



**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ**

**ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ**

**ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ:**

**ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΓΙΑ ΣΤΕΛΕΧΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ**

**ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ ΜΕ ΘΕΜΑ:**

**Η ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΠΡΙΝ ΚΑΙ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΕΙΣΑΓΩΓΗ  
ΤΟΥ ΕΥΡΩ**

**ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ**

**Κος. ΑΝΤΖΟΥΛΑΤΟΣ Α.**

**ΕΞΕΤΑΣΤΙΚΗ ΕΠΙΤΡΟΠΗ**

**Κος. ΣΤΑΪΚΟΥΡΑΣ Π.**

**Κος. ΒΟΛΙΩΤΗΣ Δ.**

**ΦΟΙΤΗΤΡΙΑ**

**ΚΥΡΙΤΣΗ ΔΕΣΠΟΙΝΑ**

**ΠΕΙΡΑΙΑΣ**

**ΦΕΒΡΟΥΑΡΙΟΣ 2013**

## ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Η παρούσα εργασία έχει σκοπό να απαντήσει στο ερώτημα αν η εισαγωγή του ευρώ επηρέασε τον τρόπο χρηματοδότησης των επιχειρήσεων.

Αρχικά πραγματοποιήθηκε έρευνα βιβλιογραφίας ώστε να διαπιστωθεί ποια στοιχεία του χρηματοοικονομικού συστήματος επηρεάζονται από την υιοθέτηση ενιαίου νομίσματος. Σύμφωνα με τις πηγές που μελετήθηκαν, το χρηματοοικονομικό σύστημα υφίσταται τριβές, που συνοψίζονται στην ύπαρξη ασυμμετρίας πληροφόρησης και κόστους συναλλαγών. Αυτές αναμένεται να μειώθηκαν σε σημαντικό βαθμό λόγω της εισαγωγής του ευρώ, με αποτέλεσμα την καλύτερη λειτουργία του χρηματοπιστωτικού συστήματος και την ευκολότερη πρόσβαση των επιχειρήσεων σε εξωτερικό δανεισμό.

Επίσης μελετήθηκαν οι κυριότερες θεωρίες περί κεφαλαιακής διάρθρωσης, δηλαδή η θεωρία Pecking Order και Trade-Off Theory. Η πρώτη εξηγεί τις αποφάσεις κεφαλαιακής διάρθρωσης μέσω της ασυμμετρίας πληροφόρησης, ενώ η δεύτερη μέσω του κόστους χρεοκοπίας. Και οι δύο αυτές παράμετροι αναμένεται να μειωθούν και επομένως ο εξωτερικός δανεισμός να αυξηθεί. Κατόπιν μελετήθηκε το επίπεδο χρηματοοικονομικής ολοκλήρωσης λόγω της εισαγωγής του ευρώ όπου διαπιστώθηκε υψηλό επίπεδο στις χρηματαγορές και την αγορά εταιρικών ομολόγων, ενώ πιο συγκεκριμένα στις τράπεζες το υψηλότερο επίπεδο ολοκλήρωσης παρατηρήθηκε στη διατραπεζική αγορά. Επίσης, μελετήθηκε έρευνα της Τράπεζας της Φιλανδίας με παρόμοιο θέμα, τα ευρήματα της οποίας υποδεικνύουν αύξηση του επιπέδου δανεισμού στην ONE.

Επομένως από τη βιβλιογραφική έρευνα αναμέναμε αύξηση του εξωτερικού δανεισμού για τις επιχειρήσεις της Ευρωζώνης, συμπέρασμα που επαληθεύσαμε μέσω εμπειρικής μελέτης σε έντεκα χώρες εντός Ευρωζώνης και τρεις εκτός, σε σύνολο εκατόν σαράντα εταιρειών. Συνεπώς, η απάντηση στο αρχικό ερώτημα που τέθηκε είναι ότι η εισαγωγή του ευρώ επηρέασε την κεφαλαιακή διάρθρωση των επιχειρήσεων, αυξάνοντας τον εξωτερικό δανεισμό τους.

**ΛΕΞΕΙΣ-ΚΛΕΙΔΙΑ**

- Ασυμμετρία πληροφόρησης
- Κόστος συναλλαγών, κόστος χρεοκοπίας
- Αύξηση εξωτερικού χρέους επιχειρήσεων

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

**ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ**

1	ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	6
2	«ΤΡΙΒΕΣ» ΣΤΙΣ ΑΓΟΡΕΣ ΚΑΙ ΔΟΜΗ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ.....	9
3	ΘΕΩΡΙΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗΣ ΔΙΑΡΘΡΩΣΕΩΣ ΚΑΙ «ΤΡΙΒΕΣ».....	24
3.1	Η Θεωρία των Modigliani-Miller.....	24
3.2	Η θεωρία Trade-Off.....	27
3.3	Η θεωρία Pecking Order.....	28
4	ΕΥΡΩ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΟΛΟΚΛΗΡΩΣΗ ΣΤΗΝ ΟΝΕ.....	31
4.1	Χρηματοοικονομική Ολοκλήρωση στην ΟΝΕ.....	32
4.2	Εισαγωγή του ευρώ και τριβές.....	35
5	ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ.....	42
6	ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....	46
7	ΣΥΝΟΨΗ.....	55
8	ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	56
9	ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ.....	57

## ΠΙΝΑΚΑΣ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ

Διάγραμμα 1 – Μόχλευση πριν και μετά την εισαγωγή του ευρώ: Αυστρία .....	46
Διάγραμμα 2 – Μόχλευση πριν και μετά την εισαγωγή του ευρώ: Βέλγιο.....	47
Διάγραμμα 3 – Μόχλευση πριν και μετά την εισαγωγή του ευρώ: Γερμανία.....	48
Διάγραμμα 4 – Μόχλευση πριν και μετά την εισαγωγή του ευρώ: Ισπανία .....	48
Διάγραμμα 5 – Μόχλευση πριν και μετά την εισαγωγή του ευρώ: Φιλανδία.....	49
Διάγραμμα 6 – Μόχλευση πριν και μετά την εισαγωγή του ευρώ: Γαλλία .....	49
Διάγραμμα 7 – Μόχλευση πριν και μετά την εισαγωγή του ευρώ: Ιταλία.....	50
Διάγραμμα 8 – Μόχλευση πριν και μετά την εισαγωγή του ευρώ: Ιρλανδία .....	50
Διάγραμμα 9 – Μόχλευση πριν και μετά την εισαγωγή του ευρώ: Ολλανδία.....	51
Διάγραμμα 10 – Μόχλευση πριν και μετά την εισαγωγή του ευρώ: Ελλάδ.....	51
Διάγραμμα 11 – Μόχλευση πριν και μετά την εισαγωγή του ευρώ: Πορτογαλία .....	52
Διάγραμμα 12 – Μόχλευση πριν και μετά την εισαγωγή του ευρώ: Ευρωζώνη.....	53
Διάγραμμα 13 – Μόχλευση πριν και μετά την εισαγωγή του ευρώ: Ευρωζώνη έναντι Δανίας, Ηνωμένου Βασιλείου, Σουηδίας.....	54

## 1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Το έτος 1999 αποτέλεσε σταθμό για την πορεία της Ευρωπαϊκής Ένωσης, καθώς σηματοδότησε την εισαγωγή του ενιαίου νομίσματος, αρχικά σε έντεκα χώρες-μέλη της (Αυστρία, Βέλγιο, Γαλλία, Γερμανία, Ιρλανδία, Ισπανία, Ιταλία, Λουξεμβούργο, Ολλανδία, Πορτογαλία, Φιλανδία). Επόμενος σταθμός ήταν η εισαγωγή της Ελλάδας στην Οικονομική και Νομισματική Ένωση το 2001. Από τότε και μέχρι σήμερα, άλλες πέντε χώρες (Εσθονία, Κύπρος, Μάλτα, Σλοβακία, Σλοβενία) έχουν υιοθετήσει το ευρώ ως νόμισμα τους. Αναμφισβήτητα, το γεγονός αυτό άλλαξε άρδην το σκηνικό της οικονομικής ζωής στην Ευρωζώνη, τόσο για τους ιδιώτες, πόσο μάλλον δε για τις επιχειρήσεις. Η παρούσα εργασία έχει σκοπό να μελετήσει πως η εισαγωγή του ευρώ επηρέασε τη χρηματοδότηση των επιχειρήσεων. Μέσα από αυτή τη μελέτη αναμένουμε πολύ ενδιαφέροντα συμπεράσματα σχετικά με την κεφαλαιακή διάρθρωση των επιχειρήσεων πριν και μετά την υιοθέτηση του κοινού νομίσματος.

Αρχικά πραγματοποιήθηκε βιβλιογραφική μελέτη, ώστε να δημιουργηθεί το κατάλληλο θεωρητικό υπόβαθρο που θα μας επιτρέψει να συσχετίσουμε τους παράγοντες που επηρεάζουν την κεφαλαιακή διάρθρωση των επιχειρήσεων με το γεγονός υπό εξέταση, δηλαδή την εισαγωγή του ευρώ. Στο επόμενο κεφάλαιο περιγράφονται οι τριβές στις αγορές και τη δομή του χρηματοοικονομικού συστήματος. Η ύπαρξη κόστους συναλλαγών επηρεάζει τις χρηματοδοτικές αποφάσεις των ιδιωτών και των επιχειρήσεων. Με την εισαγωγή του ευρώ και τη συνεπακόλουθη αύξηση του ανταγωνισμού των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, το κόστος αυτό αναμένεται να μειωθεί με συνέπεια την αύξηση των συναλλαγών. Ακόμα, σημαντικό ρόλο στη δομή του χρηματοοικονομικού συστήματος διαδραματίζει η ύπαρξη ασυμμετρίας στην πληροφόρηση, πριν αλλά και μετά την πραγματοποίηση συναλλαγών. Η αβεβαιότητα που συνεπάγεται το φαινόμενο της ασύμμετρης πληροφόρησης αποτελεί τροχοπέδη για την άντληση ξένων κεφαλαίων. Ωστόσο, η ύπαρξη ενιαίου νομίσματος αναμένεται πως μείωσε το φαινόμενο αυτό, επομένως η πρόσβαση σε ξένα κεφάλαια έγινε ευκολότερη.

Στο τρίτο κεφάλαιο παρουσιάζονται οι κυριότερες θεωρίες περί κεφαλαιακής διάρθρωσης των επιχειρήσεων. Η πρώτη θεωρία ήταν αυτή των Modigliani-Miller, οι οποίοι υποθέτοντας μηδενικό πληθωρισμό, φορολογία, συναλλακτικά κόστη, κόστη χρεοκοπίας έδειξαν πως η κεφαλαιακή διάρθρωση των επιχειρήσεων δεν επηρεάζει την αξία τους. Μελετήθηκαν και πιο ρεαλιστικά μοντέλα, όπως η θεωρία του Trade-Off που εξηγεί τις χρηματοδοτικές αποφάσεις των επιχειρήσεων μέσω του κόστους χρεοκοπίας και η θεωρία Pecking Order που σχετίζεται με την ασυμμετρία πληροφόρησης. Και οι δυο αυτοί παράγοντες αναμένεται να καμφθούν με την εισαγωγή του ευρώ, οπότε καταλήξαμε στο συμπέρασμα ότι οι επιχειρήσεις θα τείνουν να αυξήσουν το επίπεδο δανεισμό τους.

Στο τέταρτο κεφάλαιο αναλύεται η χρηματοοικονομική ολοκλήρωση στην ΟΝΕ. Το υψηλότερο επίπεδο ολοκλήρωσης φαίνεται να έχει επιτευχθεί στις αγορές χρήματος και κρατικών ομολόγων, σε μικρότερο βαθμό έχουν ενοποιηθεί η αγορά εταιρικών ομολόγων και τραπεζικών προϊόντων και πολύ λιγότερο οι κεφαλαιαγορές. Όσον αφορά την ολοκλήρωση στην τραπεζική, σε μεγαλύτερο βαθμό έχει πραγματοποιηθεί στην διατραπεζική αγορά, σε μικρότερο στην αγορά κεφαλαίων, ενώ η λιανική τραπεζική έχει σημειώσει την μικρότερη πρόοδο στην πορεία προς την ολοκλήρωση. Επιπλέον, μελετήθηκε έρευνα από την Τράπεζα της Φιλανδίας με το ίδιο θέμα, με κύρια συμπεράσματα την αύξηση του εξωτερικού δανεισμού στις χώρες εντός Ευρωζώνης, περισσότερο στις λιγότερο ανεπτυγμένες οικονομικά χώρες και στις μεγαλύτερες εταιρείες. Επομένως, μέσω της βιβλιογραφικής ανασκόπησης, καταλήξαμε στο συμπέρασμα ότι η εισαγωγή του ευρώ αναμένεται να επηρέασε τον τρόπο χρηματοδότησης των επιχειρήσεων, αυξάνοντας το επίπεδο εξωτερικού δανεισμού. Αυτή η διαπίστωση είναι πολύ σημαντική για το σύνολο του χρηματοοικονομικού συστήματος.

Στη συνέχεια πραγματοποιήθηκε εμπειρική ανάλυση με σκοπό να διαπιστωθεί αν τα αποτελέσματα της βιβλιογραφικής μελέτης συμφωνούν με τα πραγματικά αριθμητικά δεδομένα, η οποία παρουσιάζεται στο πέμπτο κεφάλαιο. Συνοπτικά, υπολογίστηκε ο δείκτης Συνολικού Χρέους προς Σύνολο Ενεργητικού (D/A) για εκατόν δέκα εταιρείες εντός Ευρωζώνης και τριάντα εκτός για χρονικό εύρος είκοσι ετών, δέκα προ εισαγωγής και δέκα μετά

εισαγωγής του κοινού νομίσματος. Ακολούθως υπολογίστηκε ο διαστρωματικός μέσος όρος των τιμών του δείκτη, με τις οποίες και συγκρίθηκε, ώστε να διαπιστωθεί η σχέση των εταιρειών με το μέσο όρο. Η διαδικασία αυτή πραγματοποιήθηκε σε επίπεδο εταιρείας, χώρας και ακόμα με κριτήριο τη συμμετοχή ή μη στην Ευρωζώνη. Τα αποτελέσματα αναπαραστάθηκαν γραφικά και ταυτίζονται με τα συλλογιστικά συμπεράσματα που είχαν προκύψει από τη βιβλιογραφική μελέτη.

Πιο αναλυτικά, στο έκτο κεφάλαιο, περιγράφονται τα συμπεράσματα της μελέτης. Όπως φαίνεται από τα διαγράμματα που σχεδιάστηκαν, οι εταιρείες εντός Ευρωζώνης έχουν αυξήσει το δανεισμό τους περισσότερο μετά το 2001 σε σχέση με τις εταιρείες εκτός Ευρωζώνης. Σε επίπεδο σύγκρισης των εταιρειών εντός Ευρωζώνης μεταξύ τους, μέσα από τα διαγράμματα παρατηρείται υψηλότερο επίπεδο δανεισμού για τις ασθενέστερες οικονομικά χώρες του Ευρωπαϊκού Νότου, δηλαδή την Πορτογαλία, την Ισπανία και την Ιταλία, πλέον της Ιρλανδίας. Το συμπέρασμα αυτό είναι πολύ ενδιαφέρον αν το συσχετίσουμε με την πορεία αυτών των χωρών κατά τη διάρκεια της πρόσφατης παγκόσμιας οικονομικής κρίσης και την προσφυγή τους σε διεθνή μηχανισμό στήριξης. Τέλος σε επίπεδο χώρας παρατηρείται σύγκλιση του δείκτη D/A για τις εταιρείες του δείγματος μετά το 2001. Επομένως, από όλες τις πλευρές της εμπειρικής ανάλυσης προκύπτει η διαπίστωση ότι το επίπεδο εξωτερικού δανεισμού έχει αυξηθεί στην Ευρωζώνη μετά την εισαγωγή του ευρώ, η οποία ταυτίζεται με τα συμπεράσματα από την έρευνα βιβλιογραφίας.



## 2 «ΤΡΙΒΕΣ» ΣΤΙΣ ΑΓΟΡΕΣ ΚΑΙ ΔΟΜΗ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ

Οι επιχειρήσεις κατά τη διάρκεια της ζωής τους καλούνται να χρηματοδοτήσουν τις υπάρχουσες λειτουργίες τους ή ακόμα και νέα επενδυτικά σχέδια που υπόσχονται μελλοντικά κέρδη. Προκειμένου να διασφαλίσουν την εύρυθμη πορεία τους αναζητούν πηγές άντλησης κεφαλαίων. Τη δυσκολία που αντιμετωπίζουν κατά την προσπάθεια λήψης άμεσου δανεισμού απευθείας από την εκάστοτε πλεονασματική μονάδα έρχεται να περιορίσει η ύπαρξη ενός καλά δομημένου χρηματοοικονομικού συστήματος, που διαδραματίζει διαμεσολαβητικό ρόλο ανάμεσα στις πλεονασματικές οικονομικές μονάδες και τις επιχειρήσεις που αναζητούν κεφάλαια. Η σωστή κατανομή των οικονομικών πόρων εν γένει αλλά και των χρηματικών διαθεσίμων ειδικότερα είναι πολύ σημαντική για την ομαλή λειτουργία της οικονομίας, ενώ είναι επιβεβλημένη για την δημιουργία περεταίρω ανάπτυξης. Επομένως είναι αντιληπτή η σπουδαιότητα ύπαρξης ενός σταθερού, «καλοκουρδισμένου» χρηματοοικονομικού συστήματος.

Στην πράξη όμως, η σταθερότητα δεν επιτυγχάνεται πάντα. Αυτό συμβαίνει καθώς επί του χρηματοοικονομικού συστήματος ασκείται δύναμη τριβής που αναλύεται βασικά σε δύο επιμέρους συνιστώσες: στην ύπαρξη συναλλακτικού κόστους και ασυμμετρίας πληροφόρησης. Πιο συγκεκριμένα, η ύπαρξη κόστους συναλλαγών επιδρά αρνητικά στον όγκο συναλλαγών καθώς μειώνει τις τελικές αποδόσεις των επενδυτών (Αντζουλάτος Α. - 2011). Έτσι, δρα ανασταλτικά στην πραγματοποίηση επενδύσεων χαμηλής απόδοσης αποκλείοντας μεγάλη μερίδα επενδυτών. Παρομοίως, η ύπαρξη ασυμμετρίας στην πληροφόρηση, καθιστά δυσκολότερη την υλοποίηση συναλλαγών καθώς προκαλεί αβεβαιότητα στα αντισυμβαλλόμενα μέρη. Η διαμεσολάβηση συμβάλλει στην μείωση της επίδρασης αυτών των δυνάμεων τριβής.

Πιο αναλυτικά, η ύπαρξη σημαντικού κόστους στις συναλλαγές εξηγεί τη σπουδαιότητα του έμμεσου δανεισμού (Mishkin Frederic S - 2006). Με τη συμβολή των διαμεσολαβητών του χρηματοοικονομικού συστήματος δημιουργούνται οικονομίες κλίμακας ενώ παράλληλα επιτυγχάνεται εξειδίκευση στις συναλλαγές, μειώνοντας έτσι το κόστος δανεισμού, σε σχέση

με λήψη δανείου απευθείας από τις αγορές. Η διαμεσολάβηση φαίνεται να έχει μεγαλύτερα αποτελέσματα σε μικρότερου μεγέθους επιχειρήσεις. Πολύ σημαντικό ρόλο διαδραματίζει και το κόστος που προκύπτει λόγω ασύμμετρης πληροφόρησης, κατάσταση κατά την οποία τα δύο μέρη μιας συναλλαγής δεν απολαμβάνουν το ίδιο επίπεδο πληροφόρησης σχετικά με αυτή. Υπάρχουν δύο εκφάνσεις αυτού του προβλήματος. Η έλλειψη πληροφόρησης για το ένα μέλος πριν την πραγματοποίηση της συναλλαγής καλείται και «Πρόβλημα της αντιθέτου επιλογής». Είναι δυνατόν οι δανειστές να διστάζουν να προχωρήσουν σε κάποια χορηγία υπό τον φόβο ότι η απαίτηση τους δεν θα εξοφληθεί. Από την άλλη πλευρά, αν τελικά πραγματοποιηθεί μια συναλλαγή, η έλλειψη πληροφόρησης κατόπιν αυτής μπορεί να δημιουργήσει το «Πρόβλημα του ηθικού κινδύνου». Σε αυτή την περίπτωση, οι δανειστές ανησυχούν μήπως οι δανειολήπτες χρησιμοποιήσουν τη χορήγηση για σκοπούς που είναι αντίθετοι με τη λογική εξόφλησης του δανείου. Το αποτέλεσμα και για τις δύο όψεις της ασύμμετρης πληροφόρησης είναι η συρρίκνωση του επιπέδου συναλλαγών.

Προκειμένου να περιοριστεί η ασυμμετρία στην πληροφόρηση, πρέπει να αυξηθεί και η πρόσβαση σε αυτήν. Η ύπαρξη Οίκων Αξιολόγησης υπογραμμίζει την ανάγκη διάχυσης της πληροφόρησης. Το ρόλο αυτό θα μπορούσε να διαδραματίζει και το κράτος, ωστόσο η αποκάλυψη αρνητικών στοιχείων για επιχειρήσεις δεν συνάδει με τις πρακτικές των εκάστοτε κυβερνήσεων. Η χρηματοοικονομική διαμεσολάβηση, αντίθετα, βοηθά στην επίτευξη υψηλού επιπέδου πληροφόρησης μέσω της στενής σχέσης που δημιουργείται μεταξύ πελάτη – χρηματοπιστωτικού ιδρύματος. Τέλος, άλλο ένα στοιχείο που μπορεί να υποκαταστήσει την ανάγκη ύπαρξης υψηλού επιπέδου πληροφόρησης είναι η παροχή εγγυήσεων αλλά και η διατήρηση υψηλής Καθαρής Θέσης, που πρακτικά μεταφράζεται και πάλι ως εγγύηση. Εφόσον ο δανειολήπτης δεν μπορεί να κρατήσει την υπόσχεση του να εξοφλήσει το δάνειο, η εγγύηση θα χρησιμοποιηθεί ως μέσο αποζημίωσης.

