε αρχικά την εξής μορφή :

$$FI_{ij} = f(i, TRADE, GDP, MKT\_SIZE, FIN\_cen, Risk)$$

Αναλυτικά :

- $FI_{ijt}$  = οι εισροές των άμεσων ξένων επενδύσεων στον χρηματοπιστωτικό τομέα της χώρας υποδοχής (i) από το σύνολο των επενδυτών (j) σε αυτήν.
- Η μεταβλητή  $i$  που είναι :
  - α) **Short term interest**  $it$  (SI) = βραχυχρόνιο επιτόκιο της κάθε χώρας υποδοχής
  - β) **Long term interest**  $it$  (LI) = μακροχρόνιο επιτόκιο της κάθε χώρας υποδοχής
- η μεταβλητή  $TRADE$  που είναι :
  - α) **Imports (IMP)**  $it$  = οι εισαγωγές που κάνει η κάθε χώρα υποδοχής συνολικά
  - β) **Exports (EXP)**  $it$  = οι εξαγωγές που πραγματοποιεί κάθε χώρα υποδοχής παγκοσμίως
- $GDP_{it}$  = το ΑΕΠ κάθε χώρας υποδοχής σε δις τοπικού νομίσματος
- Η μεταβλητή  $MKT\_SIZE$  που είναι :
  - α) **Domestic Credit (DC)**  $it$  = οι εγχώριες συνολικές καταθέσεις που υπάρχουν σε κάθε χώρα υποδοχής
  - β) **Population (POP)**  $it$  = ο πληθυσμός κάθε χώρας υποδοχής

Δηλαδή η τελική μορφή της χρησιμοποιούμενης εξίσωσης είναι η παρακάτω :

$FI_{ij} = f(SI_{it}, LI_{it}, IMP_{it}, EXP_{it}, GDP_{it}, DC_{it}, POP_{it})$
--

Μάλιστα τα μεγέθη των εισροών των άμεσων ξένων επενδύσεων, των εισαγωγών, των εξαγωγών και των εγχώριων καταθέσεων διαιρέθηκαν με το Α.Ε.Π. και χρησιμοποιήθηκαν ως ποσοστά του, ενώ το Α.Ε.Π. διαιρέθηκε με τον πληθυσμό κάθε χώρας την αντίστοιχη χρονιά προκειμένου να έχουμε το κατα κεφαλήν εισόδημα (GDPPC).

Η μεθοδολογία που χρησιμοποιήθηκε ήταν η διαχρονική και διαστρωματική ανάλυση (panel data analysis) και η εκτίμηση της παλινδρόμησης έγινε με την μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων (OLS). Ουσιαστικά, ξεκινώντας από την εκτίμηση της αρχικής εξίσωσης και αποκλείοντας σταδιακά τις μη σημαντικές μεταβλητές, καταλήξαμε σε ένα μοντέλο που περιλαμβάνει μόνο τις σημαντικότερες μεταβλητές και το οποίο θεωρούμε ότι περιγράφει αρκετά καλά το εξεταζόμενο φαινόμενο.

## 5. Αποτελέσματα

Καταρχάς, η εκτίμηση έγινε με το LIMDEP, ενώ λόγω αυτοσυσχέτισης στα κατάλοιπα, χρησιμοποιήθηκε η εντολή AR1, η οποία σχεδόν μηδένισε την αυτοσυσχέτιση των καταλοίπων. Αυτό είχε σαν αποτέλεσμα τη μείωση των παρατηρήσεων σε εκατό (100).

Το πρόγραμμα LIMDEP κάθε φορά που εκτιμούσε την εξίσωση της παλινδρόμησης παρουσίαζε δύο διαφορετικά μοντέλα (σενάρια). Το πρώτο εξέταζε την εξίσωση χωρίς group dummy variables και είχε ερμηνευτικότητα της τάξεως του 16% ενώ το δεύτερο περιελάμβανε group dummy variables και είχε ικανότητα ερμηνείας περίπου 51%. Επίσης βάσει των συγκριτικών τεστ μεταξύ διάφορων παραλλαγών της εκτιμητέας εξίσωσης, που ήταν τέσσερις -(1) μοντέλο που περιείχε έναν σταθερό όρο μόνο, (2) μοντέλο με group effects μόνο, (3) μοντέλο με τις επεξηγηματικές μεταβλητές μόνο και (4) μοντέλο με επεξηγηματικές μεταβλητές και group effects - προέκυψε ότι η καλύτερη περιγραφή του φαινομένου μας δίνεται από το μοντέλο (4) που περιλαμβάνει τις ανεξάρτητες μεταβλητές και τα group effects ταυτόχρονα, το οποίο έχει  $R^2 = 51\%$  και υπερσχύει όλων των άλλων. Στον πίνακα 1 φαίνονται τα αρχικά αποτελέσματα.

