

**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ**  
**ΤΜΗΜΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΕΠΙΣΤΗΜΗΣ**



**ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ**  
**ΣΤΗΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΙ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΙΑΚΗ**  
**ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ**

**ΕΞΩΣΤΡΕΦΕΙΑ - ΑΝΤΑΓΩΝΙΣΤΙΚΟΤΗΤΑ & ΑΡΙΣΤΗ**  
**ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ**

**Τζαφέρης Γεώργιος**

Διπλωματική Εργασία υποβληθείσα στο Τμήμα Οικονομικών Επιστημών του Πανεπιστημίου Πειραιώς ως μέρος των απαιτήσεων για την απόκτηση Μεταπτυχιακού Διπλώματος Ειδίκευσης στην Οικονομική και Επιχειρησιακή Στρατηγική

**Πειραιάς, Δεκέμβριος 2014**

**UNIVERSITY OF PIRAEUS  
DEPARTMENT OF ECONOMICS**



**MASTER PROGRAM IN  
ECONOMIC AND BUSINESS STRATEGY**

**EXPORTING – COMPETITIVENESS &  
OPTIMAL CAPITAL STRUCTURE**

**By**

**Giorgos Tzaferis**

Master Thesis submitted to the Department of Economics of the University of Piraeus in partial fulfillment of the requirements for the degree of Master Arts in Economic and Business Strategy

**Piraeus, Greece, December 2014**

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

Στην κα. Σ. Σαμπονά

# Εξωστρέφεια-Ανταγωνιστικότητα και Άριστη Κεφαλαιακή Διάρθρωση

**Σημαντικοί Όροι:** Εξωστρέφεια, ανταγωνιστικότητα, άριστη εταιρική κεφαλαιακή διάρθρωση.

## Περίληψη

Στην παρούσα διπλωματική εργασία καταβλήθηκε πολύτιμη προσπάθεια, εντός του περιορισμένου χρόνου εκπόνησης της, να συλλεχθούν και να επεξεργαστούν πληθώρας πληροφορίες από την Ελληνική και διεθνή βιβλιογραφία που εστίαζαν γύρω από τον επιχειρηματικό κόσμο. Κύριος λόγος, του επιλεγθέντος θέματος προς μελέτη και συγγραφή, πέραν του ότι αποτελεί μέρος των απαιτήσεων για την απόκτηση του μεταπτυχιακού διπλώματος ειδίκευσης στην οικονομική και επιχειρησιακή στρατηγική, είναι να ενημερώσει σφαιρικά κάθε επιχειρηματία ότι η εξωστρέφεια σε συνδυασμό με την άριστη κεφαλαιακή εταιρική διάρθρωση αποτελούν αναπόσπαστο κομμάτι ενίσχυσης της ανταγωνιστικότητας τους.

Το καθένα ξεχωριστά, *Εξωστρέφεια-Ανταγωνιστικότητα και Άριστη Κεφαλαιακή Διάρθρωση* αποτελούν πυλώνες βιωσιμότητας και ανάπτυξης των επιχειρήσεων. Συνεπώς, κρίθηκε σημαντικό να αφιερωθεί διαφορετικό κεφάλαιο στην κάθε έννοια χωριστά. Αναλυτικότερα:

Στο πρώτο κεφάλαιο, θα γίνει αναφορά στην έννοια της εξωστρέφειας, στις κατηγορίες και τα κίνητρα για εξωστρεφείς επιχειρηματικές δραστηριότητες, καθώς και στις στρατηγικές διεθνούς ανάπτυξης που μπορούν να αναπτυχθούν από τις επιχειρήσεις προκειμένου να εκμεταλλευτούν τις ευκαιρίες που παρουσιάζονται στις νέες αγορές. Ενώ, δεν θα μπορούσε να παραληφθεί και η αναφορά στα μειονεκτήματα- εμπόδια που προκύπτουν από τις εξωστρεφείς επιχειρηματικές δραστηριότητες.

Ομοίως, στο δεύτερο κεφάλαιο αναπτύσσεται η έννοια της ανταγωνιστικότητας ως ένα ακόμη βασικό πυλώνα ευημερίας και ανάπτυξης των επιχειρήσεων. Θα αναφερθούν, οι εσωτερικοί και εξωτερικοί παράγοντες που προσδιορίζουν της ανταγωνιστικότητα μιας επιχείρησης που μπορούν να είναι ελεγχόμενη και μη, καθώς και ορισμένοι τομείς τους οποίους οι επιχειρήσεις μπορούν να εκμεταλλευτούν προκειμένου να ενισχύσουν τον ανταγωνιστικό τους πλεονέκτημα αλλά και τρόποι καθοδήγησης για αναζήτηση του ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος. Επιπλέον, θα αναφερθούν οι δείκτες μέτρησης της ανταγωνιστικότητας και κάποιες προτάσεις ενίσχυσης της επιχειρηματικής ανταγωνιστικότητας.