Με απλά λόγια, το κόστος των συναλλαγών και οι ασυμμετρία πληροφόρησης αποτελούν τους δύο θεμελιώδεις παράγοντες που καθιστούν δύσκολες και ακριβές τις συναλλαγές, αλλά και προκαλούν τριγμούς στη δομή του χρηματοοικονομικού συστήματος, χωρίς να είναι οι μόνοι. Η κατάσταση

της οικονομίας και η επιρροή της πολιτείας διαδραματίζουν επίσης σημαντικό ρόλο.

Ειδικότερα, οι βασικές λειτουργίες του χρηματοοικονομικού συστήματος συνοψίζονται στην έκδοση χρήματος και την ανάπτυξη συστήματος πληρωμών, που αποτελούν κύριο αντικείμενο των τραπεζών, δηλαδή των σημαντικότερων χρηματοοικονομικών διαμεσολαβητών. Στην κατηγορία των τελευταίων προστίθενται χρηματιστηριακές, εταιρείες χρηματοδότησης, θεσμικοί επενδυτές, ασφαλιστικές εταιρείες, συνταξιοδοτικά ταμεία και αμοιβαία κεφάλαια προκειμένου να περιγραφεί μια περισσότερο προηγμένη μορφή του χρηματοοικονομικού συστήματος. Σε αυτή τη μορφή ενισχύεται η ιδιωτική αποταμίευση και επένδυση, ενώ τα κεφάλαια αξιοποιούνται πλείστα αποδοτικά, δημιουργώντας μέγιστη δυνατή αξία.

Για να διασφαλισθεί η ομαλή λειτουργία του συστήματος, οι κυβερνήσεις οφείλουν να θεμελιώσουν ισχυρό θεσμικό πλαίσιο με κύριο άξονά του τη νομοθεσία, η οποία θα προστατεύει τα εμπλεκόμενα μέρη από χειραγώγηση της αγοράς, εσωτερική πληροφόρηση και απάτες (Beim David O., Calomiris Charles W. – 2001). Επιπλέον, πρέπει να δοθεί προσοχή στο θέμα των πληροφοριών που διοχετεύονται προς το ευρύ κοινό, με άμεσους αποδέκτες τους επενδυτές που στερούνται σχετικής πείρας. Ακόμα, οι κυβερνήσεις προσπαθούν να διατηρούν σταθερό νόμισμα, ούτως ώστε να αποφεύγονται οι διακυμάνσεις στο διεθνές εμπόριο και να μην επηρεάζεται η ιδιωτική αποταμίευση και επένδυση. Τέλος, πολύ σημαντικός κρίνεται ο περιορισμός της φορολόγησης και η θέσπιση προληπτικών κανονισμών εποπτείας των τραπεζών.

Δυστυχώς, συχνά οι κυβερνήσεις δεν συμβαδίζουν με τις ανωτέρω επισημάνσεις λόγω πολιτικών σκοπιμοτήτων. Όταν οι κυβερνήσεις δρουν κατά αυτή τη λογική, προκαλούν χρηματοοικονομική καταπίεση (financial repression) στην Οικονομία. Σύμφωνα με αναλυτές, ο πρώτος τρόπος πρόκλησης καταστολής του χρηματοοικονομικού συστήματος είναι η θέσπιση ανώτατων ορίων στα επιτόκια καταθέσεων. Ο λόγος που επιλέγεται η συγκεκριμένη στρατηγική είναι ο περιορισμός του «πολέμου τιμών» μεταξύ των τραπεζών. Ωστόσο, μια τέτοια απόφαση έχει ως αποτέλεσμα τη μείωση

της προσφερόμενης ποσότητας κεφαλαίων από την πλευρά των καταθετών και την αύξηση της ζητούμενης ποσότητας από την πλευρά των δανειζόμενων, επομένως χαμηλότερα επιτόκια για τους καταθέτες και υψηλότερα για τους δανειστές προς όφελος των τραπεζών και εις βάρος της υπόλοιπης οικονομίας και της ανάπτυξης.

Ο δεύτερος τρόπος είναι το υψηλό ελάχιστο ποσοστό ρευστών διαθεσίμων στην κεντρική τράπεζα. Η λογική αυτής της πρακτικής είναι η ύπαρξη μετρητών ανά πάσα στιγμή ώστε να ικανοποιείται τόσο η καθημερινή ζήτηση όσο και να καλυφθεί κάποιο έκτακτο γεγονός, όπως για παράδειγμα μια χρηματοπιστωτική κρίση. Στην πράξη βέβαια, το μεγαλύτερο όφελος αυτής της πρακτικής απολαμβάνει το κράτος, καθώς λόγω του ότι τα υποχρεωτικά ρευστά διαθέσιμα δεν τοκίζονται, εξασφαλίζει κάποιο ποσοστό των πόρων του άτοκα αφού μειώνει ανάλογα την έκδοση ομολόγων ή άλλων μορφών έντοκου δανεισμού. Προσιδιάζει σε φορολόγηση των τραπεζών, η οποία μετακυλύεται στους καταθέτες με τη μορφή χαμηλότερων επιτοκίων καταθέσεων και στους δανειολήπτες με τη μορφή υψηλότερων επιτοκίων δανεισμού, προκαλώντας αρνητικές επιπτώσεις στο χρηματοοικονομικό σύστημα.

Ο τρίτος τρόπος είναι μέσω απευθείας δανεισμού της βιομηχανίας και καθοδήγησης των πιστώσεων των τραπεζών. Καθώς η κεντρική τράπεζα διακρατεί τα υποχρεωτικά ρευστά διαθέσιμα των εμπορικών τραπεζών έχει τη δυνατότητα να χρηματοδοτήσει τη βιομηχανία σύμφωνα με τη βούληση της κυβέρνησης. Κατά αυτόν τον τρόπο οι κυβερνήσεις παρεμβαίνουν στην οικονομία γιατί συμμετέχουν ενεργά στις αποφάσεις περί χρηματοδότησης των επιχειρήσεων, προσπαθώντας να απολαύσουν ίδια οφέλη τόσο συνολικά όσο και για τους αξιωματούχους τους μεμονωμένα.

Ο τέταρτος και πιο απλός τρόπος χρηματοοικονομικής καταπίεσης είναι η κρατικοποίηση ή ακόμα και η μεγάλη συμμετοχή στη διοίκηση τραπεζών. Το μέσο αυτό αρκετές φορές χρησιμοποιήθηκε στο παρελθόν κατόπιν τραπεζικής κατάρρευσης. Χαρακτηριστικά παραδείγματα καθολικής κρατικοποίησης του τραπεζικού τους συστήματος αποτελούν η Χιλή και το Μεξικό το 1982. Πάντως η αποτελεσματικότητα αυτού της μεθόδου είναι δύσκολα μετρήσιμη.

Η περίπτωση της Σοβιετικής Ένωσης τη δεκαετία του '50 έδειξε ότι η οικονομική ανάπτυξη ήταν πρόσκαιρη και αποπροσανατολισμένη. Στο χώρο της Ανατολικής Ασίας κατά τις δεκαετίες '70 και '80 επετεύχθη σημαντική ανάπτυξη σε συνεργασία όμως με τον ιδιωτικό τομέα, ακολουθώντας το επιτυχημένο παράδειγμα της Ιαπωνίας, το οποίο εν συνεχεία εξαπλώθηκε και στη Δύση, παρά ταύτα με περιορισμένη διάρκεια. Ας μην παραλείψουμε την πρόσφατη παγκόσμια οικονομική κρίση του 2007 κατά την οποία οι κυβερνήσεις πρόσφεραν τεράστια ποσά στις τράπεζες προκειμένου να τις στηρίξουν. Συμπερασματικά, οι κυβερνήσεις μπορεί να οδηγήσουν σε βραχυπρόθεσμη οικονομική ανάπτυξη, αλλά για τη θεμελίωση και επιμήκυνση της απαιτείται η συμμετοχή του ιδιωτικού τομέα.

Ο πέμπτος λόγος είναι η ύπαρξη εμποδίων εισαγωγής στη χρηματοοικονομική βιομηχανία. Το μέτρο αυτό μπορεί να απευθύνεται τόσο σε εγχώριους επιχειρηματίες, όσο και σε ξένους και είναι αρκετά σύνηθες στις οικονομίες κρατών με αμυντική πολιτική. Από την άλλη πλευρά, αναπτυσσόμενες οικονομίες επιθυμούν την εισαγωγή ξένων κεφαλαίων προκειμένου να επιτύχουν διαφοροποίηση της ιδιοκτησιακής βάσης και του χαρτοφυλακίου δανεισμού, αλλά και να εντείνουν τον εγχώριο ανταγωνισμό με όλα τα θετικά αποτελέσματα που συνεπάγονται. Βέβαια, ξένοι επενδυτές δύσκολα θα συμμορφώνονταν με κυβερνητικές οδηγίες, και το γεγονός αυτό εξηγεί την προσπάθεια των κυβερνήσεων να δυσκολέψουν την είσοδό τους στην εγχώρια αγορά. Οι επιπτώσεις αυτής της πρακτικής επεκτείνονται και στην αγορά χρεογράφων, όπου το περιορισμένο εγχώριο τραπεζικό σύστημα αδυνατεί να καλύψει τις ανάγκες σε παροχή πίστωσης.

Τέλος, ο έκτος λόγος είναι η επιβολή περιορισμών στις ροές διεθνών κεφαλαίων από και προς τη χώρα. Οι ροές αυτές μειώνουν σημαντικά το κόστος χρηματοδότησης ως προς το επιτόκιο μηδενικού κινδύνου αλλά και ως προς το επιπλέον ασφάλιστρο κινδύνου (Αντζουλάτος Α. - 2011), που αποτελούν τις δύο συνιστώσες του κόστους δανεισμού. Αυτό επιτυγχάνεται μέσω της σύγκλισης των επιτοκίων μηδενικού κινδύνου στις διεθνείς αγορές, αλλά και μέσω της ισχυρότερης διαφοροποίησης των επενδυτών. Οι κυβερνήσεις μπορούν να περιορίσουν την είσοδο στις αγορές κεφαλαίου μέσω άμεσης ή έμμεσης φορολόγησης, προκειμένου να αποφευχθούν

διακυμάνσεις στις συναλλαγματικές ισοτιμίες λόγω πιθανής απόσυρσης των ξένων κεφαλαίων στο μέλλον.

Η χρηματοοικονομική καταπίεση μπορεί να μελετηθεί μέσω έξι βασικών μεγεθών. Σε αυτό το σημείο θα αναφερθούμε πιο αναλυτικά σε αυτά, καθώς με αυτό τον τρόπο συνδέουμε τις τριβές στο χρηματοοικονομικό σύστημα με μετρήσιμα μεγέθη. Το πρώτο και πιο απλό μέσο είναι ο αποτελεσματικός δείκτης ρευστών διαθεσίμων, ως ποσοστό των διαθεσίμων επί των καταθέσεων. Τα χαμηλότερα ρευστά διαθέσιμα παρατηρούνται διαχρονικά στις βιομηχανικές χώρες, ενώ τα υψηλότερα στις χώρες υπό μετάβαση και στη Λατινική Αμερική. Το δεύτερο στοιχείο είναι τα πραγματικά επιτόκια καταθέσεων. Τα ονομαστικά επιτόκια προσαρμόζονται κατά τον πραγματοποιηθέντα πληθωρισμό. Το ιδανικό θα ήταν να χρησιμοποιείτο ο αναμενόμενος πληθωρισμός, που είναι όμως δύσκολο να μετρηθεί. Το τρίτο στοιχείο είναι ο δείκτης ρευστότητας, ο οποίος υπολογίζεται ως το πηλίκο των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων προς το ΑΕΠ και υποδηλώνει οικονομική και χρηματοοικονομική ανάπτυξη. Το τέταρτο και πέμπτο στοιχείο αφορούν τον ιδιωτικό δανεισμό και την τραπεζική δανειοδότηση αντίστοιχα. Ο ιδιωτικός δανεισμός ορίζεται ως το πηλίκο του δανεισμού στον ιδιωτικό τομέα ως προς τον συνολικό δανεισμό. Το μέτρο της τραπεζικής δανειοδότησης ορίζεται ως το πηλίκο των στοιχείων του ενεργητικού των εμπορικών τραπεζών προς το άθροισμα των στοιχείων αυτών πλέον το ενεργητικό της κεντρικής τράπεζας. Δείχνουν τη σπουδαιότητα της ιδιωτικής δανειοδότησης σε σύγκριση με την κυβερνητική δανειοδότηση. Το τελευταίο μέγεθος που συναντάμε είναι το σχετικό μέγεθος της χρηματιστηριακής αγοράς. Μια αποτελεσματική τέτοια αγορά λειτουργεί ως πηγή κεφαλαίων αλλά και ως κίνητρο για τη διοίκηση να αυξήσει την αξία της εκάστοτε επιχείρησης. Προκειμένου να εξαχθούν ολοκληρωμένα συμπεράσματα δημιουργείται ένας δείκτης που περιλαμβάνει και τα έξι μεγέθη που αναφέρθηκαν ανωτέρω όπου οι τιμές του κινούνται μεταξύ πλήρους χρηματοοικονομικής καταπίεσης και ανάπτυξης.

Πάντως ο βαθμός ανάπτυξης που μελετάται ανωτέρω συνδέεται στενά με τα επίπεδα οικονομικής δραστηριότητας και πλούτου. Πιο συγκεκριμένα, ο πλούτος συσχετίζεται θετικά με την οικονομική ανάπτυξη, δε συμβαίνει όμως και το αντίθετο, δηλαδή η οικονομική ανάπτυξη δεν συνεπάγεται απαραίτητα

πλούτο. Επίσης, ακόμα και σε καθεστώς καταπίεσης μπορεί να υπάρξει ανάπτυξη. Άλλωστε, μέχρι και τα μέσα της δεκαετίας του 1970 οι οικονομολόγοι δεν συνέδεαν το χρηματοπιστωτικό σύστημα με την οικονομική ανάπτυξη. Τόσο οι κλασσικοί οικονομολόγοι, όσο και οι Κεϋνσιανοί συμφωνούσαν με αυτή τη διατύπωση. Οι μεν πρώτοι πίστευαν στην τέλεια αγορά, όπου δεν χρειάζεται χρηματοοικονομική διαμεσολάβηση, οι δε τελευταίοι θεωρούσαν ότι μόνο αρνητικά μπορούν να συσχετίζονται οι δύο αυτές έννοιες.

Ωστόσο, οι η χρηματοοικονομική και η οικονομική ανάπτυξη είναι συνυφασμένες αλλά όχι σε κάθε περίπτωση (Beim David O., Calomiris Charles W. – 2001). Η επιχειρηματικότητα ευνοείται από την επίτευξη σημαντικών πιστώσεων, οι οποίες γίνονται δυνατές μέσω της αποταμίευσης των καταθετών. Εκτός όμως από την ποσότητα των καταθέσεων, μας ενδιαφέρει και η κατάλληλη αξιοποίηση τους, η αποτελεσματική τοποθέτησή τους σε δάνεια. Βέβαια, υπάρχουν και παραδείγματα χωρών που χωρίς να έχουν απελευθερωμένο χρηματοπιστωτικό σύστημα πέτυχαν αξιοσημείωτη οικονομική ανάπτυξη, κυρίως λόγω της πρόσβασής τους σε εσωτερικές πηγές κεφαλαίου που βοήθησαν στη συγκράτηση του κόστους χρηματοδότησης.

Στον αντίποδα, η απελευθέρωση του χρηματοοικονομικού συστήματος χαρακτηρίζεται από μέτρα επεκτατικής πολιτικής. Πρώτον, περιορίζεται ο έλεγχος της επιτοκιακής πολιτικής. Δεύτερον, συγκρατούνται τα ποσοστά ελάχιστων ρευστών διαθεσίμων σε χαμηλά επίπεδα. Τρίτον, περιορίζεται η ανάμειξη των κυβερνήσεων σε αποφάσεις των τραπεζών περί χρηματοδοτήσεων. Τέταρτον, ιδιωτικοποιούνται οι εθνικές τράπεζες. Πέμπτον, εισάγεται διεθνής τραπεζικός ανταγωνισμός. Τέλος, δημιουργούνται οι απαραίτητες προϋποθέσεις εύκολης εισροής ξένων κεφαλαίων. Επομένως αυτές οι συνθήκες ευνοούν τη λειτουργία του χρηματοπιστωτικού κλάδου και κατ' επέκταση την παροχή δανειακών κεφαλαίων σε επιχειρήσεις.

Ωστόσο, τα μέτρα αυτά είναι δυνατόν να προκαλέσουν τριγμούς στη σταθερότητα. Η χαλάρωση της επιτοκιακής πολιτικής μπορεί να φανεί επικίνδυνη για τις τράπεζες, μειώνοντας τα έσοδά τους. Η μείωση των ελάχιστων ρευστών διαθεσίμων μειώνει παράλληλα και τη δυνατότητα των

τραπεζών να χρηματοδοτηθούν από την κεντρική τράπεζα σε περίπτωση προβλήματος ρευστότητας. Η ανάμειξη των κυβερνήσεων στις αποφάσεις περί δανεισμού δύναται να δρα προστατευτικά στις τράπεζες. Ο περιορισμός της προστασίας μπορεί να οδηγήσει σε απάτες. Η ιδιωτικοποίηση των τραπεζών μπορεί να συγκεντρώσει μεγάλο μέρος εξουσίας σε έναν οργανισμό. Οι τράπεζες από το διεθνή χώρο μπορεί να αποδυναμώσουν τις τοπικές τράπεζες. Τέλος, οι εισροές κεφαλαίων και ιδιαίτερα σε βραχυπρόθεσμα προγράμματα μπορεί να έχουν αντίθετα αποτελέσματα και να δημιουργήσουν κρίση ρευστότητας. Βέβαια, η χρηματοοικονομική απελευθέρωση συμβάλλει στη δημιουργία αξίας και εμμέσως στη γενικότερη οικονομική ανάπτυξη. Χρειάζεται περισσότερο χρόνο για να επιτευχθεί και πρέπει να βασίζεται σε κατάλληλο θεσμικό πλαίσιο που θα προστατεύει και θα εποπτεύει τα εμπλεκόμενα μέρη.

Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτυχημένης εφαρμογής χρηματοοικονομικής απελευθέρωσης, αποτελούν η Χιλή κατά τη δεκαετία του 1970 και η Κορέα κατά τη δεκαετία του 1980. Μεταξύ δύο απολυταρχικών καθεστώτων, αρχικά υπό τον Salvador Allende και εν συνεχεία υπό τον Augusto Pinochet η Χιλή υπέφερε μετά την εναλλαγή από το καταπιεσμένο σύστημα που εφάρμοζε ο πρώτος στην πρωτοφανή απελευθέρωση που βίωσε με τον δεύτερο όταν κατέρρευσε η τιμή του βασικού εξαγωγίμου προϊόντος της, του χαλκού. Η ύφεση προκάλεσε συναγερμό στις αγορές και εκτόξευσε το κόστος δανεισμού. Πολλές επιχειρήσεις πτώχευσαν, συμπαρασύροντας και τις τράπεζες που τις είχαν χρηματοδοτήσει. Η προσπάθεια του κράτους να διασώσει τις επιχειρήσεις και τις τράπεζες οδήγησε σε υψηλό δανεισμό και σε υποτίμηση του νομίσματος. Πέρασε αρκετό διάστημα μέχρι η χώρα να επανέλθει.

Στην Κορέα δόθηκε από τις αρχές του '60 έμφαση στις εξαγωγές κατά τα πρότυπα της Ιαπωνίας, με ισχυρή παρουσία του κράτους στις χρηματοδοτικές αποφάσεις. Το μοντέλο αυτό είχε θετικά αποτελέσματα δημιουργώντας ραγδαία οικονομική ανάπτυξη, με τροχοπέδη την αύξηση της τιμής του πετρελαίου κατά τη δεκαετία του '70. Ωστόσο, ο προσανατολισμός του κράτους σε επενδύσεις στη βαριά βιομηχανία κατέστησε την οικονομία ευάλωτη κατά τη δεύτερη πετρελαϊκή κρίση το 1979. Έτσι, αποφασίσθηκε



εφαρμογή μέτρων που προωθούν τη χρηματοοικονομική απελευθέρωση. Δυστυχώς δεν εφαρμόστηκε το κατάλληλο πλαίσιο παρακολούθησης και ελέγχου, και ο κρατικός παρεμβατισμός ήταν ακόμα εμφανής. Η απελευθέρωση δεν απέδωσε και η Κορέα ήταν από τους πρωταγωνιστές της Ασιατικής κρίσης λίγο πριν το 2000, καθώς απέτυχε στην προσπάθεια να προστατεύσει τις επιχειρήσεις χωρίς να στοχεύει στην αποτελεσματικότητα.

Ξεφεύγοντας από το γενικό πλαίσιο του χρηματοοικονομικού συστήματος και τον τρόπο με τον οποίο αυτό επηρεάζεται από το βαθμό οικονομικής απελευθέρωσης ή καταπίεσης εστιάζουμε στον πυρήνα, δηλαδή στις τράπεζες. Τα πιστωτικά ιδρύματα αποτελούν συνήθως μονόδρομο ως επιλογή χρηματοδότησης επιχειρήσεων στις αναδυόμενες αγορές, λόγω της δυσκολίας ύπαρξης ισχυρών δημόσιων κεφαλαιαγορών. Οι στενές σχέσεις που διατηρούν εξ' ορισμού με τους πελάτες τους με αποτέλεσμα ένα ευρύ δίκτυο πληροφόρησης, αλλά και η στήριξη που απολαμβάνουν από τις κυβερνήσεις προκειμένου να χρησιμοποιηθούν ως μέσα άσκησης οικονομικής πολιτικής και όχι μόνο, εξηγούν την κυριαρχία των τραπεζών. Παρά ταύτα, υπάρχουν και σε αυτές προβλήματα, τα οποία πηγάζουν από τρεις κύριες αιτίες.

Η πρώτη αιτία είναι ο συνδεδεμένος δανεισμός, δηλαδή η παροχή χορηγήσεων σε ομάδες που σχετίζονται σε μεγάλο βαθμό με την τράπεζα, όπως για παράδειγμα δανεισμός σε μετόχους, μέλη Δ.Σ., φίλους και οικογενειακό περιβάλλον ή ακόμα και συνδεδεμένες επιχειρήσεις, χωρίς την πραγματοποίηση του απαιτούμενου ελέγχου που θα λάμβανε χώρα σε περίπτωση δανεισμού κάποιου τρίτου. Έτσι πραγματοποιείται μεταφορά πλούτου προς τα συνδεδεμένα μέρη της τράπεζας, εις βάρος της και υπάρχει αυξημένη πιθανότητα κατάρρευσής της λόγω μη εξυπηρέτησης των χορηγήσεων αυτών.