**Πίνακας 1: Αποτελέσματα**

Least Squares with Group Dummy Variables					
Ordinary least squares regression Weighting variable = none					
Dep. var. = FDI Mean= 38835.08410 , S.D.= 93258.70628					
Model size: Observations = 100, Parameters = 16, Deg.Fr.= 84					
Residuals: Sum of squares= .4255666106E+12, Std.Dev.= 71177.72948					
Fit: R-squared= .505742, Adjusted R-squared = .41748					
Model test: F[ 15, 84] = 5.73, Prob value = .00000					
Diagnostic: Log-L = -1250.4697, Restricted(b=0) Log-L = -1285.7046					
LogAmemiyaPrCrt.= 22.494, Akaike Info. Crt.= 25.329					
Estd. Autocorrelation of e(i,t) .000000					
+-----+-----+-----+-----+-----+-----+					
Variable	Coefficient	Standard Error	t-ratio	P[ T >t]	Mean of X
+-----+-----+-----+-----+-----+-----+					
SI	331753.5078	293900.31	1.129	.2616	.68760000E-01
LI	-68.59294952	54.411771	-1.261	.2103	-29.897600
IMP	-646415.8120	256778.46	-2.517	.0133	.39971000
EXP	544834.5398	230001.57	2.369	.0197	.42384000
GDPPC	2324.943821	5019.1291	.463	.6442	4.9409000
DC	-14.64604672	53.503194	-.274	.7848	-19.555770
Estimated Fixed Effects					
Group	Coefficient	Standard Error	t-ratio		
1	-2946.13314	31099.02940	-.09473		
2	-30087.04597	34954.09921	-.86076		
3	17472.94292	29567.89196	.59094		
4	58834.88832	73513.54843	.80033		
5	-92227.96243	174475.97308	-.52860		
6	18213.39550	31736.14142	.57390		
7	157080.59280	42009.07394	3.73921		
8	200544.57610	35932.66190	5.58112		
9	-18259.02076	34146.24341	-.53473		
10	-12072.04794	78439.88360	-.15390		

Από τον πίνακα των αποτελεσμάτων φαίνεται ότι οι λιγότερο σημαντικές μεταβλητές είναι οι εγχώριες καταθέσεις και το κατά κεφαλήν Α.Ε.Π. Επίσης, μη σημαντικές μεταβλητές προκύπτει να είναι και τα επιτόκια – μακροχρόνια και βραχυχρόνια. Από την άλλη, οι εξαγωγές εμφανίζονται σημαντικές σε επίπεδο της τάξεως του 2% και οι εισαγωγές στο επίπεδο του 1,3%.

Στη συνέχεια λοιπόν αφαιρέθηκαν σταδιακά οι μη σημαντικές μεταβλητές (εγχώριες καταθέσεις, κατά κεφαλήν Α.Ε.Π.) και ταυτόχρονα έγιναν κάποιες δοκιμές με τις μεταβλητές των επιτοκίων. Το μοντέλο στο οποίο καταλήξαμε έδωσε τα αποτελέσματα του πίνακα 2:

**Πίνακας 2 : τελικά αποτελέσματα**

Least Squares with Group Dummy Variables					
Ordinary least squares regression Weighting variable = none					
Dep. var. = FDI Mean= 38835.08410 , S.D.= 93258.70628					
Model size: Observations = 100, Parameters = 13, Deg.Fr.= 87					
Residuals: Sum of squares= .4321134074E+12, Std.Dev.= 70475.67506					
Fit: R-squared= .498139, Adjusted R-squared = .42892					
Model test: F[ 12, 87] = 7.20, Prob value = .00000					
Diagnostic: Log-L = -1251.2330, Restricted(b=0) Log-L = -1285.7046					
LogAmemiyaPrCrt.= 22.448, Akaike Info. Crt.= 25.285					
Estd. Autocorrelation of e(i,t) .000000					
+-----+-----+-----+-----+-----+-----+					
Variable	Coefficient	Standard Error	t-ratio	P[ T >t]	Mean of X
LI	-93.82913893	49.065558	-1.912	.0585	-29.897600
IMP	-532224.5984	233291.30	-2.281	.0245	.39971000
EXP	440917.9151	208327.66	2.116	.0366	.42384000

Estimated Fixed Effects			
Group	Coefficient	Standard Error	t-ratio
1	18900.63858	24042.36249	.78614
2	-3996.99966	25924.83521	-.15418
3	37436.21419	23350.06284	1.60326
4	79437.96655	70371.14904	1.12884
5	10115.24206	22977.27165	.44023
6	36384.63209	26994.31009	1.34786
7	170233.37445	38646.48042	4.40489
8	225613.82005	26242.54611	8.59725
9	8224.57763	24513.66855	.33551
10	36517.21972	25883.48131	1.41083

Σαν αποτέλεσμα, παρατηρούμε ότι τα μακροχρόνια επιτόκια παίζουν σημαντικό ρόλο στη διαμόρφωση των άμεσων ξένων επενδύσεων σε επίπεδο 5%. Ακόμα οι εισαγωγές εμφανίζονται σημαντικές στο επίπεδο του 2,5% και αναλόγως οι εξαγωγές είναι σημαντικές στο επίπεδο του 4%.

Όσον αφορά τους συντελεστές παρουσιάζεται αρνητική συσχέτιση των εισαγωγών και των μακροχρονίων επιτοκίων με τις εισροές των άμεσων ξένων επενδύσεων, ενώ οι εξαγωγές όπως είναι φυσιολογικό σχετίζονται θετικά με την εισροή επενδύσεων στη χώρα.

Η γραμμική μορφή της εξίσωσης είναι η παρακάτω :

$$\text{FDI}_{ijt} = c_i - 93,83 \text{ LI}_{it} - 532224,6 \text{ IMP}_{it} + 440918 \text{ EXP}_{it}$$

Όπου το  $c_i$  αποτελεί το σταθερό συντελεστή, ο οποίος διαφέρει ανάλογα με την χώρα στην οποία αναφέρεται και σαφώς παρουσιάζει διαφορετική σημαντικότητα αντίστοιχα.

Το τελικό μοντέλο της εργασίας μας επεξηγεί τη μεταβλητότητα των εισροών των άμεσων ξένων επενδύσεων κατά 43% (Adjusted R-squared) ενώ η αυτοσυσχέτιση των καταλοίπων είναι σχεδόν μηδενική.



## 6. Οικονομική ερμηνεία ευρημάτων μελέτης

Καταρχάς είναι σκόπιμο να τονίσουμε ότι η ανάλυση της παρούσας εργασίας βασίστηκε σε περιορισμένο δείγμα παρατηρήσεων, λόγω της μη διαθεσιμότητας πολλών κοινών ετών αναφοράς για το σύνολο των επιλεγμένων χωρών. Μάλιστα κατά την περίοδο αυτή που εξετάζεται (1990-2000) η πορεία των άμεσων ξένων επενδύσεων εμφανίζεται ανοδική και ιδιαίτερα τα δύο τελευταία έτη (1999 και 2000). Συνεπώς, το μέγεθος του δείγματος της εργασίας δεν μπορεί να προσφέρει τη δυνατότητα πλήρους θεώρησης του φαινομένου στα πλαίσια ενός ολοκληρωμένου οικονομικού κύκλου, κάτι που θα οδηγούσε σε περισσότερο έγκυρα και ασφαλή συμπεράσματα.

Όσον αφορά την έντονη ανοδική πορεία των άμεσων ξένων επενδύσεων από το 1999 και έπειτα, αυτό οφείλεται εν μέρει και στην ενοποίηση της ευρωπαϊκής αγοράς και την ολοκλήρωση της Ο.Ν.Ε.. Εξάλλου είναι σημαντικό το γεγονός ότι για τις χώρες μέλη της Ο.Ν.Ε. εξαλείφθηκε ο συναλλαγματικός κίνδυνος και αυξήθηκε η δυνατότητα της ελεύθερης διακίνησης αγαθών και κεφαλαίων. Επίσης τα κόστη της εμπορικής δραστηριότητας και των συναλλαγών στη διατραπεζική αγορά μειώθηκαν σε μεγάλο βαθμό, δίνοντας κίνητρο στα κράτη μέλη να αυξήσουν τη δραστηριότητα τους εντός της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