Δεύτερη αιτία αποτελεί ο ηθικός κίνδυνος. Αφορά τις επιλογές των υπαλλήλων των πιστωτικών ιδρυμάτων που εμπειρίζουν υψηλό κίνδυνο, υπό το πρίσμα ότι η ευνοϊκή έκβαση αυτής της απόφασης θα επιφέρει πολύ σημαντικά οφέλη για τους ίδιους, ενώ σε περίπτωση αποτυχίας θα επιβαρυνθεί μόνο η τράπεζα.

Η τρίτη αιτία, δηλαδή η υπερεπάρκεια πιστωτικών ιδρυμάτων αναμένεται να εντάθηκε περισσότερο με την αύξηση της προσφοράς δανεισμού ως αποτέλεσμα της ενοποίησης των αγορών. Όσο οι τελευταίες αναπτύσσονται και η πρόσβαση στην πληροφόρηση είναι ευκολότερη, τόσο λιγότερες τράπεζες χρειάζονται. Ωστόσο, οι κυβερνήσεις συνήθως αποτρέπουν τη συρρίκνωση του τραπεζικού τομέα, με αποτέλεσμα να υπάρχει μεγαλύτερος από τον αναγκαίο αριθμός τραπεζών, που τελικά οδηγεί στην απομείωση της οικονομικής αξίας τους.

Τα προβλήματα που δημιουργούνται από τις παραπάνω αιτίες μεγεθύνονται λόγω του κρατικού παρεμβατισμού που υφίστανται οι τράπεζες, στην προσπάθεια να προστατευθούν.

Παρατηρούμε λοιπόν την ανάγκη παρακολούθησης στο πλαίσιο λειτουργίας των τραπεζών. Με την εφαρμογή κατάλληλου συστήματος πληροφόρησης και ελέγχου θα μπορούσαν να αποφευχθούν τα προαναφερθέντα προβλήματα. Βέβαια η σπουδαιότητα της ολοκληρωμένης πληροφόρησης δεν περιορίζεται στον τραπεζικό κλάδο, αλλά αγγίζει και τους υπόλοιπους κλάδους της οικονομίας. Για παράδειγμα, κατά τη δεκαετία του '60 οι οικονομολόγοι πίστευαν στη θεωρία της Αποτελεσματικής Αγοράς, με την έννοια ότι οι τιμές των μετοχών και των ομολόγων εμπεριείχαν κάθε σχετική με αυτές πληροφορία, γνωστή στο ευρύ κοινό ή όχι. Αργότερα, κατά τις δεκαετίες '70 και '80, η θεωρία εγκαταλείφθηκε καθώς αδυνατούσε να εξηγήσει τις έντονες διακυμάνσεις των αποδόσεων των μετοχών αλλά και την ανάγκη ύπαρξης τραπεζών ως μέσων χρηματοοικονομικής διαμεσολάβησης. Στην προσπάθεια να εξηγηθεί αυτή η ανάγκη, αναδύθηκε το πρόβλημα της αντιπροσώπευσης, δηλαδή η δράση των διοικούντων μιας επιχείρησης προς ίδιο όφελος και όχι με γνώμονα το συμφέρον των μετόχων.

Το πρόβλημα της αντιπροσώπευσης βασίζεται στην έλλειψη πληροφόρησης και ελέγχου. Τράπεζες υπάρχουν επειδή οι επενδυτές χρειάζονται πληροφορίες κατά τη λήψη αποφάσεων, τις οποίες μπορούν πιο εύκολα να αντλήσουν τα πιστωτικά ιδρύματα, ενώ έντονες διακυμάνσεις στις αποδόσεις των μετοχών υπάρχουν καθώς οι επενδυτές είναι ελλιπώς πληροφορημένοι σχετικά με τη σχέση κινδύνου – οφέλους. Ωστόσο, το

πρόβλημα της αντιπροσώπευσης παραμένει και παράλληλα εξηγεί τη δυσκολία των αναδυόμενων χρηματοοικονομικών αγορών να χρηματοδοτήσουν την οικονομία τους αλλά και το γεγονός ότι σε αυτές τις αγορές οι τράπεζες διαδραματίζουν κυρίαρχο ρόλο.

Το κεντρικό πρόβλημα πληροφόρησης αναφέρεται και ως «ασύμμετρη πληροφόρηση», όπου ο λήπτης των κεφαλαίων γνωρίζει πολύ περισσότερα για τις προοπτικές και τα προβλήματα της επένδυσης από ότι ο δότης των κεφαλαίων. Φυσικά, η πληροφόρηση πρέπει να συνοδεύεται από αξιόπιστους μηχανισμούς ελέγχου, όπως ισχυρό νομικό πλαίσιο, κανόνες εταιρικής διακυβέρνησης αλλά και διαμεσολαβητές που θα παρακολουθούν στενά την επιχείρηση.

Εξαιτίας αυτής της ασυμμετρίας η αγορά τείνει προς το χρέος, το οποίο θέτει το δανειστή σε ισχυρότερη θέση και εξασφαλίζει σταθερές χρηματοροές ανεξάρτητες από την πορεία της δανειζόμενης εταιρείας. Επίσης η αγορά στρέφεται προς τις τράπεζες για λήψη κεφαλαίων σε σχέση με την έκδοση ομολόγων, καθώς εκείνες έχουν μειωμένο κόστος πληροφόρησης σε σχέση με τους μεμονωμένους επενδυτές. Τέλος, η αγορά κλίνει προς τα εξασφαλισμένα δάνεια, μέσω των οποίων ακόμα και μικρό-δανειολήπτες μπορούν να έχουν πρόσβαση σε μεγαλύτερες αγορές κεφαλαίου.

Οι παραπάνω τάσεις που οφείλονται στην ασύμμετρη πληροφόρηση αποτελούν χαρακτηριστικά των αναδυόμενων αγορών. Για την αντιμετώπιση των προβλημάτων που σχετίζονται με την πληροφόρηση επιστρατεύονται δύο τακτικές: ο έλεγχος και η παρακολούθηση.

Ο έλεγχος (screening) λαμβάνει χώρα πριν την πραγματοποίηση μιας επένδυσης και αποτελεί τη βάση για επενδυτικές αποφάσεις και για την τιμολόγηση του προσφερθέντος κεφαλαίου. Υπόκειται δε, στο πρόβλημα της αντιθέτου επιλογής. Σύμφωνα με αυτό, ο δανειολήπτης γνωρίζει περισσότερα για την επένδυση από ότι ο δανειστής και υπάρχει πάντα μεγάλο ενδεχόμενο ο πρώτος να προσπαθήσει να παραπλανήσει τον τελευταίο.

Το αποτέλεσμα αυτού του προβλήματος είναι η αύξηση του κόστους δανεισμού ή ακόμα και η μη πραγματοποίηση του δανεισμού, αν το κόστος

αυξηθεί πέρα από κάποιο όριο. Ωστόσο, αν υπήρχε επαρκής πληροφόρηση, ο κίνδυνος παραπλάνησης θα μπορούσε να αποφευχθεί αντί να αυξάνει το κόστος δανεισμού και οι δανειζόμενοι που έχουν τη δυνατότητα αποπληρωμής δεν θα επιβαρύνονταν με ασφάλιστρο κινδύνου επί του δανείου. Οι φερέγγυοι δανειολήπτες προσπαθούν να προσδιορίσουν εαυτούς, παρέχοντας πληροφορίες για την κατάσταση τους αλλά και εγγυήσεις, προκειμένου να στοιχειοθετήσουν τη δυνατότητα αποπληρωμής και να πετύχουν χαμηλότερο κόστος. Στον αντίποδα, οι εταιρείες που προσπαθούν να αντλήσουν κεφάλαια μέσω έκδοσης νέων μετοχών, δίνουν στην αγορά την εντύπωση ότι αντιμετωπίζουν προβλήματα και για αυτό το λόγο διατίθενται να εκχωρήσουν μέρος της περιουσίας τους σε τρίτους. Συνήθως μια ανακοίνωση έκδοσης νέων μετοχών συνοδεύεται από πτώση της τιμής της μετοχής. Οι υποψήφιοι μέτοχοι οφείλουν να εξετάσουν πολύ καλά μια τέτοια επενδυτική επιλογή καθώς δεσμεύουν την περιουσία τους και δεν μπορούν να καλυφθούν από κάποια εγγύηση, όπως θα έκαναν σε περίπτωση παροχής δανείου.

Η παρακολούθηση (monitoring) αναφέρεται στην παρατήρηση της επένδυσης μετά τη σύναψή της, ώστε να διαπιστωθεί ότι η διοίκηση δρα προς όφελος των μετόχων και δεν υπάρχει το πρόβλημα της αντιπροσώπευσης. Στις βιομηχανοποιημένες χώρες τα μέτρα που λαμβάνονται για την προστασία των μετόχων αποτελούν συνδυασμό νομοθεσίας περί πληροφοριών και διασφάλισης των δικαιωμάτων των μετόχων. Στις χώρες με αναδυόμενες οικονομίες, συχνά μέρος των μετόχων συμμετέχει στη διοίκηση, συνεπώς σε αυτές τις περιπτώσεις η σύγκρουση συμφερόντων μετατίθεται μεταξύ «εσωτερικών» και «εξωτερικών» μετόχων καθώς και μεταξύ μετόχων και δανειστών. Οι τελευταίοι πρέπει να προσέχουν το ενδεχόμενο να χρηματοδοτήσουν πάγια, τα οποία εν συνεχεία θα βρεθούν εκτός επιχείρησης και επομένως το χρέος θα αθετηθεί. Οι τράπεζες έχουν ανάγκη από έγκυρες οικονομικές καταστάσεις προκειμένου να διασφαλιστούν έναντι των δανειστών τους. Οι μέτοχοι έχουν συμφέρον να επιζητούν την ανάληψη επικίνδυνων επενδυτικών σχεδίων, γιατί θα επωφεληθούν από τα υψηλά κέρδη σε περίπτωση επιτυχούς έκβασης. Αντίθετα, οι δανειστές θα απορροφήσουν τη ζημιά σε περίπτωση αποτυχίας. Συχνά παρατηρείται όταν το μετοχικό

κεφάλαιο μιας εταιρείας έχει μειωθεί πολύ ή είναι ανύπαρκτο. Η συμπεριφορά των μετόχων που περιγράφεται παραπάνω συνιστά τον ηθικό κίνδυνο, τον οποίο οι δανειστές (τράπεζες) προσπαθούν να εξαλείψουν μέσω της παρακολούθησης, της παροχής βραχυπρόθεσμου δανεισμού και της επιβολής περιοριστικών ρητρών. Η μείωση του φαινομένου της ασύμμετρης πληροφόρησης λειτουργεί προς όφελος όλων και μειώνει σημαντικά το κόστος δανεισμού.

Οι τακτικές του ελέγχου και της παρακολούθησης υλοποιούνται αποτελεσματικότερα μέσω των τραπεζών, λόγω της ευκολότερης πρόσβασής τους σε πληροφόρηση, αλλά και της μεγαλύτερης δυνατότητας επεξεργασίας και ανάλυσης αυτής της πληροφόρησης. Πριν τη χορήγηση δανείων, οι δανειζόμενοι είναι πρόθυμοι να αποκαλύψουν πολλές εμπιστευτικές πληροφορίες τους προκειμένου να πάρουν το δάνειο, ενώ και μετά τη λήψη του συνεχίζουν να παρακολουθούνται από την τράπεζα. Το κόστος αυτής της διαδικασίας προσαυξάνει τα επιτόκια δανεισμού. Ωστόσο πρέπει και οι τράπεζες να ελέγχονται από την πλευρά τους, καθώς χρησιμοποιούν ξένα κεφάλαια. Ο έλεγχος που πραγματοποιείται στις τράπεζες αναλύεται σε δυο συνιστώσες. Η πρώτη αφορά τον έλεγχο που βασίζεται στην αγορά και σχετίζεται με την απροθυμία των τραπεζών να αναλάβουν υπερβάλλοντα κίνδυνο υπό την απειλή ενδεχόμενης κατάρρευσης. Η δεύτερη αποτελεί ρυθμιστικό πλαίσιο ελέγχου αδειοδοτήσεων, επάρκειας κεφαλαίων και λοιπών προληπτικών μηχανισμών και εφαρμόζεται από τις αρχές, συχνά σε βάρος της πρώτης συνιστώσας.

Εκτός από τις τράπεζες σημαντικό ρόλο στον έλεγχο και την παρακολούθηση διαδραματίζουν πλέον και οι θεσμικοί επενδυτές, δηλαδή ασφαλιστικές εταιρείες, συνταξιοδοτικά ταμεία και εταιρείες διαχείρισης αμοιβαίων και μετοχικών κεφαλαίων. Παρατηρήθηκε μείωση του κόστους αύξησης κεφαλαίου παράλληλα με την αύξηση του μεριδίου των θεσμικών επενδυτών στην αγορά, γεγονός που εξηγείται από τον μεγάλο όγκο συναλλαγών που πραγματοποιούν, δημιουργώντας οικονομίες κλίμακας, την καλή συνεργασία με τις επενδυτικές τράπεζες ως προς τη ροή πληροφοριών και τέλος τη συμμετοχή τους στην εταιρική διακυβέρνηση (Beim David O., Calomiris Charles W. – 2001).

Γενικότερα, η ανάγκη για έλεγχο και παρακολούθηση συνδέεται στενά με την έννοια της εταιρικής διακυβέρνησης. Προκύπτει λοιπόν το ερώτημα περί της βέλτιστης δομής των επιχειρήσεων: Σύσταση ομίλου ή ύπαρξη πολλών ξεχωριστών εταιριών; Η δημιουργία ομίλου επιχειρήσεων μπορεί να οφείλεται σε προσωπικές φιλοδοξίες, πολιτικές σκοπιμότητες, προσπάθεια επίτευξης αδιαφάνειας, διαφοροποίησης και τέλος δημιουργία εσωτερικών αγορών κεφαλαίου. Συχνά οι εταιρίες που αποτελούν τον όμιλο παρατηρήθηκε να αποδίδουν λιγότερο από αντίστοιχες μεμονωμένες εταιρίες του ίδιου κλάδου. Η αλληλεξάρτηση τους μπορεί να δημιουργεί οικονομίες κλίμακας και να διευκολύνει κάποιες λειτουργίες τους, ωστόσο μπορεί να επιφέρει και αρνητικά αποτελέσματα. Οι αιτίες της αναποτελεσματικότητας των ομίλων είναι αφενός η δυσκολία της διοίκησης να είναι ανταγωνιστική σε όλες τις επιχειρήσεις για τις οποίες είναι επικεφαλής και αφετέρου η χρήση εσωτερικών κεφαλαίων, η οποία μπορεί να μην πραγματοποιείται με τον πλέον αποτελεσματικό τρόπο.

Προκειμένου να αποφασισθεί ένα αποτελεσματικό μοντέλο εταιρικής διακυβέρνησης το οποίο θα εξαλείψει τυχόν προβλήματα, πρέπει πρώτα να προσδιορισθεί ο στόχος της επιχείρησης. Ο πρωταρχικός σκοπός, δηλαδή η αύξηση της περιουσίας των μετόχων μπορεί να περιορίζεται από τα δικαιώματα των εργαζομένων.

Πρέπει λοιπόν να απαντηθεί το ερώτημα: σε ποιο βαθμό; Αφού απαντηθεί, η εταιρική διακυβέρνηση μπορεί να εμφανίζεται με τέσσερις διαφορετικές μορφές.

Η πρώτη αφορά εταιρείες που ανήκουν και ελέγχονται από το κράτος. Το βασικό μειονέκτημα αυτής μορφής είναι το πρόβλημα της αντιπροσώπησης, καθώς συνήθως οι διοικητές των κρατικών εταιριών πασχίζουν περισσότερο για προσωπικές τους επιδιώξεις παρά για την βελτιστοποίηση της αξίας της επιχείρησης.

Η δεύτερη μορφή που συναντάται είναι η οικογενειοκρατούμενη. Ενώ δεν παρατηρούνται ασύμμετρη πληροφόρηση και πρόβλημα αντιπροσώπησης, το κυριότερο μειονέκτημα τέτοιων επιχειρήσεων είναι ο περιορισμός στην

χρηματοδότηση τους αλλά και το στοιχείο της υποκειμενικότητας όσον αφορά την ύπαρξη συγγενικών προσώπων στη διοίκηση.

Η τρίτη μορφή αφορά επιχειρήσεις που αποτελούν όμιλο στον οποίο συμμετέχει τράπεζα, η οποία ασκεί τον έλεγχο στις υπόλοιπες που έχουν χρηματοδοτηθεί μέσω αυτής. Το αρνητικό σημείο του μοντέλου είναι ότι υπάρχει σύγκρουση συμφερόντων που οδηγεί σε χαμηλή ανταγωνιστικότητα και φυσικά πάντα ο φόβος να συμπαρασυρθούν οι επιχειρήσεις που συνδέονται με τράπεζα από ενδεχόμενη κατάρρευσή της.

Στην τέταρτη μορφή, η εταιρική διακυβέρνηση πραγματοποιείται από διάφορους μετόχους. Θεωρείται απαραίτητη η ύπαρξη τουλάχιστον ενός μεγαλομετόχου καθώς και ισχυρού νομικού πλαισίου για την προστασία των υπολοίπων. Το κόστος υλοποίησης αυτού του μοντέλου είναι αυξημένο, στην προσπάθεια να αντιμετωπισθεί αποτελεσματικά το πρόβλημα της αντιπροσώπευσης και της ασύμμετρης πληροφόρησης. Φορείς πληροφόρησης αποτελούν η νομοθεσία περί πληροφόρησης, οι ανεξάρτητοι ορκωτοί λογιστές / ελεγκτές, οι οίκοι αξιολόγησης, οι χρηματιστηριακοί αναλυτές και ο χρηματοοικονομικός τύπος.

Συμπερασματικά, το χρηματοοικονομικό σύστημα είναι πολύ σημαντικό για το σύνολο της οικονομίας αλλά και για τις επιμέρους επιχειρήσεις. Καθορίζει σε μεγάλο βαθμό την πορεία των εταιρειών, το μέγεθος τους, τα επενδυτικά τους σχέδια και τα αποτελέσματά τους. Ωστόσο, η εύρυθμη λειτουργία του παρακωλύεται από δύο βασικά εμπόδια, δηλαδή την ύπαρξη κόστους συναλλαγών και την ύπαρξη ασυμμετρίας πληροφόρησης. Η εξάλειψη αυτών των δύο παραγόντων θα είχε ως αποτέλεσμα το μέγιστο δυνατό όφελος για τη χρηματοδότηση των επιχειρήσεων. Θα μείωνε το κόστος δανεισμού και θα αύξανε τον όγκο συναλλαγών. Επομένως, οι τριβές στη δομή του χρηματοοικονομικού συστήματος επηρεάζουν την κεφαλαιακή διάρθρωση των επιχειρήσεων και στο επόμενο κεφάλαιο θα δούμε με ποιο τρόπο.

### 3 ΘΕΩΡΙΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗΣ ΔΙΑΡΘΡΩΣΕΩΣ ΚΑΙ «ΤΡΙΒΕΣ»

Μια πολύ κρίσιμη απόφαση των διοικούντων μιας επιχείρησης είναι η επιλογή της κατάλληλης διάρθρωσης των κεφαλαίων της. Για το σκοπό αυτό στρέφονται σε Συμβούλους Επιχειρήσεων, οι οποίοι λαμβάνοντας υπ' όψιν παράγοντες εντός της επιχείρησης, του κλάδου όπου αυτή ανήκει, της εγχώριας αλλά και παγκόσμιας οικονομίας καταλήγουν στην πλέον αποδοτική πρόταση. Με βάση λοιπόν την κεφαλαιακή διάρθρωση της επιχείρησης προϋπολογίζονται χρηματοροές και καταστρώνεται το επιχειρησιακό πλάνο. Σε αυτό το κεφάλαιο, παρουσιάζεται μια σύντομη ανασκόπηση των βασικότερων θεωριών που έχουν ως αντικείμενο τον τρόπο με τον οποίο οι επιχειρήσεις χρηματοδοτούν τις λειτουργίες τους και της επίδρασης αυτής της απόφασης στην αξία τους (Brigham Eugene F., Ehrhardt Michael C, PH.D. - 2011), (Damodaran Aswath - 2010).

#### 3.1 Η Θεωρία των Modigliani-Miller

Η κεφαλαιακή διάρθρωση μιας επιχείρησης αποτελεί σημείο ενδιαφέροντος της χρηματοοικονομικής ανάλυσης καθώς διαδραματίζει σημαντικό ρόλο στην διαμόρφωση της απόδοσης των ιδίων κεφαλαίων και του επιπέδου κινδύνου. Η πρώτη φορά που δόθηκαν ικανοποιητικές απαντήσεις στο ερώτημα περί κεφαλαιακής διάρθρωσης ήταν το 1958, στο επιστημονικό περιοδικό "American Economic Review", όταν οι καθηγητές Franco Modigliani και Merton H. Miller δημοσίευσαν το άρθρο τους με τίτλο "The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment". Ουσιαστικά, τότε ξεκίνησε η σύγχρονη θεωρία για την κεφαλαιακή διάρθρωση των επιχειρήσεων.

Οι δύο καθηγητές ισχυρίστηκαν πως δύο επιχειρήσεις με ίδιες χρηματοροές, έχουν και ίδια αξία, ανεξάρτητα από το αν έχουν δανειακά κεφάλαια ή όχι. Προκειμένου να στηρίξουν αυτό το συμπέρασμα, βασίστηκαν σε κάποιες υποθέσεις. Συγκεκριμένα, οι επιχειρήσεις δραστηριοποιούνται σε τέλεια αγορά χωρίς συναλλακτικά κόστη, χωρίς φόρους ή πληθωρισμό,



καθώς επίσης και κόστος χρεοκοπίας. Ακόμα, τα Κέρδη Προ Φόρων και Τόκων δεν επηρεάζονται από τη χρήση δανειακών κεφαλαίων. Τέλος, οι επενδυτές έχουν τη δυνατότητα να δανείζονται με το ίδιο επιτόκιο με αυτό του δανεισμού μιας επιχείρησης και έχουν πρόσβαση σε όση πληροφόρηση έχει αντίστοιχα η διοίκηση σχετικά με τις μελλοντικές επενδυτικές ευκαιρίες.

Λαμβάνοντας υπ' όψιν τις παραπάνω παραμέτρους, οι Modigliani και Miller έθεσαν την ύπαρξη δύο υποθετικών χαρτοφυλακίων. Το πρώτο περιλαμβάνει τα ίδια κεφάλαια μιας επιχείρησης που δεν έχει καθόλου δανεισμό. Συνεπώς, η αξία του χαρτοφυλακίου ισοδυναμεί με την αξία της επιχείρησης, έστω  $V_U$ . Όμως, επειδή δεν υπάρχει ανάπτυξη, δεν υπάρχει ανάγκη σχηματισμού αποθεματικών για νέες επενδύσεις. Επίσης, από τις υποθέσεις, δεν υπάρχουν φόροι, με αποτέλεσμα η επιχείρηση να είναι σε θέση να παραχωρήσει το σύνολο των Κερδών Προ Φόρων και Τόκων για διανομή μερίσματος. Συμπερασματικά, οι χρηματοροές του πρώτου χαρτοφυλακίου είναι ίσες με τα Κέρδη Προ Φόρων και Τόκων της επιχείρησης.

Το δεύτερο χαρτοφυλάκιο περιλαμβάνει όλες τις μετοχές μιας άλλης, πανομοιότυπης με την πρώτη, εταιρείας, με τη μόνη διαφορά ότι η δεύτερη εταιρεία χρησιμοποιεί δανειακά κεφάλαια. Στο χαρτοφυλάκιο ανήκει, επομένως και το σύνολο του χρέους. Η συνολική αξία του δεύτερου χαρτοφυλακίου, έστω  $V_L$ , είναι ίση με την αξία της δεύτερης, χρηματοοικονομικά μοχλευμένης, επιχείρησης, δηλαδή με το άθροισμα των μετοχών της, έστω  $S_L$ , πλέον της αξίας του χρέους της  $D$ . Αν το επιτόκιο είναι έστω  $r_d$ , οι τόκοι που πρέπει να πληρώσει η μοχλευμένη εταιρεία ανέρχονται σε  $r_d * D$ . Το μέρισμα που δύναται να καταβάλλει η δεύτερη εταιρεία ισούται με τη διαφορά μεταξύ Κερδών Προ Φόρων και Τόκων και  $r_d * D$ , οπότε το σύνολο των χρηματοροών της επιχείρησης υπολογίζεται ως  $(r_d * D + (ΚΠΦΤ - r_d * D))$  και ισούται με τα Κέρδη Προ Φόρων και Τόκων.

Εφόσον και οι δύο επιχειρήσεις έχουν αξία ίση με αυτή των ΚΠΦΤ, έχουν ίση αξία και μεταξύ τους. Ισχύει δηλαδή:

$$V_L = V_U = S_L + D$$

Το συμπέρασμα που εξάγεται από την ανωτέρω ισότητα είναι ότι η αξία μιας επιχείρησης δεν επηρεάζεται από την κεφαλαιακή δομή της, ανεξάρτητα από τον τρόπο χρηματοδότησης των λειτουργιών της. Επιπλέον, επειδή το Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου (ΜΣΚΚ) περιλαμβάνει στον υπολογισμό του το κόστος δανεισμού αλλά και το κόστος ιδίων κεφαλαίων, παρατηρείται ότι η αύξηση του σταθμού του δανεισμού, η οποία επιδρά θετικά στη μείωση του ΜΣΚΚ καθότι ο δανεισμός αποτελεί επιλογή χαμηλότερου κόστους, εξουδετερώνεται από την αύξηση του κινδύνου των ιδίων κεφαλαίων, με αποτέλεσμα το ΜΣΚΚ να παραμένει σταθερό ανεξαρτήτως κεφαλαιακής διάρθρωσης.

Φυσικά, οι υποθέσεις πάνω στις οποίες βασίζεται το θεώρημα, μοιάζουν τουλάχιστον ουτοπικές. Στην παγκόσμια οικονομία συναντάμε φόρους, πληθωρισμό και κόστος χρεοκοπίας. Ακόμα, δεν ισχύουν ίδια επιτόκια για κάθε δυνητικό δανειζόμενο μέρος, ούτε υπάρχει το ίδιο επίπεδο πληροφόρησης εντός και εκτός επιχείρησης. Παρόλα αυτά, η θεωρία Modigliani-Miller, παραμένει πολύ σημαντική. Αφενός αποτελεί την πρώτη προσπάθεια διερεύνησης της επίδρασης της κεφαλαιακής διάρθρωσης στην αξία της επιχείρησης. Αφετέρου δημιουργεί τη βάση για την εξέταση του αντίθετου σεναρίου από αυτό που στηρίζουν οι προαναφερθείσες υποθέσεις. Συγκεκριμένα, μπορεί να εξηγήσει τι ισχύει για την αξία μιας επιχείρησης, σε σχέση με την κεφαλαιακή της διάρθρωση στο πλαίσιο μιας ατελούς αγοράς, όπου δεν ισχύουν οι υποθέσεις της θεωρίας Modigliani-Miller.

Επομένως, αφού είδαμε τι θα συνέβαινε σε μια υποθετική οικονομία, μπορούμε να μελετήσουμε την κεφαλαιακή διάρθρωση των επιχειρήσεων σε πραγματικές συνθήκες, εκεί όπου υπάρχουν κόστη συναλλαγών, φόροι, πληθωρισμός και φυσικά ασυμμετρία στην πληροφόρηση. Οι δύο πιο βασικές θεωρίες είναι η Θεωρία Κόστους – Ωφέλειας του μίγματος κεφαλαίου (The Trade-Off Theory) και η Θεωρία της Ιεραρχικής Άντλησης Κεφαλαίων (The Pecking Order Theory). Παρακάτω παρουσιάζονται τα κύρια σημεία τους.

### 3.2 Η θεωρία Trade-Off

Μία από τις υποθέσεις της θεωρίας Modigliani-Miller είναι η απουσία κόστους χρεοκοπίας, γεγονός το οποίο δεν ισχύει στην πραγματικότητα. Ειδικότερα, το συγκεκριμένο κόστος για νομικές και λογιστικές υπηρεσίες μπορεί να φανεί ιδιαίτερα υψηλό για μια επιχείρηση, συνεκτιμώντας και τη δυσκολία μιας επιχείρησης που βρίσκεται σε τέτοιο καθεστώς να διατηρήσει σταθερούς πελάτες, προμηθευτές και εργαζομένους, καθώς και την πιθανή εκποίηση πάγιου εξοπλισμού σε χαμηλότερη τιμή από την πραγματική, προς κάλυψη άμεσων αναγκών της επιχείρησης. Παρόμοιες αρνητικές συνέπειες ενέχει και ο κίνδυνος για χρεοκοπία, ακόμα και χωρίς να συμβαίνει τη δεδομένη χρονική στιγμή. Στελέχη που βρίσκονται σε νευραλγικές θέσεις αποχωρούν, οι προμηθευτές πιέζουν ως προς τους όρους πίστωσης, οι πελάτες αναζητούν σταθερότερους προμηθευτές, ενώ οι δανειστές απαιτούν υψηλότερα επιτόκια, εγγυήσεις και γενικότερα αυστηρότερους όρους δανεισμού. Επομένως, μια επιχείρηση μπορεί να έρθει αντιμέτωπη με υψηλό κόστος χρεοκοπίας είτε βρίσκεται πραγματικά σε καθεστώς χρεοκοπίας, είτε υπάρχει απλώς πιθανότητα να συμβεί.

Φυσικά, ο κίνδυνος χρεοκοπίας αυξάνεται για μία επιχείρηση ανάλογα με το επίπεδο δανεισμού της. Η παροχή ενός δανείου συνοδεύεται με την παραχώρηση εγγυήσεων αποπληρωμής. Οι δανειστές δεν έχουν μερίδιο στην εταιρεία που έχει λάβει δάνειο από αυτούς, έχουν μόνο απαίτηση για το συγκεκριμένο ποσό που κατέβαλλαν ή για την όποια ενσώματη εγγύηση δόθηκε, όπως για παράδειγμα κάποιο περιουσιακό στοιχείο. Όσο πιο πολύ πιέζεται μια επιχείρηση από τέτοιου είδους υποχρεώσεις τόσο πιο εύκολο είναι να μην καταφέρει να ανταπεξέλθει στις υποχρεώσεις αυτές και τελικά να χρεοκοπήσει, ή να οδεύει σε αυτή την κατεύθυνση. Αναφέρθηκε παραπάνω για ποιο λόγο η κατάσταση αυτή επιφέρει μεγάλο κόστος στις επιχειρήσεις.

Επομένως, το κόστος χρεοκοπίας δρα ανασταλτικά στη χρήση δανειακών κεφαλαίων. Οι επιχειρήσεις πρέπει να αποφασίζουν με προσοχή μέχρι ποιο σημείο θα αυξήσουν τις υποχρεώσεις τους. Επιπλέον, όπως προαναφέρθηκε, το κόστος αυτό αναλύεται σε δύο συνιστώσες: την πιθανότητα χρεοκοπίας και

το κόστος που θα προκύψει σε μία πραγματική κατάσταση χρεοκοπίας. Επιχειρήσεις με ευμετάβλητα επίπεδα κερδών, οφείλουν να προσέχουν περισσότερο το επίπεδο δανεισμού τους καθώς εκείνες αντιμετωπίζουν υψηλότερο κίνδυνο. Δεδομένου ότι δεν έχουν σταθερές εισερχόμενες χρηματοροές οφείλουν να καθορίσουν με μεγάλη προσοχή το ύψος των εξερχόμενων χρηματοροών. Παρόμοια πρέπει προφανώς να κινούνται και επιχειρήσεις με υψηλό κόστος χρεοκοπίας, καθώς αυτοί οι δύο τύποι επιχειρήσεων θα αντιμετώπιζαν μεγαλύτερα προβλήματα σε περίπτωση πραγματικής χρεοκοπίας.

Οι παραπάνω διαπιστώσεις οδήγησαν στη διατύπωση της θεωρίας Trade-off, σύμφωνα με την οποία οι επιχειρήσεις καλούνται να επιλέξουν ανάμεσα στα οφέλη από το δανεισμό, και πιο συγκεκριμένα τα φορολογικά οφέλη, και τις αρνητικές πλευρές του, δηλαδή τα αυξημένα επιτόκια και κόστη χρεοκοπίας. Σύμφωνα με τη θεωρία αυτή, η αξία μιας χρηματοοικονομικά μοχλευμένης επιχείρησης ισούται με την αξία μιας μη μοχλευμένης επιχείρησης πλέον την αξία των επιπτώσεων του δανεισμού, όπως για παράδειγμα των φορολογικών θετικών επιπτώσεων, μείον το ενδεχόμενο κόστος χρεοκοπίας.

Το σημείο ενδιαφέροντος εδώ είναι η επιλογή του βέλτιστου κεφαλαιακού μίγματος το οποίο εξισορροπεί μεταξύ πλεονεκτημάτων και μειονεκτημάτων από τη χρήση δανεισμού. Η εξάλειψη του κόστους χρεοκοπίας θα μεγιστοποιούσε την αξία της επιχείρησης με δανειακά κεφάλαια σε σύγκριση με μια παρόμοια επιχείρηση που διακρατεί μόνο ίδια κεφάλαια, καθώς η μη μοχλευμένη αξία της επιχείρησης θα αυξανόταν από τα οφέλη του δανεισμού, ενώ δεν θα μειωνόταν από κάποιο κόστος.

### **3.3 Η θεωρία Pecking Order**

Μια άλλη υπόθεση της θεωρίας Modigliani-Miller είναι η πρόσβαση των επενδυτών στις ίδιες πηγές πληροφόρησης με αυτές των μελών της διοίκησης μιας επιχείρησης. Όταν αυτό δεν συμβαίνει, δηλαδή η πληροφόρηση είναι ασύμμετρη, η κεφαλαιακή διάρθρωση επηρεάζει την αξία της επιχείρησης.

Στην πραγματική οικονομία μοιραία παρατηρείται το φαινόμενο της ασυμμετρίας στην πληροφόρηση. Η διοίκηση γνωρίζει σαφώς περισσότερα για την πραγματική κατάσταση της επιχείρησης, καθώς συμμετέχει ενεργά στη λήψη αποφάσεων, διαμορφώνει το στρατηγικό σχεδιασμό και συντάσσει τις οικονομικές καταστάσεις με βάση τις οποίες στη συνέχεια οι επενδυτές καλούνται να αξιολογήσουν την επιχείρηση και να αποφασίσουν για πιθανή επένδυση σε αυτήν. Επομένως, η διοίκηση μπορεί αναλόγως των πληροφοριών που έχει να μετασχηματίσει κατάλληλα την κεφαλαιακή διάρθρωση προκειμένου να επιτύχει το μέγιστο δυνατό όφελος για τους μετόχους.

Συγκεκριμένα, εάν η διοίκηση έχει πληροφόρηση για μια θετική προοπτική, αναμένεται η αποφυγή έκδοσης νέων μετοχών αλλά η άντληση κεφαλαίου με χρήση άλλων μέσων, συμπεριλαμβανομένης της λήψης χρέους ακόμα και πέραν του επιθυμητού επιπέδου. Αυτό συμβαίνει γιατί η ύπαρξη αυτής της θετικής προοπτικής αναμένεται να αυξήσει τα κέρδη της επιχείρησης και τελικά να προκαλέσει άνοδο της τιμής της μετοχής. Εφόσον αυτό αποτελεί πιθανό σενάριο, η διοίκηση δεν θα επιθυμεί να μοιραστεί τον μελλοντικό της πλούτο, και θα προσπαθήσει να διατηρήσει σταθερό το ποσοστό των υπαρχόντων μετόχων.

Εάν αντίθετα η διοίκηση γνωρίζει μια αρνητική προοπτική, θα προτιμήσει την πώληση μετοχών, ώστε να μοιραστεί την ενδεχόμενη ζημιά με τους καινούργιους μετόχους. Συνεπώς η έκδοση νέων μετοχών συνήθως αντιμετωπίζεται από την αγορά ως αρνητικό σήμα για την μελλοντική πορεία μιας επιχείρησης, ενώ αντίθετα η επένδυση των αποθεματικών κεφαλαίων ή λήψη δανεισμού αφήνουν θετική εντύπωση στην αγορά.

Πάντως σε κάθε περίπτωση οι επενδυτές δεν είναι δυνατόν να γνωρίζουν ακριβώς τι συμβαίνει στο εσωτερικό των επιχειρήσεων, επομένως δεν απολαμβάνουν το ίδιο επίπεδο πληροφόρησης με τη διοίκηση και μπορούν να πραγματοποιήσουν μόνο καλά στοιχειοθετημένες υποθέσεις.

Η ύπαρξη της ασύμμετρης πληροφόρησης που παρουσιάστηκε παραπάνω αποτελεί τη βασική αιτία της «ιεραρχικής σειράς» κατά την έκδοση νέων κεφαλαίων. Σύμφωνα με αυτή τη θεωρία, μια εταιρεία προσπαθεί να αντλήσει κεφάλαια πρώτα από την εσωτερική αγορά, δηλαδή επενδύοντας τα κέρδη της και πωλώντας τα βραχυπρόθεσμα διαπραγματεύσιμα χρεόγραφα της, κατόπιν μέσω δανεισμού ή έκδοσης προνομιούχων μετοχών και σε έσχατη περίπτωση με έκδοση κοινών μετοχών. Αυτό συμβαίνει κατά την προσπάθεια της διοίκησης να μη δώσει αρνητικά σήματα στην αγορά σχετικά με την πορεία της εταιρείας.

Η πρώτη επιλογή είναι πάντα η επένδυση των σωρευμένων κερδών και η πώληση των χρεογράφων της. Αυτή η τακτική επιτρέπει στην εταιρεία να αυτό-χρηματοδοτήσει τις λειτουργίες της και να δώσει στην αγορά το στίγμα της υγιούς επιχείρησης που όχι μόνο διαθέτει αποθεματικά, αλλά και σε επάρκεια ώστε να χρησιμοποιήσει μέρος αυτών.

Η δεύτερη επιλογή είναι η ανάληψη χρέους, τακτική που δηλώνει ότι η επιχείρηση δεν επιθυμεί να αλλάξει τη μετοχική της σύνθεση, αλλά παράλληλα είναι σε θέση να αναλάβει επιπλέον χρέος.

Τέλος, η τρίτη επιλογή είναι η έκδοση κοινών μετοχών. Με αυτή την απόφαση η μετοχική σύνθεση αλλάζει, τα ποσοστά των παλαιών μετόχων μειώνονται, ενώ νέοι μέτοχοι παρεισφρέουν στην επιχείρηση. Φυσικά η συναίνεση των παλαιών μετόχων να μειώσουν τα ποσοστά τους και να μοιραστούν τα πιθανά κέρδη τους με νέους μετόχους προκαλεί συνήθως ερωτηματικά σχετικά με την πορεία της επιχείρησης.

Συμπερασματικά, σύμφωνα με τη θεωρία pecking order οι επιχειρήσεις προσπαθούν να αποτρέψουν την δημιουργία αρνητικών εντυπώσεων σχετικά με το μέλλον τους, μέσω των αποφάσεων τους περί κεφαλαιακής διάρθρωσης. Εξαντλείται πρώτα κάθε άλλη εναλλακτική με πρωτεύουσα εκείνη της κεφαλαιοποίησης αποθεματικών, δείγμα θετικής πορείας της επιχείρησης.

## 4 ΕΥΡΩ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΟΛΟΚΛΗΡΩΣΗ ΣΤΗΝ ONE

Το έτος 1988, το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο στα πλαίσια του στόχου της σταδιακής πραγμάτωσης της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης (ONE) αποφάσισε την επίτευξη της οικονομικής και νομισματικής ένωσης σε τρία ξεχωριστά και αλληλένδετα στάδια. Το πρώτο στάδιο, που ξεκίνησε τον Ιούλιο του 1990 περιλάμβανε την πλήρη απελευθέρωση των συναλλαγών κεφαλαίου, την αύξηση της συνεργασίας μεταξύ των κεντρικών τραπεζών, την ελεύθερη χρήση του ECU, δηλαδή της Ευρωπαϊκής Νομισματικής Μονάδας, η οποία αποτέλεσε πρόδρομο του ευρώ και τέλος τη βελτίωση της οικονομικής σύγκλισης. Στη συνέχεια, το δεύτερο στάδιο ξεκίνησε τον Ιανουάριο του 1994. Ιδρύθηκε το Ευρωπαϊκό Νομισματικό Ίδρυμα (ENI), αποφασίστηκε απαγόρευση χορήγησης δανείων από τις κεντρικές τράπεζες στον δημόσιο τομέα, αυξήθηκε ο συντονισμός των νομισματικών πολιτικών, ενώ ενισχύθηκε η οικονομική σύγκλιση.

Το τρίτο και τελευταίο στάδιο πραγματοποιήθηκε από τον Ιανουάριο του 1999. Πραγματοποιήθηκε η εισαγωγή του ευρώ κατόπιν κλειδώματος των συναλλαγματικών ισοτιμιών έναντι αυτού και των βασικών νομισμάτων. Η νομισματική πολιτική είναι πλέον ενιαία και ασκείται από το Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών, ενώ τίθεται σε ισχύ το Συμφώνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης.

Τα τρία πρώτα χρόνια, το ευρώ ήταν ένα άυλο νόμισμα, το οποίο χρησιμοποιούνταν μόνο για λογιστικούς σκοπούς. Τα τραπεζογραμμάτια και τα κέρματα ευρώ τέθηκαν σε κυκλοφορία την 1η Ιανουαρίου 2002 και αντικατέστησαν, βάσει των κλειδωμένων συναλλαγματικών ισοτιμιών, τα τραπεζογραμμάτια και τα κέρματα των εθνικών νομισμάτων. Σήμερα, τα τραπεζογραμμάτια και τα κέρματα ευρώ έχουν υιοθετήσει 17 από τα 27 κράτη μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

#### 4.1 Χρηματοοικονομική Ολοκλήρωση στην ΟΝΕ

Με την εισαγωγή του ευρώ, το σκηνικό στις ευρωπαϊκές αγορές άλλαξε. Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα δημοσίευσε άρθρο με θέμα τη μέτρηση του επιπέδου χρηματοοικονομικής ολοκλήρωσης στο χώρο της ευρωζώνης (Lieven et. al. - 2004). Με τον όρο «χρηματοοικονομική ολοκλήρωση» οι ερευνητές εννοούν την κατάσταση εκείνη της αγοράς κατά την οποία οι συμμετέχοντες σε αυτήν υπόκεινται σε κοινό πλαίσιο κανονισμών, απολαμβάνουν ισότιμη πρόσβαση στα χρηματοοικονομικά μέσα και αντιμετωπίζονται με τον ίδιο τρόπο κατά την πραγματοποίηση συναλλαγών. Η μέτρηση βασίζεται στις διαφορές ανάμεσα στις τιμές ή τις αποδόσεις των μέσων σε πέντε διαφορετικές αγορές και τον τρόπο που επιδρούν σε αυτές κάποιοι κοινοί παράγοντες.

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα της μελέτης, κάθε τομέας της αγοράς έχει επιτύχει διαφορετικό επίπεδο ολοκλήρωσης. Συγκεκριμένα, στην αγορά χρήματος παρατηρείται ο μεγαλύτερος βαθμός ενοποίησης, γεγονός αναμενόμενο λόγω της κοινής νομισματικής πολιτικής που εφαρμόζεται στην Ευρωζώνη. Η αγορά κρατικών ομολόγων μετά την εισαγωγή του ευρώ χαρακτηρίζεται από σύγκλιση των προσφερόμενων αποδόσεων, οι οποίες πλέον επηρεάζονται περισσότερο από ανακοινώσεις που αφορούν την Ευρωζώνη και λιγότερο από τοπικούς παράγοντες. Βέβαια, οι τελευταίοι εξηγούν τις διαφορετικές αποδόσεις σε ομόλογα παρόμοιων χαρακτηριστικών αλλά από διαφορετικές χώρες-εκδότες. Επομένως η αγορά κρατικών ομολόγων είναι ολοκληρωμένη σε μεγάλο βαθμό.