Επίσης η Ευρώπη από το 1999 θεωρείται ως μία ενιαία αγορά πολλών εκατομμυρίων ανθρώπων, το οποίο προσφέρει αρκετές επενδυτικές ευκαιρίες για τους παγκόσμια δραστηριοποιούμενους επενδυτές<sup>8</sup>. Ιδιαίτερα για τον χρηματοπιστωτικό τομέα, το γεγονός ότι κάποιες χώρες έχουν ανεπτυγμένες και ασφαλείς αγορές αποτελεί κίνητρο για κερδοφόρες επενδύσεις με στόχο είτε την χώρα υποδοχής είτε τα κράτη που συνορεύουν με αυτήν και βρίσκονται ακόμα σε αναπτυξιακή, ασταθή πορεία.

Προχωρώντας στα αποτελέσματα διαπιστώνεται ότι σημαντική επιρροή στην πραγματοποίηση των άμεσων ξένων επενδύσεων ασκούν τα μακροχρόνια επιτόκια. Μάλιστα, τα μακροχρόνια επιτόκια εμφανίζονται αρνητικά συσχετισμένα με την πραγματοποίηση άμεσων ξένων επενδύσεων κάτι που ίσως απορρέει από τη μεγαλύτερη δανειακή επιβάρυνση που προσφέρουν στους επενδυτές.

---

<sup>8</sup> Yannopoulos (1992), σελ. 329

Παράλληλα, το διεθνές εμπόριο –το οποίο στην εργασία αυτή αναλύεται σε εισαγωγές και εξαγωγές- εμφανίζει μια σημαντικότητα της τάξεως του 2% και όπως ήταν φυσικό οι εισαγωγές έχουν αρνητική συσχέτιση μιας και πρόκειται για εκροή εγχωρίων κεφαλαίων, ενώ οι εξαγωγές επηρεάζουν θετικά τις επενδύσεις αφού αποτελούν παράγοντα εισροής κεφαλαίων στη κάθε χώρα. Ωστόσο οι συντελεστές και των δύο μεγεθών είναι σχεδόν ίσοι σε απόλυτες τιμές οπότε η επίδραση τους στις εισροές άμεσων ξένων επενδύσεων μπορεί να θεωρηθεί ισοδύναμη.

Από την άλλη πλευρά τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης αναιρούν μια από τις βασικές αρχικές υποθέσεις που έγιναν για θετική συσχέτιση ανάμεσα στις εγχώριες καταθέσεις και στις πραγματοποιούμενες ξένες επενδύσεις. Συγκεκριμένα, η σημαντικότητα της μεταβλητής των εγχωρίων καταθέσεων ήταν από τις μικρότερες, άρα δεν παίζουν τόσο μεγάλο ρόλο τα κεφάλαια που είναι συγκεντρωμένα σε καταθέσεις στην εγχώρια τραπεζική αγορά.

Παράλληλα, τα μεγέθη του Α.Ε.Π. και συγκεκριμένα του κατά κεφαλήν Α.Ε.Π. εμφανίζονται να μην είναι στατιστικά σημαντικά στη διαμόρφωση και εξέλιξη των επενδύσεων παρόλο που έχουν παράλληλη ανοδική πορεία.

## **7. Προτάσεις για μελλοντική έρευνα**

Βάσει των αποτελεσμάτων της παλινδρόμησης που έγινε, προκύπτει ότι η διεύρυνση των αγορών μετά το 1999 και η εφαρμογή των προϋποθέσεων της Ο.Ν.Ε. στα κράτη μέλη επιφυλλάσσει εκπλήξεις για τις Α.Ξ.Ε. γενικά και ειδικότερα στον χρηματοπιστωτικό τομέα. Σκόπιμη λοιπόν θα ήταν η μελέτη της επίδρασης κάποιων μεταβλητών που σχετίζονται άμεσα με τις ανωτέρω αλλαγές. Για παράδειγμα η επίδραση της εξάλειψης των ισοτιμιών για το σύνολο σχεδόν των χωρών μελών, καθώς και των κοστών συναλλαγής θα αποτελούσε ενδιαφέρον αντικείμενο προς έρευνα, προκειμένου να διαπιστωθεί η σχέση τους με τις Α.Ξ.Ε..

Ακόμα, ενδιαφέρον αντικείμενο προς μελέτη θα ήταν η επίδραση της εξάλειψης των επιτοκιακών διαφορών μεταξύ των χωρών, καθώς και η ύπαρξη προϋπόθεσης για ανώτατη τιμή του Α.Ε.Π. στα κράτη μέλη της Ο.Ν.Ε.