Από την άλλη πλευρά, σε μικρότερο βαθμό έχει ενοποιηθεί η ταχύτατα αναπτυσσόμενη αγορά εταιρικών ομολόγων. Οι διαφορές στις αποδόσεις που παρατηρούνται ανάμεσα στις χώρες όπου εδρεύουν οι εκδότες εταιρείες εξηγούνται σε μικρό βαθμό από την πιστοληπτική ικανότητα των χωρών και σε πολύ μεγαλύτερο από αυτή των εταιριών. Αντίθετα, η αγορά τραπεζικών προϊόντων παρουσιάζει τη μεγαλύτερη ανομοιομορφία. Η χρηματοδότηση επιχειρήσεων είναι πιο ολοκληρωμένη σε μέσο-μακροπρόθεσμο χρονικό ορίζοντα, παρά σε βραχυπρόθεσμο. Ως προς τη χρηματοδότηση των



νοικοκυριών, τα επιτόκια των στεγαστικών δανείων είναι αρκετά ομοιόμορφα στην Ευρωζώνη, σε πλήρη αντίθεση με τα επιτόκια των καταναλωτικών δανείων που είναι πολύ διαφοροποιημένα.

Τέλος, οι κεφαλαιαγορές δείχνουν τάση ολοένα αυξανόμενου επιπέδου ολοκλήρωσης. Παλιότερα, σημειώνονταν διαφορές στις αποδόσεις κεφαλαίων περισσότερο μεταξύ των επιμέρους χωρών και λιγότερο μεταξύ κλάδων της οικονομίας, σήμερα όμως τα δεδομένα έχουν αντιστραφεί. Οι κεφαλαιακές αποδόσεις εντός Ευρωζώνης παρουσιάζουν υψηλό βαθμό συσχέτισης τα τελευταία χρόνια, και επηρεάζονται περισσότερο από ενδοκοινοτικές ανακοινώσεις και λιγότερο από παράγοντες σε επίπεδο χώρας, παρόμοια με την αγορά κρατικών ομολόγων. Ωστόσο, η αγορά κεφαλαίων παραμένει η λιγότερο ολοκληρωμένη αγορά.

Συμπερασματικά, η εισαγωγή του ευρώ φαίνεται να συνέβαλλε περισσότερο στην ολοκλήρωση των αγορών χρήματος και των κρατικών ομολόγων, λιγότερο των εταιρικών ομολόγων και των τραπεζικών προϊόντων και πολύ λιγότερο των κεφαλαιαγορών. Οι παραπάνω διαπιστώσεις αφορούν το σύνολο της χρηματοοικονομικής ολοκλήρωσης. Ας δούμε πιο συγκεκριμένα την ολοκλήρωση που επετεύχθη με την εισαγωγή του ευρώ στον τραπεζικό κλάδο.

Σχετική μελέτη εκπονήθηκε από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (Cabral et al. - 2002). Η επίτευξη υψηλού επιπέδου ολοκλήρωσης στον χώρο της τραπεζικής θα συμβάλει στη μετάδοση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής και θα οδηγήσει σε αύξηση της αποτελεσματικότητας και ανταγωνιστικότητας της οικονομίας. Για τους σκοπούς της μελέτης ορίζονται τρεις διαφορετικοί τομείς της τραπεζικής: η διατραπεζική αγορά, η τραπεζική των αγορών κεφαλαίου και τέλος η λιανική τραπεζική.

Κάθε τομέας της τραπεζικής αγοράς έχει επιτύχει διαφορετικό επίπεδο ολοκλήρωσης. Συγκεκριμένα, όσον αφορά τη διατραπεζική αγορά παρατηρείται πολύ μεγάλος βαθμός ενοποίησης. Τα προϊόντα που δεν εμπεριέχουν ενσώματες εγγυήσεις όπως τα διατραπεζικά δάνεια και οι

καταθέσεις σημειώνουν καθολική ολοκλήρωση, ενώ αντίθετα προϊόντα που περιλαμβάνουν εγγυήσεις όπως οι συμφωνίες επαναγοράς (repos) διαπραγματεύονται σε λιγότερο ολοκληρωμένη αγορά, κυρίως λόγω των εμποδίων που προκύπτουν σε ενδεχόμενη διασυνοριακή εκκαθάριση.

Όσον αφορά την τραπεζική των αγορών κεφαλαίου, έχει επιτευχθεί σημαντικός βαθμός ολοκλήρωσης. Μεγαλύτερη τάση παρατηρείται στην αγορά εταιρικών ομολόγων, κυρίως λόγω της αύξησης του ανταγωνισμού, αλλά και του μειωμένου κόστους συναλλαγών ανεξαρτήτως μεγέθους των ομολόγων. Μικρότερη τάση παρατηρείται στη διαχείριση περιουσιακών στοιχείων, στις αναδοχές δημοσίων εγγραφών και στα δάνεια μεγάλης κλίμακας, όπου τοπικοί παράγοντες εξακολουθούν να διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο στην διαχείριση του κινδύνου. Επιπλέον, σε αυτή την κατηγορία, τα συναλλακτικά κόστη εξαρτώνται σημαντικά από το μέγεθος του προϊόντος.

Τέλος, η λιανική τραπεζική έχει σημειώσει το μικρότερο βαθμό ολοκλήρωσης, γεγονός που αποδεικνύεται από τις διαφορές στα περιθώρια δανεισμού και καταθέσεων ανάμεσα στις χώρες της Ευρωζώνης. Αυτό θεωρείται αναμενόμενο, λόγω της σπουδαιότητας της εγγύτερης σχέσης μεταξύ τράπεζας και πελάτη σε αυτή την αγορά. Ο παράγοντας αυτός θα μπορούσε να εξαλειφθεί με την εφαρμογή ηλεκτρονικών υπηρεσιών, που ωστόσο βρίσκονται σε αρκετά αρχικό στάδιο εφαρμογής. Παρά ταύτα ο δανεισμός στα νοικοκυριά, φαίνεται να έχει σημειώσει μεγαλύτερη διαδρομή στην πορεία προς την ολοκλήρωση.

Συμπερασματικά, η εισαγωγή του ευρώ φαίνεται να συνέβαλλε περισσότερο στην ολοκλήρωση της διατραπεζικής αγοράς, λιγότερο στην αγορά κεφαλαίων και τέλος πολύ λιγότερο στη λιανική τραπεζική.

Σε αυτό το σημείο, και ενώ έχει μελετηθεί η δομή του χρηματοοικονομικού συστήματος, οι τριβές που ασκούνται σε αυτό, οι βασικές θεωρίες κεφαλαιακής διάρθρωσης αλλά και η επίδραση του ευρώ στην

χρηματοοικονομική ολοκλήρωση μπορούμε να αναρωτηθούμε το εξής: Πως η εισαγωγή του ευρώ επηρέασε την κεφαλαιακή διάρθρωση των επιχειρήσεων;

#### 4.2 Εισαγωγή του ευρώ και τριβές

Με την εισαγωγή του ευρώ, αναμένεται να μειώθηκαν σημαντικά οι τριβές που επηρεάζουν το χρηματοοικονομικό σύστημα. Το κόστος συναλλαγών αναμένεται να μειώθηκε κυρίως λόγω του αυξημένου ανταγωνισμού. Οι επιχειρήσεις μπορούν να αντλήσουν πλέον κεφάλαια από χώρες εντός ευρωζώνης με την ίδια ευκολία που θα το έκαναν από την τοπική αγορά. Στην τελευταία έρχονται να προστεθούν υποκαταστήματα ξένων πιστωτικών ιδρυμάτων που πλέον επεκτείνονται με μικρότερο ρίσκο ανάμεσα στις χώρες που συμμετέχουν στο κοινό νόμισμα. Επίσης, με την εισαγωγή του ενιαίου νομίσματος μειώθηκαν οι μετατροπές από το ένα νόμισμα στο άλλο, με αποτέλεσμα την εξοικονόμηση κόστους. Η διαπίστωση αυτή οδηγεί στο συμπέρασμα ότι αυξάνονται η προσφορά και η ζήτηση δανεισμού. Υπάρχει μεγαλύτερη προσφορά γιατί η αγορά διευρύνθηκε και έτσι μπορεί πλέον κάποιος να αναζητήσει κεφάλαια σε μεγαλύτερο εύρος, ενώ η ζήτηση αυξήθηκε γιατί η μείωση του κόστους συναλλαγών, μείωσε κατ' επέκταση και το συνολικό κόστος δανεισμού.

Όσον αφορά το πρόβλημα της ασυμμετρίας στην πληροφόρηση, επίσης αναμένεται ότι η εισαγωγή του ευρώ βοήθησε στην αντιμετώπιση του. Η μείωση του συναλλαγματικού κινδύνου οδήγησε και σε μείωση της αβεβαιότητας, η οποία αποτελεί συστατικό στοιχείο της ασύμμετρης πληροφόρησης. Η διεύρυνση των αγορών, αλλά και η ενιαία εποπτεία της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας συνεπάγονται ενιαία πρότυπα πληροφόρησης και αυξημένη πρόσβαση σε αυτήν. Οι τράπεζες μπορούν να ενημερωθούν σχετικά με το οικονομικό υπόβαθρο των δυνητικών τους πελατών και οι επενδυτές βρίσκουν περισσότερα στοιχεία για επιχειρήσεις στις οποίες καλούνται να τοποθετήσουν τα χρήματά τους, πάντα στο πλαίσιο της Ευρωζώνης. Το γεγονός αυτό αναμένεται να μείωσε το κόστος δανεισμού, με αποτέλεσμα την αύξηση του επιπέδου του. Επίσης, αναμένεται να έστρεψε τις επιχειρήσεις προς εναλλακτικές πηγές άντλησης κεφαλαίων που

παραδοσιακά κέρδιζαν πιο δύσκολα την εμπιστοσύνη των επενδυτών, όπως για παράδειγμα η έκδοση εταιρικών ομολόγων. Επομένως, στο πλαίσιο της Θεωρίας Trade-off που αναλύθηκε στο κεφάλαιο περί Θεωριών Κεφαλαιακής Διάρθρωσης, οι επιχειρήσεις που δεν δύνανται να χρησιμοποιήσουν αποθεματικά για την κάλυψη των αναγκών τους μπορούν ευκολότερα να στραφούν στην επιλογή του δανεισμού και να μην καταφύγουν στην έκδοση νέων μετοχών που θα δώσει αρνητικό σήμα στην αγορά.

Ακόμα, η εισαγωγή του ευρώ αναμένεται να μείωσε το κόστος χρεοκοπίας, όπως αυτό παρουσιάστηκε στη θεωρία Pecking Order στο κεφάλαιο που αναφέρεται στις Θεωρίες Κεφαλαιακής Διάρθρωσης. Αναλυτικότερα, οι επιχειρήσεις επωφελούνται από την αυξημένη προσφορά δανεισμού διότι πλέον έχουν περισσότερες επιλογές λήψης δανεισμού, με αποτέλεσμα να φθάνουν δυσκολότερα σε κατάσταση χρεοκοπίας, μειώνοντας έτσι τις αρνητικές επιπτώσεις λόγω πιθανής χρεοκοπίας, αλλά και πραγματικής χρεοκοπίας η οποία είναι πλέον αποφευκτική όπως εξηγήσαμε παραπάνω. Το συμπέρασμα αυτής της διαπίστωσης είναι η αύξηση του επιπέδου δανεισμού των επιχειρήσεων, ως συνέπεια της μείωσης του προβλήματος ρευστότητας που αντιμετωπίζουν οι επιχειρήσεις.

Επιπλέον, η υιοθέτηση του ενιαίου νομίσματος συνεπάγεται εξάλειψη του συναλλαγματικού κινδύνου. Κατά συνέπεια τα χρηματοοικονομικά προϊόντα θα είναι φθηνότερα λόγω απαλοιφής του κόστους συναλλαγματικού κινδύνου από τα συστατικά στοιχεία του συνολικού κόστους τους. Επομένως η ζήτηση για κεφάλαια αναμένεται να αυξηθεί. Ακόμα η εξάλειψη του συναλλαγματικού κινδύνου μειώνει την αβεβαιότητα στην αγορά, με αποτέλεσμα την αύξηση της προσφοράς κεφαλαίων. Συνολικά αναμένεται αύξηση του εξωτερικού χρέους των επιχειρήσεων.

Συνοψίζοντας τις παραπάνω διαπιστώσεις, η απάντηση στο ερώτημα που τέθηκε στην αρχή αυτής της υποενότητας είναι σύμφωνα με τη βιβλιογραφική μελέτη που πραγματοποιήθηκε ότι οι επιχειρήσεις αναμένεται μετά την εισαγωγή του ευρώ να έχουν αυξησει το επίπεδο εξωτερικού δανεισμού τους. Οι συνέπειες της υιοθέτησης του ενιαίου νομίσματος, δηλαδή η μείωση του

κόστους συναλλαγών, του φαινομένου της ασύμμετρης πληροφόρησης, του κόστους χρεοκοπίας και η εξάλειψη του συναλλαγματικού κινδύνου αναμένεται πως στρέφουν τις επιχειρήσεις προς αύξηση του δανεισμού τους, καθώς οι συνθήκες είναι πλέον ευνοϊκότερες σύμφωνα και με τις υποθέσεις των θεωριών περί κεφαλαιακής διάρθρωσης.

Ανατρέχοντας στη διεθνή βιβλιογραφία εντοπίστηκε ότι η σχέση μεταξύ ευρώ και χρηματοδότησης των επιχειρήσεων έχει απασχολήσει και την Τράπεζα της Φινλανδίας, υπό την επιμέλεια της οποίας πραγματοποιήθηκε έρευνα με θέμα «Το ευρώ και η χρηματοδότηση των επιχειρήσεων». Πιο συγκεκριμένα μελετά με ποίο τρόπο επηρεάστηκε η χρηματοδότηση των επιχειρήσεων στην Ευρώπη από την εισαγωγή του ευρώ, με κύριο ερώτημα αν αυξήθηκε η χρήση εξωτερικών πηγών χρηματοδότησης. Η μελέτη βασίστηκε σε στοιχεία μεταξύ των ετών 1991 έως 2006 από έντεκα χώρες της Ευρωζώνης (Αυστρία, Βέλγιο, Φινλανδία, Γαλλία, Γερμανία, Ιρλανδία, Ιταλία, Λουξεμβούργο, Ολλανδία, Πορτογαλία και Ισπανία) καθώς και από πέντε χώρες της Ευρωπαϊκής Ηπείρου, εκτός Ευρωζώνης ή/ και Ευρωπαϊκής Ένωσης (Δανία, Σουηδία, Αγγλία, Ελβετία και Νορβηγία). Επιπλέον, οι χώρες της Ευρωζώνης ομαδοποιήθηκαν σε ισχυρές και αδύναμες οικονομίες, προκειμένου να εντοπιστεί ενδεχόμενη διαφοροποίηση στα αποτελέσματα της μελέτης, ανάλογα με τον συγκεκριμένο παράγοντα. Επιγραμματικά, τα αποτελέσματα της μελέτης της Τράπεζας της Φινλανδίας συνοψίζονται ως εξής:

- Επιχειρήσεις από χώρες της Ευρωζώνης αύξησαν περισσότερο τη χρήση εξωτερικής χρηματοδότησης, μέσω έκδοσης νέων μετοχών αλλά περισσότερο μέσω δανεισμού, σε σχέση με χώρες εκτός της Ευρωζώνης.
- Τα αποτελέσματα ενισχύονται για τις εταιρείες που εδρεύουν σε μη ανεπτυγμένες οικονομικά χώρες της Ευρωζώνης και για τις εταιρείες με χαμηλά ποσοστά πωλήσεων στο Εξωτερικό.

- Οι μεγάλες εταιρείες των κλάδων που στηρίζονται στην εξωτερική χρηματοδότηση, αύξησαν ακόμα περισσότερο τον εξωτερικό δανεισμό στο χώρο της Ευρωζώνης σε σύγκριση με χώρες εκτός της νομισματικής ένωσης.
- Η αύξηση της εξωτερικής χρηματοδότησης οφείλεται στην αυξημένη ζήτηση και προσφορά χρηματοδότησης.

Επομένως, η εισαγωγή του ευρώ επέφερε βελτίωση στην πρόσβαση στις Αγορές Κεφαλαίου στην Ευρωζώνη, με αποτέλεσμα την αύξηση της εξωτερικής χρηματοδότησης και ειδικότερα του δανεισμού.

Το εμπειρικό μέρος της μελέτης εκτιμά παλινδρόμηση με εξαρτημένες μεταβλητές τη μεταβολή στην εξωτερική χρηματοδότηση, τον δανεισμό και την έκδοση νέων μετοχών, ενώ ως ερμηνευτικές μεταβλητές χρησιμοποιούνται το μέγεθος, η κερδοφορία, οι εγγυήσεις, ο παράγοντας Tobin's Q και ο χρόνος παραμονής στο ευρώ. Υπενθυμίζουμε ότι ο παράγοντας Tobin's Q ορίζεται ως το πηλίκο της Χρηματιστηριακής Αξίας Επενδεδυμένου Κεφαλαίου προς το Κόστος Αντικατάστασης Επενδεδυμένου Κεφαλαίου. Κατασκευάστηκαν τρεις μεταβλητές. Η πρώτη μεταβλητή καλείται Καθαρή Έκδοση Δανεισμού και ορίζεται ως το πηλίκο της καθαρής μεταβολής στη λογιστική αξία των Συνολικών Υποχρεώσεων για μια χρονική περίοδο προς τη λογιστική αξία του Ενεργητικού την προηγούμενη χρονική περίοδο. Η δεύτερη μεταβλητή καλείται Καθαρή Έκδοση Νέων Μετοχών και ορίζεται ως το πηλίκο της καθαρής μεταβολής στην έκδοση νέων μετοχών για μια χρονική περίοδο προς τη λογιστική αξία του Ενεργητικού την προηγούμενη χρονική περίοδο. Τέλος, η τρίτη μεταβλητή καλείται Καθαρή Εξωτερική Χρηματοδότηση και ορίζεται ως το άθροισμα των δύο πρώτων μεταβλητών. Το δείγμα περιέχει 2.486 επιχειρήσεις.

Διαπιστώθηκε ότι οι εταιρείες που εδρεύουν σε χώρες της Ευρωζώνης παρουσιάζουν μεγαλύτερη μόχλευση, πωλήσεις και κερδοφορία, χαμηλότερες ευκαιρίες ανάπτυξης και λιγότερες εγγυήσεις. Σύμφωνα με τα αποτελέσματα, η εισαγωγή του ευρώ οδήγησε σε αύξηση της εξωτερικής χρηματοδότησης

κατά 4% για τις χώρες εντός της Ευρωζώνης σε σύγκριση με τις χώρες εκτός. Η αύξηση διαχωρίζεται σε 2% στο δανεισμό και 2% στην έκδοση νέων μετοχών, ενώ είναι πολύ μεγαλύτερη για τις χώρες της Ευρωζώνης που είχαν αδύναμη οικονομία (αύξηση 7,7% που αποτελείται από 5,1% στο δανεισμό και 2,6% στην έκδοση νέων μετοχών) και μικρότερη για τις χώρες με ισχυρή οικονομία (αύξηση 2,4% που αποτελείται από 0,6% στο δανεισμό και 1,8% στην έκδοση νέων μετοχών).

Στην προσπάθεια να ερμηνευτούν τα αποτελέσματα οι συντάκτες αποδίδουν την αύξηση της εξωτερικής χρηματοδότησης είτε στην αύξηση της ζήτησης είτε στην βελτίωση της προσφοράς της. Όσον αφορά το σκέλος της ζήτησης, η εισαγωγή του ευρώ συντέλεσε στην αύξησή της μέσω της ανόδου του επιπέδου των εταιρικών επενδύσεων, ως αποτέλεσμα της μείωσης του Κόστους Κεφαλαίου. Οι εταιρείες από αδύναμες οικονομικά χώρες της Ευρωζώνης αύξησαν περισσότερο την εξωτερική χρηματοδότηση τους, ειδικότερα μετά το έτος 2002. Αυτό το γεγονός υποδηλώνει πως η ζήτηση δεν είναι ο μοναδικός παράγοντας αύξησης της εξωτερικής χρηματοδότησης μιας εταιρείας, και επιβεβαιώνεται καθώς και η προσφορά της βελτιώθηκε με τη χρήση ενιαίου νομίσματος.

Παρατηρήθηκε αύξηση της τάσης προς εναλλακτικούς τρόπους χρηματοδότησης, όπως η έκδοση ομολογιών, ειδικά από μεγάλες εταιρείες. Στις χώρες που υιοθέτησαν το ευρώ η αγορά ομολόγων αυξήθηκε σημαντικά, γεγονός που δεν συνέβη στις χώρες εκτός ευρώ. Ιδιαίτερα, οι χώρες με μικρή αγορά ομολόγων πριν την εισαγωγή του ευρώ εμφανίζουν τη μεγαλύτερη αύξηση εξωτερικής χρηματοδότησης και ειδικά μέσω δανεισμού.

Αλλά και οι κλάδοι που εξαρτώνται από εξωτερική χρηματοδότηση έχουν αυξήσει το δανεισμό αλλά και την έκδοση νέων μετοχών ως μέσα άντλησης κεφαλαίων στα πλαίσια της Ενιαίας Νομισματικής Ένωσης, και ιδιαίτερα οι αδύναμες οικονομικά χώρες. Επιπλέον, οι μεγάλες εταιρείες αυτών των κλάδων αύξησαν περισσότερο το δανεισμό σε σχέση με τις μικρότερες.

Συμπερασματικά, ο παράγοντας της προσφοράς διαδραμάτισε εξίσου σημαντικό ρόλο στην αύξηση της εξωτερικής χρηματοδότησης, καθώς αν ο μοναδικός παράγοντας ήταν η ζήτηση, θα ήταν αναμενόμενο οι μικρές εταιρείες να αυξήσουν περισσότερο το δανεισμό τους. Αλλά και οι Πωλήσεις στο Εξωτερικό επηρεάζουν την εξωτερική χρηματοδότηση αντιστρόφως ανάλογα. Πιο συγκεκριμένα, εταιρείες με χαμηλές πωλήσεις στο εξωτερικό αύξησαν περισσότερο το δανεισμό τους, καθώς ευνοούνται από την απουσία συναλλαγματικού κινδύνου. Τα ανωτέρω οδήγησαν σε αύξηση των παγίων των επιχειρήσεων που εδρεύουν στην Ευρωζώνη και ιδιαίτερα μετά το έτος 2002.

Τα αποτελέσματα της μελέτης συγκλίνουν με τη διεθνή βιβλιογραφία όπως σημειώνεται στη μελέτη της Τράπεζας της Φιλανδίας. Οι υπερ-αποδόσεις των μετοχών στα Ευρωπαϊκά Χρηματιστήρια σχετίζονται περισσότερο με τον κίνδυνο του ευρώ παρά με τον κίνδυνο σε επίπεδο χώρας. Αν ο τελευταίος είναι μεγαλύτερος του πρώτου, η οικονομική ολοκλήρωση μειώνει το πριμ κινδύνου των επενδυτών και συνεπαγωγικά το κόστος Ιδίων Κεφαλαίων. Επίσης εντοπίζεται μείωση του Κινδύνου Αγοράς με την εισαγωγή του ευρώ, στηρίζοντας έτσι την άποψη ότι ο συναλλαγματικός κίνδυνος που υπήρχε στην προ ευρώ εποχή ήταν αξιόλογος. Τα πραγματικά επιτόκια μειώθηκαν, καθώς τα ομόλογα σε ευρώ παρέχουν μεγαλύτερη ασφάλεια.

Η αγορά ομολόγων οδεύει προς ολοκλήρωση με τα πιστωτικά spreads να συγκλίνουν σημαντικά στο χώρο της Ευρωζώνης, το ύψος των οποίων εξηγείται πλέον καλύτερα από τις αξιολογήσεις και τη ληκτότητα και όχι από επιδράσεις παραγόντων σε επίπεδο χώρας. Επιπλέον, το συναλλακτικό κόστος για αγορές εντός της Ευρωζώνης μειώθηκε δραματικά, με το κόστος αγοράς ομολογιών και μετοχών από χώρες που υιοθέτησαν το ευρώ να έχει μειωθεί κατά 14 και 17% αντίστοιχα, ενώ για τις συναλλαγές εντός Ευρωζώνης η μείωση ανέρχεται σε 10-17% επιπλέον, με αποτέλεσμα σημαντική αύξηση των τοποθετήσεων περισσότερο σε ομολογίες, αλλά και σε μετοχές, όπως επίσης και σε συμμετοχές σε τραπεζικά ιδρύματα. Ακόμα, υπάρχει εκτενής βιβλιογραφία που μελετά πως επηρεάζονται οι επιλογές μιας



επιχείρησης από την προσφορά χρηματοδότησης, ενώ στα συμπεράσματα της Τράπεζας της Φιλανδίας συμπεριλαμβάνονται ότι ακόμα και μεγάλες επιχειρήσεις μπορεί να αντιμετωπίσουν περιορισμούς στη χρηματοδότηση καθώς επίσης και ότι η πρόσβαση στις Αγορές Ομολόγων αποτελεί καθοριστικό παράγοντα στις χρηματοδοτικές αποφάσεις.

Συγκρίνοντας τα αποτελέσματα της έρευνας της Τράπεζας της Φιλανδίας με τα συμπεράσματα από τη βιβλιογραφική ανασκόπηση της παρούσας μελέτης, παρατηρούμε σύγκλιση στη διαπίστωση ότι η εισαγωγή του ευρώ αναμένεται να έχει αυξήσει τον εξωτερικό δανεισμό των επιχειρήσεων. Προκειμένου να επαληθεύσουμε αυτά τα αποτελέσματα πραγματοποιήσαμε εμπειρική ανάλυση, η οποία περιγράφεται στο επόμενο κεφάλαιο.

## 5 ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ

Όπως αναφέρθηκε στο προηγούμενο κεφάλαιο, κατόπιν της βιβλιογραφικής μελέτης επιχειρήθηκε να επαληθευτεί η άποψη ότι η εισαγωγή του ευρώ αύξησε τα επίπεδα δανεισμού στις εταιρείες που εδρεύουν σε χώρες που συμμετέχουν στην ευρωζώνη περισσότερο σε σχέση με χώρες που δεν υιοθέτησαν το κοινό νόμισμα, μέσω της εκπόνησης εμπειρικής μελέτης. Η λογική ήταν πρώτον να συγκρίνουμε το επίπεδο του δανεισμού των εταιρειών της Ευρωζώνης πριν και μετά το 1999, οπότε και εισήχθη το ευρώ και δεύτερον να συγκρίνουμε μετά το 1999 το επίπεδο δανεισμού σε εταιρείες εντός και εκτός Ευρωζώνης.

Το δείγμα των χωρών εντός Ευρωζώνης αποφασίστηκε να περιλαμβάνει τις δέκα πιο ανεπτυγμένες οικονομικά χώρες που υιοθέτησαν το ευρώ, οι οποίες συμπίπτουν με τις χώρες που εισήχθησαν πρώτες στην Ευρωζώνη το 1999 και είναι αλφαβητικά η Αυστρία, το Βέλγιο, η Γαλλία, η Γερμανία, η Ιρλανδία, η Ισπανία, η Ιταλία, η Ολλανδία, η Πορτογαλία και η Φιλανδία. Το Λουξεμβούργο, παρά το γεγονός ότι ανήκει στις έντεκα χώρες οι οποίες συμμετείχαν στην Ευρωζώνη από το 1999, δεν επιλέχθηκε λόγω έλλειψης στοιχείων για όλη τη χρονική περίοδο που μελετήθηκε. Επιπλέον, το δείγμα περιλαμβάνει την Ελλάδα, καθώς μας ενδιέφεραν τα συμπεράσματα που θα προέκυπταν για τη χώρα μας. Από την άλλη πλευρά, το δείγμα των χωρών εκτός Ευρωζώνης περιλαμβάνει τις τρεις μεγάλες χώρες εντός Ευρωπαϊκής Ένωσης, που ωστόσο δεν έχουν υιοθετήσει το ευρώ ως νόμισμά τους, δηλαδή και πάλι αλφαβητικά η Δανία, το Ηνωμένο Βασίλειο και η Σουηδία.

Αφού ορίστηκε το δείγμα χωρών, χρησιμοποιήθηκε η βάση δεδομένων Worldscope, που αποτελεί κλάδο της βάσης δεδομένων Datastream, στην οποία έχουν πρόσβαση οι φοιτητές στο εργαστήριο του τμήματος Χρηματοοικονομικής και Τραπεζικής Διοικητικής. Για κάθε χώρα βρέθηκε μέσα από τη βάση δεδομένων ο δείκτης μεγαλύτερης κεφαλαιοποίησης επιχειρήσεων, βάσει του οποίου θα γινόταν η επιλογή των εταιρειών που θα αποτελούσαν το δείγμα υπό εξέταση. Για την Αυστρία επιλέχθηκε ο δείκτης ATX-20 που περιλαμβάνει τις 20 εταιρείες μεγαλύτερης κεφαλαιοποίησης, για

το Βέλγιο ο δείκτης BEL-20 με στοιχεία των 20 εταιρειών μεγαλύτερης κεφαλαιοποίησης, για τη Γαλλία ο δείκτης CAC-40 που περιλαμβάνει τις 40 εταιρείες μεγαλύτερης κεφαλαιοποίησης, για τη Γερμανία ο δείκτης DAX-30 με στοιχεία των 30 εταιρειών μεγαλύτερης κεφαλαιοποίησης, για την Ιρλανδία ο δείκτης ISEQ-20 που περιλαμβάνει 20 εταιρείες, για την Ισπανία ο δείκτης IBEX-35 με στοιχεία των 35 εταιρειών μεγαλύτερης κεφαλαιοποίησης, για την Ιταλία ο δείκτης FTSE MIB που περιλαμβάνει 40 εταιρείες, για την Ολλανδία ο δείκτης AEX με στοιχεία των 25 εταιρειών μεγαλύτερης κεφαλαιοποίησης, για την Πορτογαλία ο δείκτης PSI-20 που περιλαμβάνει τις 20 εταιρείες μεγαλύτερης κεφαλαιοποίησης, για τη Φιλανδία ο δείκτης OMX-Helsinki με τις 127 εταιρείες μεγαλύτερης κεφαλαιοποίησης, για την Ελλάδα ο δείκτης ATHEX-20 με στοιχεία των 20 εταιρειών μεγαλύτερης κεφαλαιοποίησης, για τη Δανία ο δείκτης OMX-Copenhagen που περιλαμβάνει τις 20 εταιρείες μεγαλύτερης κεφαλαιοποίησης, για το Ηνωμένο Βασίλειο ο δείκτης FTSE-100 με στοιχεία των 101 εταιρειών μεγαλύτερης κεφαλαιοποίησης και τέλος για τη Σουηδία ο δείκτης OMX-Stockholm που περιλαμβάνει 30 εταιρείες.

Στη συνέχεια, για κάθε εταιρεία που περιλαμβάνουν οι ανωτέρω χρηματιστηριακοί δείκτες εξήχθησαν τα παρακάτω δεδομένα: μετοχικό κεφάλαιο, σύνολο δανεισμού και σύνολο ενεργητικού. Τα παραπάνω στοιχεία εξήχθησαν σε ετήσια βάση από το 1990 έως και το 2011. Δεδομένου του χρονικού διαστήματος, σε αρκετές εταιρείες δεν υπήρχαν δεδομένα για όλο το εύρος του. Προκειμένου να υπάρχει ο ίδιος αριθμός εταιρειών ανά χώρα στο δείγμα, τελικά αποφασίστηκε να μελετηθούν 10 εταιρείες ανά χώρα, αναλόγως κεφαλαιακού μεγέθους. Στο παράρτημα της εργασίας αναφέρονται οι επωνυμίες όλων των εταιρειών.

Ανακεφαλαιώνοντας, το δείγμα της εμπειρικής μελέτης περιλαμβάνει 140 εταιρείες από 14 χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης, ενώ έχουν δημιουργηθεί και δύο υποσύνολα. Το πρώτο αφορά 110 εταιρείες από χώρες εντός Ευρωζώνης και το δεύτερο 30 εταιρείες εκτός Ευρωζώνης. Σε αυτό το σημείο πρέπει να αναφερθεί ότι παρά το χρονικό εύρος των δεδομένων, η μελέτη δεν ξεπερνά το έτος 2007, καθώς το ξέσπασμα της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης μέσα το ίδιο έτος ενδέχεται να επηρεάσει τα αποτελέσματα και να οδηγήσει σε εσφαλμένα συμπεράσματα.

Για τους σκοπούς της μελέτης δημιουργήθηκε αρχείο excel στο οποίο και πραγματοποιήθηκε όλη η ανάλυση. Κάθε χώρα μελετήθηκε σε διαφορετικό φύλλο εργασίας. Δημιουργήθηκαν πίνακες για κάθε χώρα με στήλες το συνολικό δανεισμό και το συνολικό ενεργητικό ανά εταιρεία και γραμμές τα έτη 1990 – 2011. Στη συνέχεια, υπολογίστηκε ο αριθμοδείκτης χρέους D/A:

$$D/A = \frac{\text{Σύνολο Δανεισμού}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}}$$

Αφού καταρτίστηκε πίνακας σε επίπεδο χώρας με στήλες τον παραπάνω αριθμοδείκτη ανά εταιρεία και γραμμές τα έτη 1990 – 2011, δημιουργήθηκε γράφημα ανά χώρα που απεικονίζει την πορεία του δείκτη ανά εταιρεία.

Κατόπιν, οι τιμές του αριθμοδείκτη ανά χρονιά για τις 140 εταιρείες του συνολικού δείγματος μεταφέρθηκαν σε ενιαίο φύλλο εργασίας, όπου και υπολογίστηκε ο διαστρωματικός μέσος όρος της τιμής του αριθμοδείκτη ανά χρονιά για όλες τις εταιρείες. Κάθε τιμή του αριθμοδείκτη διαιρέθηκε εν συνεχεία με τον διαστρωματικό μέσο όρο, ώστε να γίνει η σχετική σύγκριση σε επίπεδο εταιρείας. Ωστόσο, η εικόνα του γραφήματος καθιστούσε αδύνατη την εξαγωγή συμπερασμάτων καθώς λόγω μεγάλου αριθμού εταιρειών οι γραμμές που αντιστοιχούσαν σε κάθε εταιρεία ήταν δυσδιάκριτες.

Για να ξεπεραστεί αυτή η δυσκολία, η παραπάνω διαδικασία πραγματοποιήθηκε στη συνέχεια, όχι σε επίπεδο εταιρείας, αλλά σε επίπεδο χώρας. Συγκεκριμένα, για κάθε χώρα υπολογίστηκε ο μέσος όρος του αριθμοδείκτη για όλες τις εταιρείες που εδρεύουν σε αυτήν. Στη συνέχεια υπολογίστηκε ο διαστρωματικός μέσος όρος με τον οποίο διαιρέθηκαν οι τιμές του αριθμοδείκτη σε επίπεδο χώρας. Τα αποτελέσματα αναπαραστάθηκαν γραφικά.

Τέλος, η ίδια διαδικασία ακολουθήθηκε και πάλι στην προσπάθεια να συγκριθούν οι χώρες της Ευρωζώνης με τις χώρες εκτός Ευρωζώνης. Υπολογίστηκε ο μέσος όρος του αριθμοδείκτη για τις 11 χώρες εντός

Ευρωζώνης, και ξεχωριστά ο μέσος όρος για κάθε μια από τις 3 χώρες εκτός Ευρωζώνης. Οι τιμές αυτές διαιρέθηκαν με το διαστρωματικό μέσο όρο και αναπαραστάθηκαν επίσης γραφικά.

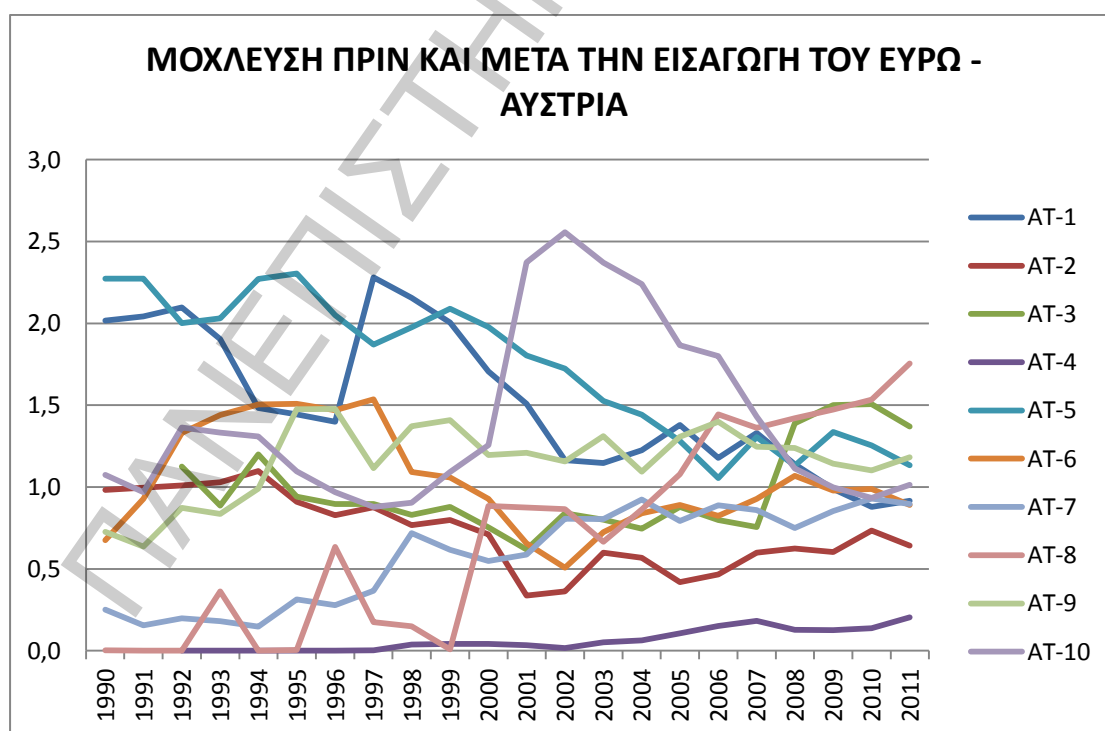
Συνοψίζοντας, υπολογίστηκε ο δείκτης Χρέους προς Σύνολο Ενεργητικού, σε επίπεδο εταιρείας, χώρας και συμμετοχής ή μη στο ευρώ. Σε κάθε περίπτωση η τιμή του δείκτη διαιρούσαν με το διαστρωματικό μέσο όρο προκειμένου να πραγματοποιηθεί σχετική σύγκριση. Όλα τα προαναφερθέντα στοιχεία αναπαραστάθηκαν γραφικά για την εξαγωγή των συμπερασμάτων, τα οποία παρουσιάζονται λεπτομερώς στο επόμενο κεφάλαιο.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

## 6 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

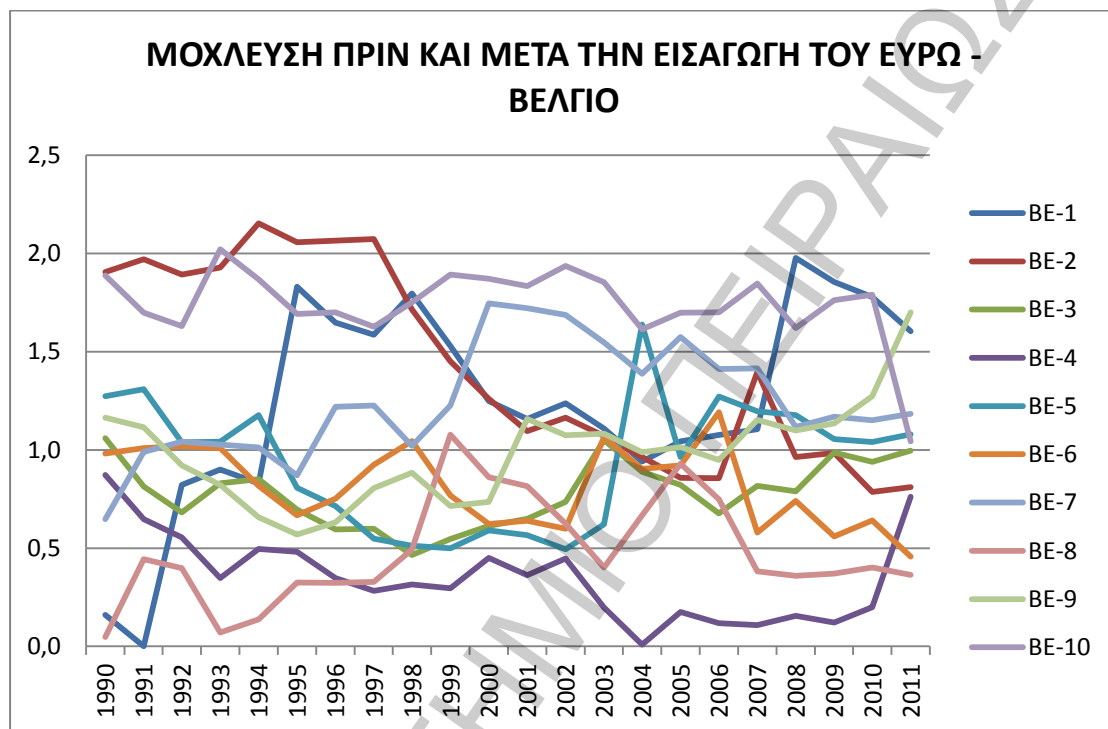
Από την εμπειρική ανάλυση που πραγματοποιήθηκε, όπως αποτυπώθηκε στο προηγούμενο κεφάλαιο, φαίνεται πως τα δεδομένα συμφωνούν με αυτό που αναμενόταν από τη μελέτη βιβλιογραφίας. Δηλαδή, η εισαγωγή του ευρώ αύξησε τη χρήση εξωτερικού δανεισμού στις επιχειρήσεις με έδρα εντός Ευρωζώνης. Στη συνέχεια παρατίθενται τα σχετικά διαγράμματα με ένα σύντομο σχολιασμό.

Αρχικά δημιουργήθηκαν διαγράμματα για κάθε χώρα εντός Ευρωζώνης, όπου το σημείο ενδιαφέροντος είναι το έτος 1999 οπότε και εισήχθη το ευρώ. Στο πρώτο διάγραμμα αποτυπώνεται η πορεία του δείκτη D/A ως προς το διαστρωματικό μέσο όρο των εταιριών της Αυστρίας. Το κύριο συμπέρασμα από τη μελέτη αυτού του διαγράμματος είναι η σύγκλιση που παρατηρείται μετά το έτος 2001. Δηλαδή, ενώ πριν το 1999 οι επιχειρήσεις υπό εξέταση παρουσιάζουν σημαντικές αποκλίσεις, στη συνέχεια οι δείκτες πλησιάζουν προς το μέσο όρο με αποκορύφωμα το έτος 2007. Αυτή η σύγκλιση σηματοδοτεί τη σταδιακή ομοιομορφία στον τρόπο χρηματοδότησης.