Τέλος, η χρησιμοποίηση time dummies για τα έτη 1999 και 2000 λόγω της εισαγωγής του ευρώ σε κάποιες από τις ευρωπαϊκές χώρες πιθανόν να έδινε κάποια ενδιαφέροντα αποτελέσματα.

Βέβαια κάθε μελλοντική έρευνα προϋποθέτει την διαθεσιμότητα στοιχείων για σημαντικό αριθμό κρατών και φυσικά τη δυνατότητα ο ερευνητής να συλλέξει στοιχεία για ολοκληρωμένο οικονομικό κύκλο, ούτως ώστε να μπορεί να τεκμηριώσει καλύτερα τα συμπεράσματα του.

## Βιβλιογραφία

- Book review, “World Investment Report 1999: Foreign Direct Investment and the Challenge of Development (UNCTAD)”, *International Business Review*, 9, 2000, σελ. 399-401
- Book review, “Foreign Direct Investment(K. Froot)”, *Journal of Asian Economics*, 6 (1), 1995, σελ. 133-137
- Eurostat, *European Union Direct Investment*, Yearbook, 1997
- Eurostat, *European Union Direct Investment 1980-1998*, Yearbook 1999, Theme 2, Economy and Finance
- Eurostat, *European Union Direct Investment 1992-2000*, Yearbook 2001, Theme 2, Economy and Finance
- Eurostat, *Statistics in Focus*, Theme 2, Economy and Finance, 15/2000
- IMF, *Foreign Direct Investment Statistics*, 2001
- Feldstein, M., *International Capital Flows*, University of Chicago Press, 1999
- He, Q & Gray, H. P., “Multinational Banking and economic development: a case study”, *Journal of Asian Economics*, 12, 2001, σελ. 233-243
- Hermalin, B. E. et al, “Risks to lenders and Borrowers in International Capital Markets”, στο Feldstein, M., *International Capital Flows*, University of Chicago Press, 1999, σελ. 363-420
- Dunning J.H., “The eclectic paradigm as an envelope for economic and business theories of MNE activity”, *International Business Review*, Volume 9, σελ. 163-190
- Lipsey, R.E. et al, “The role of Foreign Direct Investment in International Capital Flows”, στο Feldstein, M., *International Capital Flows*, University of Chicago Press, 1999, σελ. 307-361
- Moshirian, F, “International Investment in financial services”, *Journal of Banking and Finance*, 25, 2001, σελ. 317-337
- Moudatsou, A., “Foreign Direct Investment and Economic Growth in the European Union”, *Journal of Economic Integration*, Vol 18, No 4, December 2003, σελ. 689-707
- Mutinelli, M. & Piscitello, L., “Foreign Direct Investment in the banking sector: the case of Italian banks in the ‘90s”, *International Business Review*, 10, 2001, σελ. 661-685
- Sethi, D et al, “Seeking greener pastures: a theoretical and empirical investigation into the changing trend of foreign direct investment flows in response to institutional and strategic factors”, *International Business Review*, 11, 2002, σελ. 685-705
- Soci, A., “FDI and the process of European integration: A Brief Overview”, *Journal of Economic Integration*, Vol 18, No 4, December 2003, σελ. 642-660
- Belderbos R., Vandenbussche H., Veugelers R., “Antidumping duties, undertaking and foreign direct investment in the EU”, *European Economic Review*, September 2002
- Alfaro L., Chanda A., Kalemli-Ozcan S., Sayek S., “FDI and economic growth : the role of local financial markets”, *Journal of International Economics*, January 2003
- Goldberg L., “Financial FDI and host countries : new and old lessons”, *Federal Bank of New York*, March 2003
- Duce M., “Definitions of FDI : a methodological note”, *Banco de Espana*, July 2003
- Bjorvatn K., “Economic integration and the profitability of cross-border mergers and

- acquisitions”, *European Economic Review*, March 2004
- Carstensen K., Toubal F., “Foreign direct investment in Central and Eastern European countries : a dynamic panel analysis”, Volume 32, *Journal of Comparative Economics*, October 2003
- Kiymaz H., “Cross-border acquisitions of US financial institutions : impact of macroeconomic factors”, Volume 28, *Journal of Banking and Finance*, March 2003
- Moshirian F., Sadeh I., Zein J., “International financial services : determinants of banks’ foreign assets held by non-banks”, *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money*”, November 2003