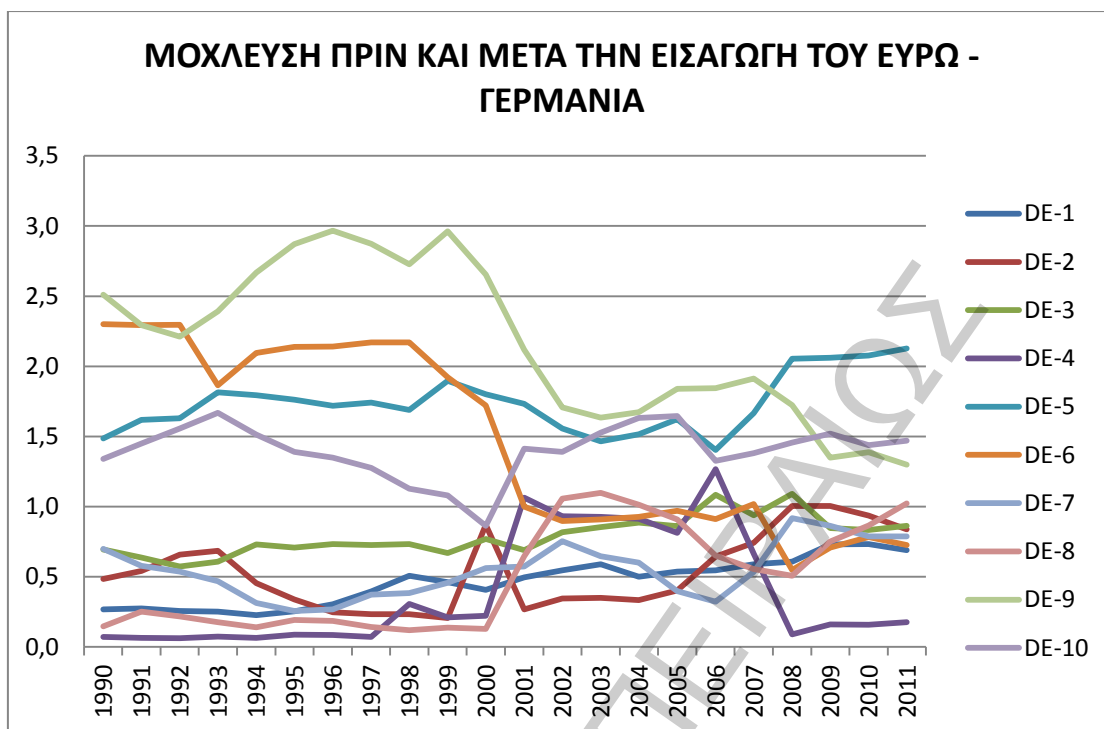
Διάγραμμα 1 – Μόχλευση πριν και μετά την εισαγωγή του ευρώ: Αυστρία

Ακολουθεί το δεύτερο διάγραμμα με τα αποτελέσματα για το Βέλγιο. Παρατηρείται και πάλι σύγκλιση κυρίως στο διάστημα 2004-2007. Ωστόσο, εδώ οι αποκλίσεις ήταν μεγαλύτερες προ εισαγωγής ευρώ. Επίσης το 2001 παρατηρείται άνοδος του δείκτη για την πλειονότητα των εταιρειών.



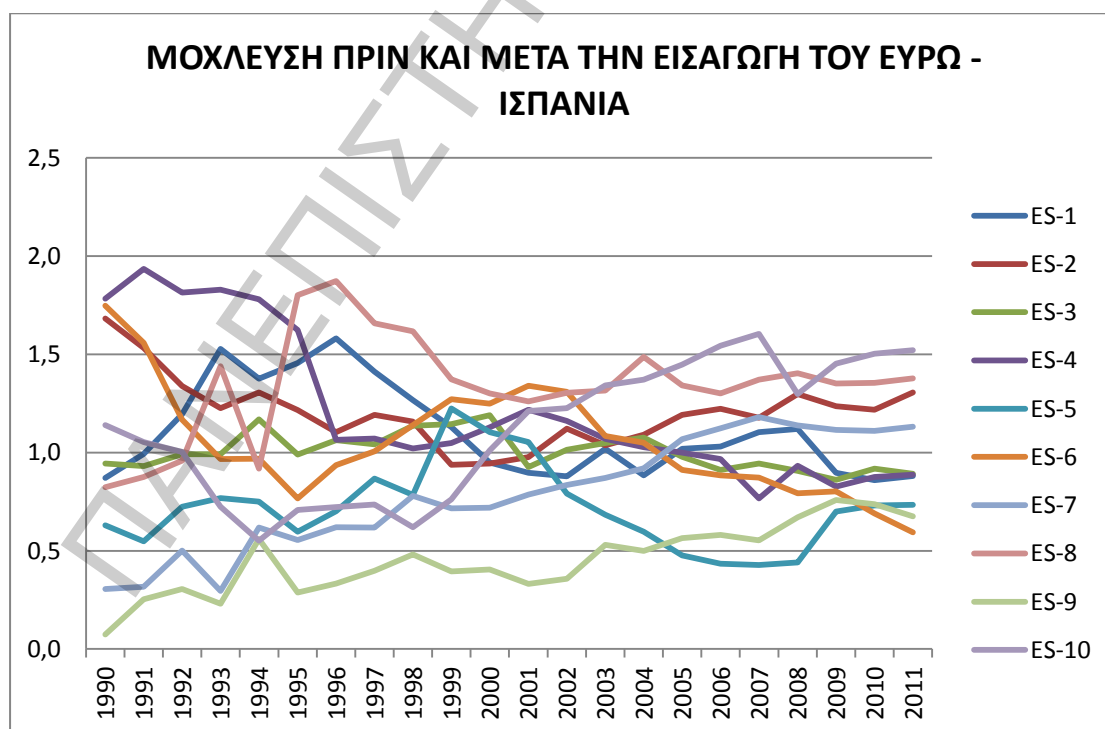
Διάγραμμα 2 – Μόχλευση πριν και μετά την εισαγωγή του ευρώ: Βέλγιο

Στο τρίτο διάγραμμα απεικονίζεται η πορεία του δείκτη για τη Γερμανία, με παρόμοια σχόλια. Και πάλι μετά το 2001 υπάρχει ξεκάθαρη σύγκλιση, και μάλιστα πιο έντονη σε σχέση με τις δύο προηγούμενες περιπτώσεις. Αυτό που αξίζει να σημειωθεί εδώ είναι η σταθερότητα του δείκτη στο διάστημα 2001-2006 γεγονός που δηλώνει τη σταθερότητα που επικράτησε κατά το διάστημα αυτό.



Διάγραμμα 3 – Μόχλευση πριν και μετά την εισαγωγή του ευρώ: Γερμανία

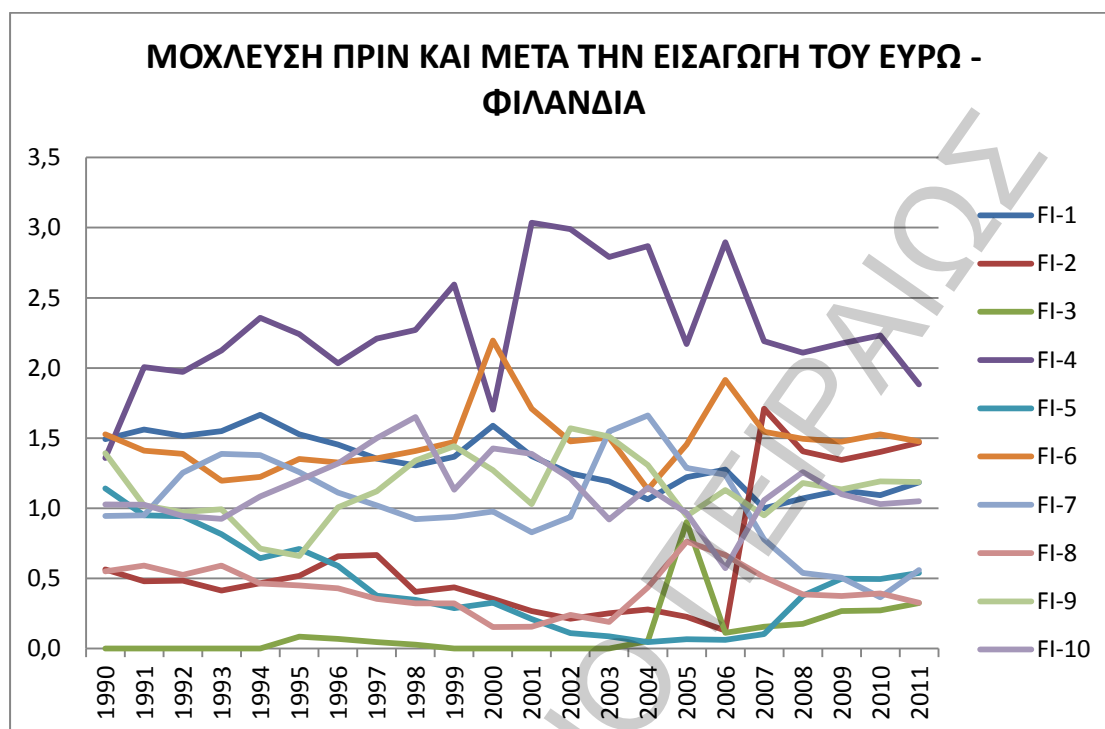
Ακολουθεί το διάγραμμα της Ισπανίας. Εξακολουθούμε να παρατηρούμε σύγκλιση του δείκτη μετά το 1999, η οποία είναι πιο έντονη μέχρι το 2004, χωρίς αυτό να σημαίνει ότι δεν παρατηρείται και στη συνέχεια αυτή η τάση.



Διάγραμμα 4 – Μόχλευση πριν και μετά την εισαγωγή του ευρώ: Ισπανία

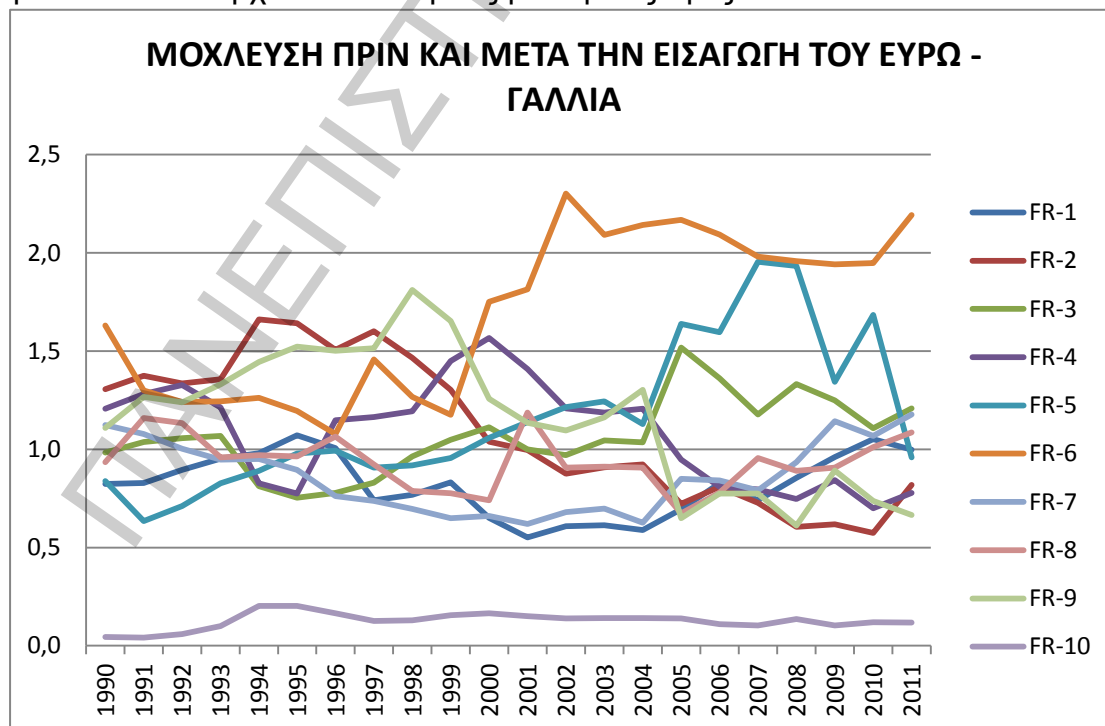


Στο διάγραμμα της Φιλανδίας, δεν παρατηρείται συνολική σύγκλιση αλλά κατά δέσμες, πάντως σε κάθε περίπτωση το επίπεδο δανεισμού είναι υψηλότερο μετά το 1999.



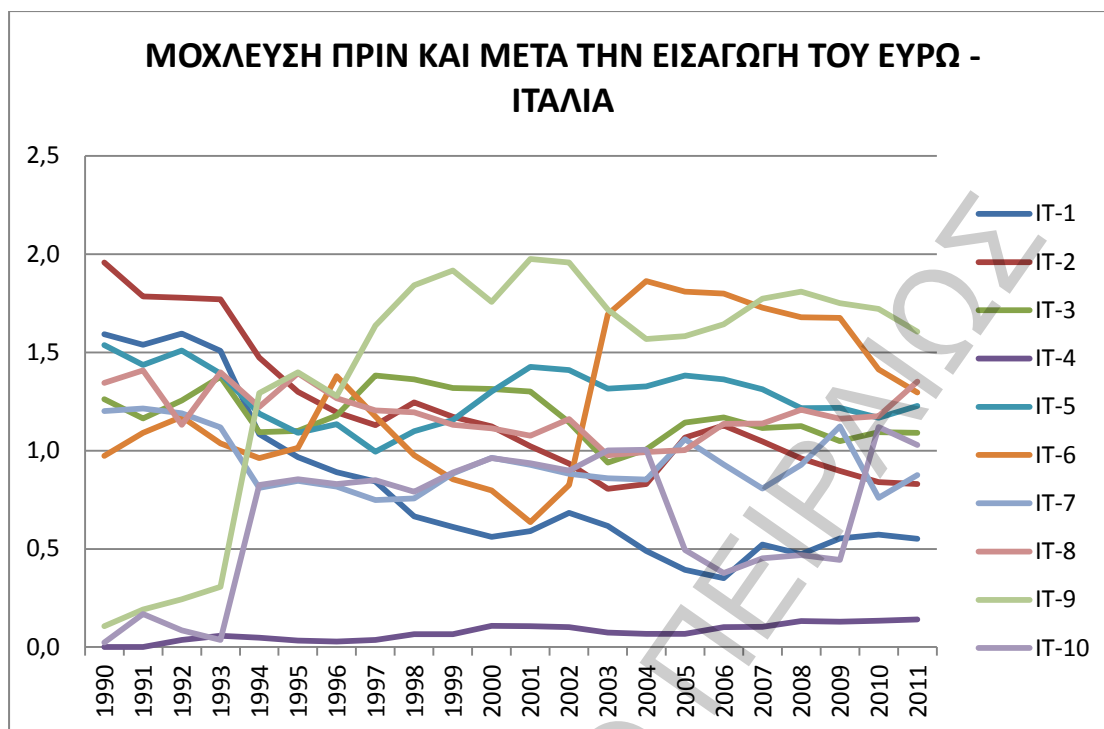
Διάγραμμα 5 – Μόχλευση πριν και μετά την εισαγωγή του ευρώ: Φιλανδία

Στο διάγραμμα της Γαλλίας παρατηρείται μικρότερη απόκλιση, ενώ φαίνεται να υπάρχουν και εταιρείες με ακραίες τιμές.



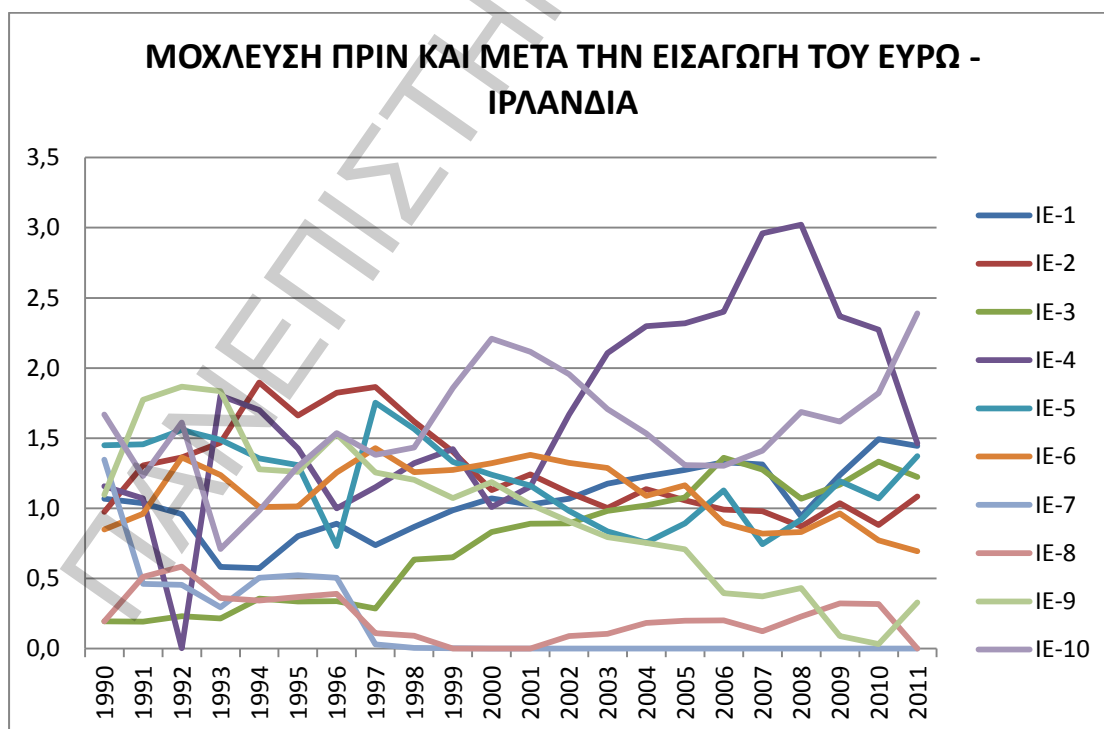
Διάγραμμα 6 – Μόχλευση πριν και μετά την εισαγωγή του ευρώ: Γαλλία

Επίσης, η Ιταλία δεν αποτελεί χαρακτηριστικό παράδειγμα σύγκλισης.



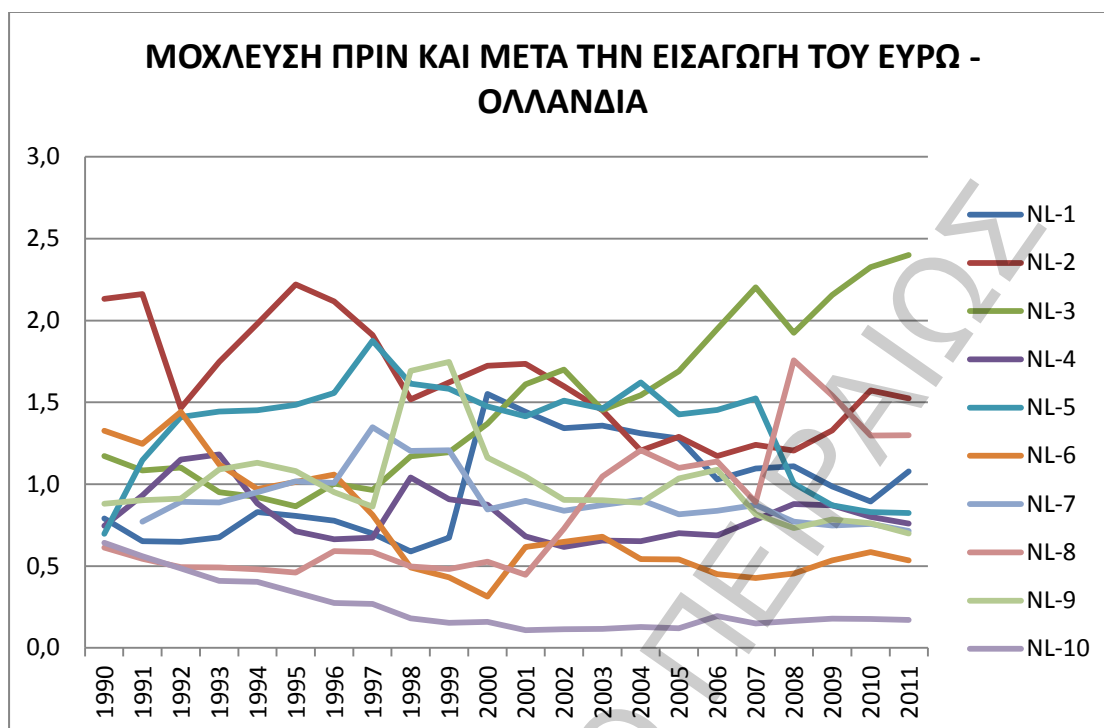
Διάγραμμα 7 – Μόχλευση πριν και μετά την εισαγωγή του ευρώ: Ιταλία

Το διάγραμμα της Ιρλανδίας παρουσιάζει σύγκλιση στο μέσο όρο, αλλά και ακραίες τιμές.



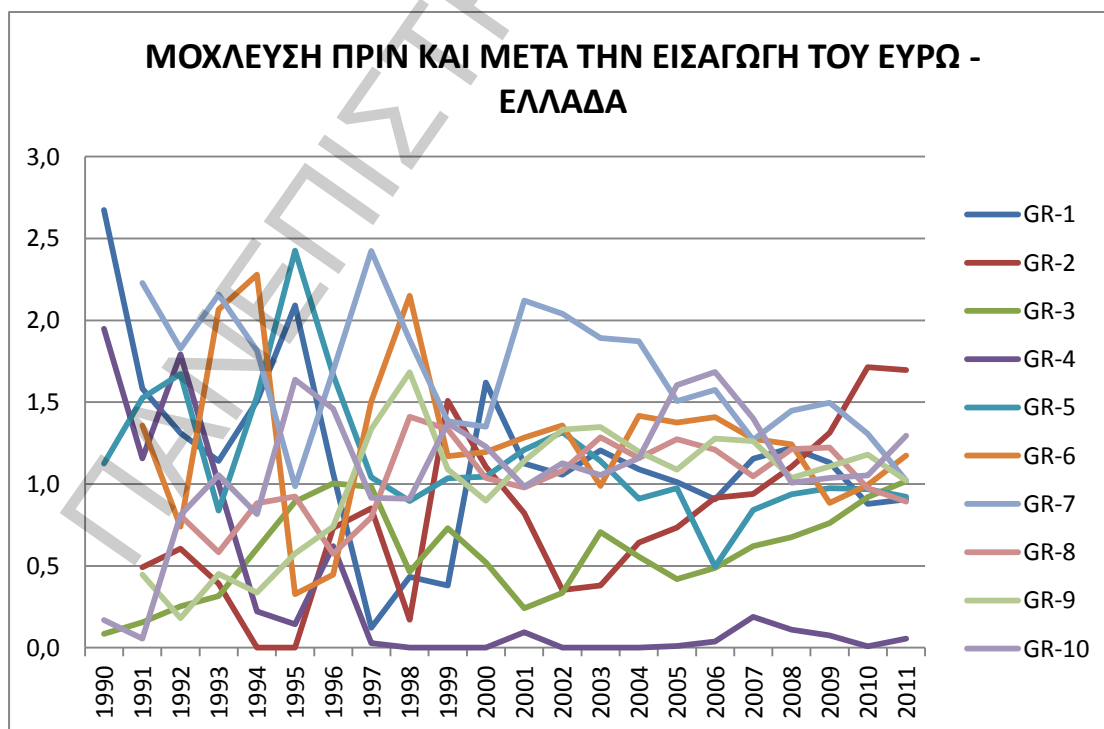
Διάγραμμα 8 – Μόχλευση πριν και μετά την εισαγωγή του ευρώ: Ιρλανδία

Στο διάγραμμα της Ολλανδίας παρατηρούμε σύγκλιση κατά δέσμες.



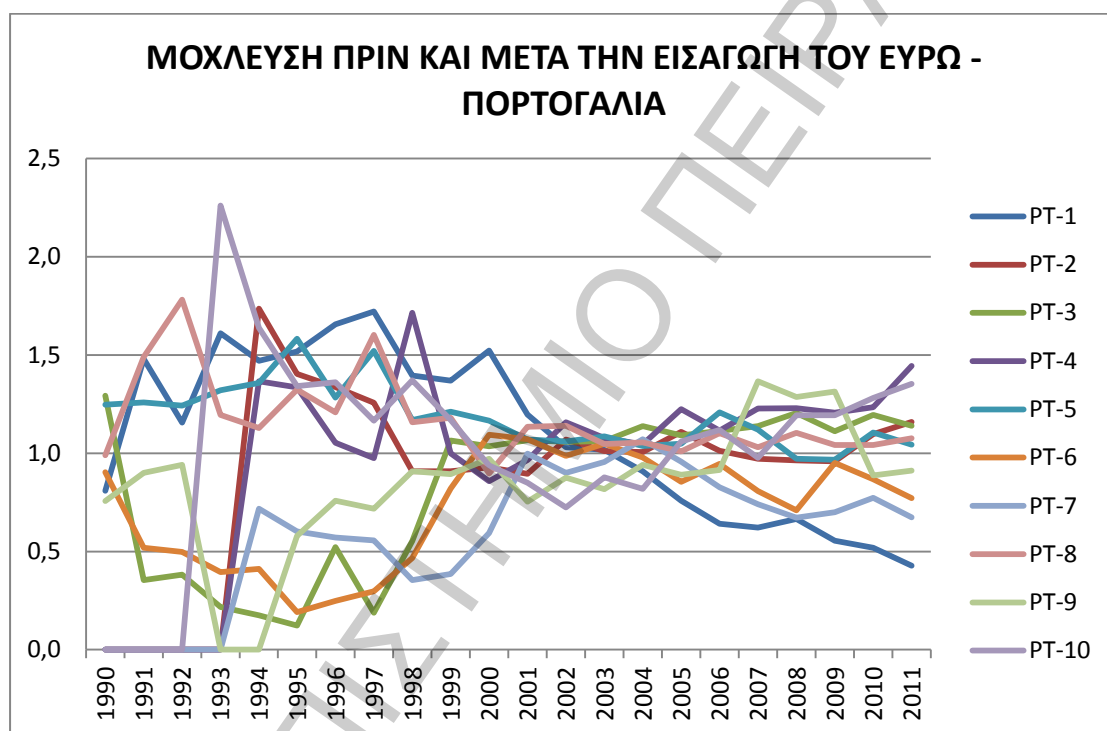
Διάγραμμα 9 – Μόχλευση πριν και μετά την εισαγωγή του ευρώ: Ολλανδία

Στο διάγραμμα της Ελλάδας, είναι εντυπωσιακές οι μεταβολές του δείκτη σε επίπεδο εταιρείας διαχρονικά πριν την εισαγωγή του ευρώ, μετά το 1999 η κατάσταση σταθεροποιείται αλλά όχι με απόλυτη σύγκλιση.



Διάγραμμα 10 – Μόχλευση πριν και μετά την εισαγωγή του ευρώ: Ελλάδ

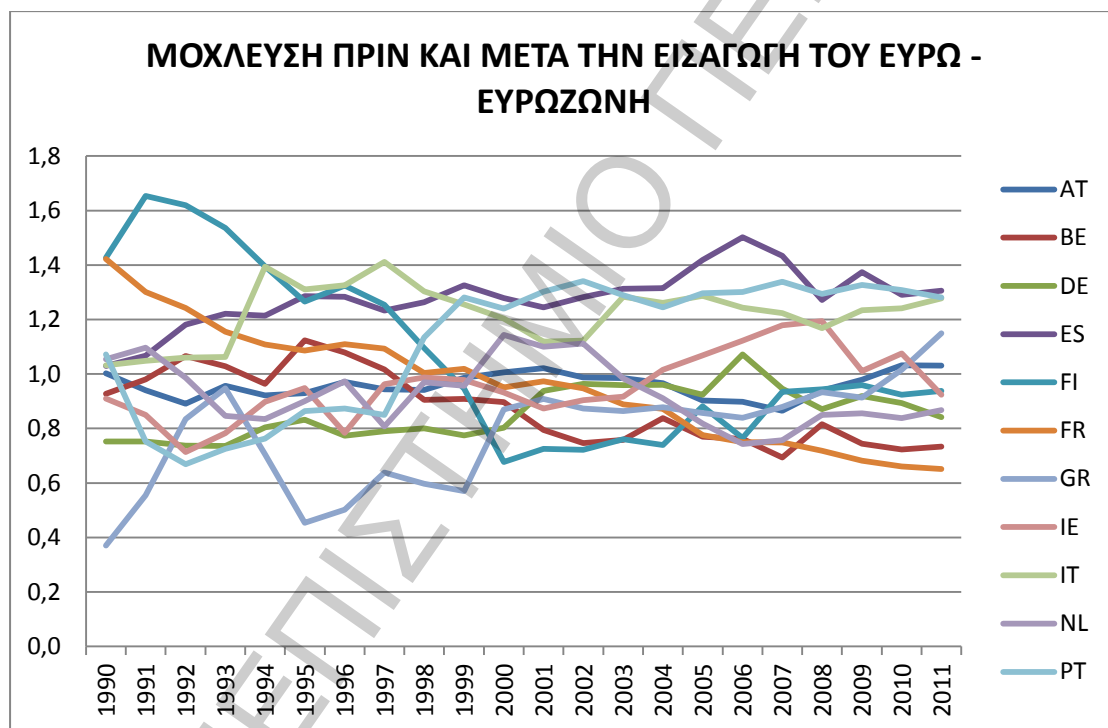
Σε αυτό το σημείο αξίζει να δοθεί προσοχή στο τελευταίο διάγραμμα σε επίπεδο χώρας. Το γράφημα της Πορτογαλίας αποτυπώνει τη μεγαλύτερη τάση σύγκλισης. Μετά το 1999 σταδιακά οι επιχειρήσεις που νωρίτερα παρουσίαζαν σημαντικές αποκλίσεις αρχίζουν να πλησιάζουν στο μέσο όρο και για το διάστημα 2001-2005 παρατηρείται σταθερότητα σε αυτή την τάση. Εμείς θα επικεντρωθούμε, όπως αναφέρθηκε και ανωτέρω στο διάστημα μέχρι το 2007, ώστε να εξαιρεθεί η περίοδος της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης. Επομένως, η Πορτογαλία αποτελεί το πλέον χαρακτηριστικό παράδειγμα ομοιομορφίας του τρόπου χρηματοδότησης των επιχειρήσεων.



Διάγραμμα 11 – Μόχλευση πριν και μετά την εισαγωγή του ευρώ: Πορτογαλία

Αφού είδαμε τα αποτελέσματα σε επίπεδο εταιρειών, στη συνέχεια μελετούμε το διάγραμμα σε επίπεδο χωρών εντός Ευρωζώνης. Όπως φαίνεται στο δωδέκατο διάγραμμα οι αποκλίσεις που παρατηρούνταν πριν το 1999 γεφυρώνονται σε σημαντικό βαθμό κατόπιν. Αυτό που αξίζει να σημειωθεί στο παρόν διάγραμμα, είναι ότι μια ομάδα χωρών φαίνεται να συνεχίζει να αποκλίνει αν και σε μικρότερο βαθμό από ότι προηγουμένως. Αυτές οι χώρες είναι η Ισπανία, η Πορτογαλία, η Ιταλία, η Ιρλανδία, δηλαδή οι χώρες που ανήκουν στον ευρωπαϊκό νότο, και που επλήγησαν περισσότερο

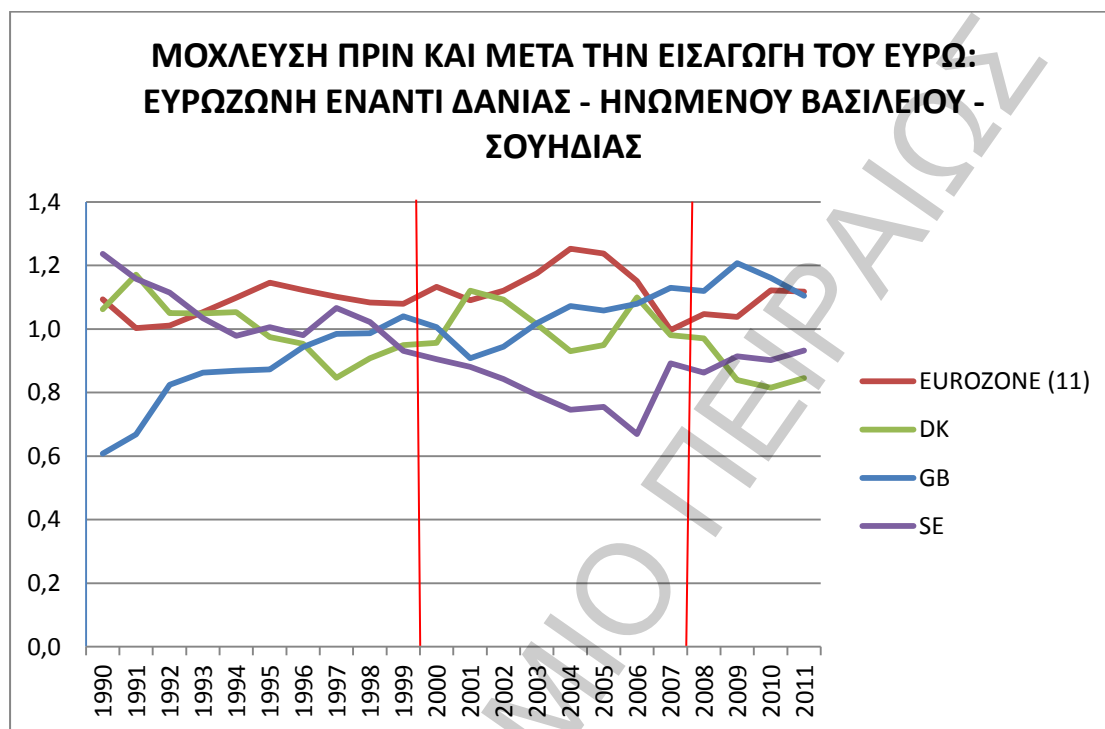
από την οικονομική κρίση του 2007. Οι συγκεκριμένες χώρες είχαν αυξήσει πολύ περισσότερο το επίπεδο δανεισμού τους σε σχέση με τις υπόλοιπες. Η Ελλάδα δεν δείχνει τόσο υψηλά επίπεδα, ωστόσο μαζί με την Πορτογαλία δείχνουν τη μεγαλύτερη κλίση της καμπύλης τους, δηλαδή έχουν το μεγαλύτερο ρυθμό μεταβολής στην αύξηση του δανεισμού τους. Αυτό το συμπέρασμα συμπίπτει και με τη διαπίστωση της μελέτης της Τράπεζας της Φιλανδίας, σύμφωνα με την οποία οι λιγότερο ανεπτυγμένες χώρες ευνοήθηκαν περισσότερο από τις συνθήκες που δημιουργήθηκαν προκειμένου να αυξήσουν το δανεισμό τους. Επίσης βλέπουμε ότι η Γερμανία διατηρεί αρκετά σταθερή πορεία, γεγονός που εξηγεί τη δυναμικότητα της οικονομίας της.



Διάγραμμα 12 – Μόχλευση πριν και μετά την εισαγωγή του ευρώ: Ευρωζώνη

Τέλος, στο επόμενο διάγραμμα πραγματοποιείται σύγκριση των χωρών της Ευρωζώνης με τις τρεις χώρες εκτός ζώνης ευρώ. Εδώ παρατηρούμε ότι πριν το 1999 δεν υπάρχει πολύ μεγάλη απόκλιση στο επίπεδο δανεισμού. Αντίθετα, από το 1999 και έπειτα παρατηρείται τάση απόκλισης. Μέχρι και το 2006 οι εταιρείες στη ζώνη ευρώ αύξησαν πολύ περισσότερο το επίπεδο δανεισμού τους σε σχέση με εκείνες που εδρεύουν στις άλλες τρεις χώρες. Η

Σουηδία ξεχωρίζει κατέχοντας το μικρότερο ποσοστό δανεισμού. Επίσης, αξιοσημείωτη είναι η ολοένα μεγαλύτερη αύξηση δανεισμού στο Ηνωμένο Βασίλειο, αν συνδυαστεί με το γεγονός ότι στη συνέχεια εκεί παρατηρήθηκε φούσκα στην αγορά ακινήτων.



Διάγραμμα 13 – Μόχλευση πριν και μετά την εισαγωγή του ευρώ: Ευρωζώνη έναντι Δανίας, Ηνωμένου Βασιλείου, Σουηδίας

## 7 ΣΥΝΟΨΗ

Συνοψίζοντας, η παρούσα μελέτη είχε ως στόχο να διαπιστώσει αν η εισαγωγή του ευρώ ως κοινού νομίσματος επηρέασε τον τρόπο χρηματοδότησης των επιχειρήσεων. Πραγματοποιήθηκε βιβλιογραφική μελέτη σχετικά με τη δομή του χρηματοοικονομικού συστήματος, των τριγμών που κλυδωνίζουν την εύρυθμη λειτουργία του, τις θεωρίες κεφαλαιακής διάρθρωσης και του επιπέδου χρηματοοικονομικής ολοκλήρωσης μετά της εισαγωγή του ευρώ. Στη συνέχεια και σε θεωρητικό επίπεδο μελετήθηκε η επιρροή του ευρώ στο χρηματοοικονομικό σύστημα και στις θεωρίες κεφαλαιακής διάρθρωσης. Το συμπέρασμα ήταν ότι οι συνθήκες που δημιουργήθηκαν εντός Ευρωζώνης αναμένεται να ευνόησαν την αύξηση του εξωτερικού δανεισμού των επιχειρήσεων ως αποτέλεσμα της βελτιωμένης ζήτησης και προσφοράς δανειακών κεφαλαίων. Στη συνέχεια ακολούθησε εμπειρική ανάλυση, όπου μελετήθηκε το επίπεδο δανεισμού στις χώρες της Ευρωζώνης πριν και μετά την εισαγωγή του ενιαίου νομίσματος, η ομοιομορφία του επιπέδου δανεισμού μετά την εισαγωγή του ευρώ και σε σύγκριση με χώρες εκτός Ευρωζώνης. Τα αποτελέσματα έδειξαν και σε εμπειρικό επίπεδο, ότι όντως η υιοθέτηση του ενιαίου νομίσματος οδήγησε σε αύξηση του επιπέδου δανεισμού εντός της νομισματικής ένωσης περισσότερο από ότι εκτός αυτής και σε ομογενοποίηση της χρηματοοικονομικής μόχλευσης των επιχειρήσεων.

Στο ίδιο μήκος κύματος κινείται και σχετική μελέτη της Τράπεζας της Φιλανδίας, ωστόσο η διαφορά της σε σχέση με την παρούσα μελέτη είναι ότι εδώ εξήχθησαν συμπεράσματα πρώτα από τη βιβλιογραφική μελέτη. Μέσα από λογικούς συλλογισμούς σχετικά με τον τρόπο που η εισαγωγή ενιαίου νομίσματος θα επηρέαζε θεσμούς και συστήματα, προέκυψε εκ των προτέρων το συμπέρασμα που στη συνέχεια επαλήθευσαν οι αριθμοί: Η χρηματοδότηση των επιχειρήσεων παρουσίασε διαφοροποιήσεις πριν και μετά την εισαγωγή του ευρώ. Οι επιχειρήσεις που συμμετέχουν στην Νομισματική Ένωση καλωσόρισαν το νέο νόμισμα με σταδιακή αύξηση του επιπέδου εξωτερικού δανεισμού τους.

## 8 ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- Αντζουλάτος Α. Άγγελος (2011), «Κυβερνήσεις, Χρηματαγορές και Μακροοικονομία», Εκδόσεις Διπλογραφία, κεφ. 14-18
- Baele Lieven, Ferrando Annalisa, Hordahl Peter, Krylova Elizaveta, Monnet Cyril (2004), “Measuring Financial Integration in the Euro Area”, European Central Bank, Occasional Paper Series, Nr. 14
- Beim David O., Calomiris Charles W. (2001), “Emerging Financial Markets”, McGraw-Hill/Irwin, Ch. 2, 3, 5, 7
- Brigham Eugene F., Ehrhardt Michael C, PH.D. (2011), “Financial Management; Theory and Practice”, Cengage Learning, Inc, 13th ed., Ch. 15, 26
- Bris Arturo, Koskinen Yrjo, Nilsson Mattias (2011), “The Euro and Corporate Financing”, Bank of Finland Research, Discussion Papers 6
- Cabral Ines, Dierick Frank, Vesala Jukka (2002), “Banking Integration in the Euro Area”, European Central Bank, Occasional Paper Series, Nr. 6
- Damodaran Aswath (2010) “Applied Corporate Finance”, John Wiley and Sons Ltd, 3rd ed., Ch. 7, 8, 9
- Mishkin Frederic S (2006), “The Economics of Money, Banking and Financial Markets”, Pearson Education Limited, Ch. 8



## 9 ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

### ΠΙΝΑΚΑΣ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ

ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ ΧΩΡΩΝ ΕΥΡΩΖΩΝΗΣ				
A/A	AUSTRIA	BELGIUM	GERMANY	THE NETHERLANDS
1	ERSTE GROUP BANK AG	ANHEUSER-BUSCH	SIEMENS AG	UNILEVER N.V.
2	OMV AG	KBC GROUP NV	BASF SE	UNIBAIL-RODAMCO
3	VOEST-ALPINE AG	SOLVAY SA	BAYER AG	KONINKLIJKE KPN NV
4	VIENNA INSURANCE	GROUP BRUXELLES	ALLIANZ SE	KONINKLIJKE DSM N.V.
5	VERBUND AG	UCB SA	BAYER. MOTOREN WERKE	KONINKLIJKE AHOLD NV
6	LENZING AG	UMICORE SA	DEUTSCHE BANK AG	KON. PHILIPS ELECTRO
7	EVN AG	ETABLISSEMENT DELHAI	E.ON AG	ING GROEP N.V.
8	CA IMMOBILIEN AG	ACKERMANS & VAN HAAR	RWE AG	HEINEKEN N.V.
9	WIENERBERGER AG	BEKAERT S.A.	COMMERZBANK AG	AKZO NOBEL N.V.
10	RHI AG	D'IETEREN S.A.	VOLKSWAGEN AG	AEGON N.V.
	IRELAND	SPAIN	HELLAS	ITALY
1	ALLIED IRISH BANKS	BANCO SANTANDER SA	TITAN CEMENT CO	ENI GROUP
2	KERRY GROUP PLC	TELEFONICA S.A.	SELECTED TEXTILE IND	UNICREDIT SPA
3	BANK OF IRELAND	BANCO BILBAO VIZCAYA	NATL BANK OF GREECE	INTESA SANPAOLO SPA
4	ELAN CORP PLC	IBERDROLA SA	METKA SA	ASSICUR GENERALI SPA
5	GLANBIA PLC	REPSOL SA	INTRACOM HOLDINGS	TELECOM ITALIA
6	GRAFTON GROUP PLC	ENDESA S.A.	FOURLIS SA	ATLANTIA SPA
7	ABBEY PLC	BANCO POPULAR ESP.	ELTRAK SA	FIAT SPA
8	FBD HOLDINGS PLC	BANKINTER S.A.	COCA-COLA HBC	BANCA MONTE PASCHI
9	FYFFES PLC	ACERINOX S.A.	ATHENS MEDICAL CNTR	MEDIOBANCA SPA
10	INDEP NEWS AND MEDIA	SACYR VALLEHERMOSO	ALPHA BANK A.E.	EXOR SPA
	FRANCE	FINLAND	PORTUGAL	
1	TOTAL SA	STORA ENSO OYJ	JERONIMO MARTINS SA	
2	STE. GENL. DE FRANCE	STOCKMANN OYJ	EDP - ENERGIAS DE	
3	SAINT GOBAIN	SAMPO OYJ	BANCO ESPIRITO SANTO	
4	LVMH MOET-HENNESSY	POHJOLA BANK	PORTUGAL TELECOM SA	
5	GROUPE DANONE SA	NOKIA CORP	BANCO COMERCIAL PORT	
6	FRANCE TELECOM SA	METSA BOARD OYJ	BANCO BPI, S.A.	
7	ELECTRICIT DE FRANCE	MARTELA OYJ	PORTUCEL SA	
8	CREDIT AGRICOLE SA	KESKO OYJ	SONAE SGPS SA	
9	BNP PARIBAS	FORTUM OYJ	MOTA-ENGIL SGPS SA	
10	AXA	AHLSTROM OYJ	SONAE INDUSTRIA	

ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ ΧΩΡΩΝ ΕΚΤΟΣ ΕΥΡΩΖΩΝΗΣ				
	DENMARK	UNITED KINGDOM	SWEDEN	
1	TOPDANMARK A/S	BP PLC	SVENSKA CELLULOSA AB	
2	TDC AS	EXPERIAN PLC	SKF AB	
3	NOVO NORDISK A/S	LAND SECURITIES	SKANSKA AB	
4	JYSKE BANK A/S	RSA INSURANCE GROUP	SKANDINAVISKA ENSK	
5	GN STORE NORD A/S	UNITED UTILITIES PLC	SANDVIK AB	
6	FLSMIDTH & CO A/S	WHITBREAD PLC	LM ERICSSON TELE	
7	DSV A/S	INTERCONTINENTAL	ELECTROLUX AB	
8	DANSKE BANK A/S	SEVERN TRENT PLC	ATLAS COPCO AB	
9	COLOPLAST A/S	HAMMERSON PLC	SSAB SVENSKT STAL AB	
10	CARLSBERG A/S	CRODA INTERNATIONAL	AB VOLVO	