Στο τρίτο και τελευταίο θεωρητικό κεφάλαιο, θα γίνει αναφορά στις βασικότερες θεωρίες προσδιορισμού της άριστης εταιρικής κεφαλαιακής διάρθρωσης, καθώς και στις εμπειρικές μελέτες που έχουν γίνει ανά θεωρία προσδιορισμού. Επιπρόσθετα, θα γίνει μια συνοπτική αναφορά και στις υπόλοιπες δευτερεύουσες θεωρίες που εμπλουτίζουν την ομώνυμη έννοια.

Εν κατακλείδι, το κυρίως μέρος της εργασίας ολοκληρώνεται με το τέταρτο κεφάλαιο, που εμπεριέχει προσωπική εμπειρική μελέτη, που διαπραγματεύεται τις προαναφερόμενες θεωρίες. Εκτενέστερα, κατόπιν συγκέντρωσης οικονομικών δεδομένων συγκεκριμένων εισηγμένων επιχειρήσεων στο χρηματιστήριο Αθηνών των κλάδων: τεχνολογίας, τροφίμων και ποτών, κατασκευές και υλικά κατασκευών, για τα έτη 2008 έως και 2013, διενεργήθηκε μελέτη μέσω αριθμοδεικτών κεφαλαιακής διάρθρωσης και εξωστρέφειας για το μέσο όρο και την τυπική απόκλιση του κάθε κλάδου για το έκαστο έτος, ώστε να προσδιοριστεί η κεφαλαιακή διάρθρωση και ο βαθμός εξωστρέφειας τους. Γενικό συμπέρασμα, όσον αφορά την κεφαλαιακή διάρθρωση, ήταν, ότι όλοι οι κλάδοι στηρίζονται κυρίως σε ξένα κεφάλαια παρά ίδια κεφάλαια και εν μέρει τα αποτελέσματα επιβεβαιώνουν διάφορες θεωρητικές και εμπειρικές μελέτες που αναφέρθηκαν στο τρίτο κεφάλαιο. Αντίστοιχα, ο βαθμός εξωστρέφειας παρατηρήθηκε σχετικά χαμηλός (κάτω από 15%), αλλά ωστόσο συγκριτικά ανάμεσα στους κλάδους τεχνολογίας και τροφίμων και ποτών συμπεράναμε ότι ο κλάδος τεχνολογίας ως αναπτυσσόμενος κλάδος είναι πιο εξωστρεφείς από τον κλάδο τροφίμων (σταθερής ανάπτυξης).

# ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

Περίληψη .....	iv
Κατάλογος Πινάκων .....	viii
Κατάλογος Διαγραμμάτων .....	ix
<b>*** ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 ***</b> .....	10
<b>ΕΞΩΣΤΡΕΦΕΙΑ</b> .....	10
<b>1.1</b> Εισαγωγή.....	10
<b>1.2</b> Έννοια της εξωστρέφειας .....	11
<b>1.3</b> Κατηγορίες εξωστρεφών δραστηριοτήτων.....	11
<b>1.4</b> Κίνητρα για εξωστρεφείς επιχειρηματικές δραστηριότητες.....	12
<b>1.5</b> Στρατηγικές εξωστρεφών επιχειρηματικών δραστηριοτήτων .....	14
1.5.1 Εξαγωγές .....	14
1.5.2 Συμφωνίες δικαιόχρησης (franchising).....	20
1.5.3 Συμφωνίες παραχώρησης δικαιωμάτων εκμετάλλευσης (licensing) .....	21
1.5.4 Διοικητικά συμβόλαια (Management Contracts) .....	23
1.5.5 Άμεσες Ξένες Επενδύσεις (Α.Ξ.Ε.).....	24
<b>1.6</b> Μειονεκτήματα εξωστρεφών δραστηριοτήτων .....	25
<b>1.7</b> Ανακεφαλαίωση.....	27
<b>*** ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 ***</b> .....	28
<b>ΑΝΤΑΓΩΝΙΣΤΙΚΟΤΗΤΑ</b> .....	28
<b>2.1</b> Εισαγωγή.....	28
<b>2.2</b> Η έννοια της ανταγωνιστικότητας .....	29
<b>2.3</b> Παράγοντες ανταγωνιστικότητας .....	31
<b>2.4</b> Ανταγωνιστικό πλεονέκτημα.....	35
<b>2.5</b> Δείκτες μέτρησης της Ανταγωνιστικότητας .....	38
<b>2.6</b> Ενίσχυση της ανταγωνιστικότητας.....	41
<b>2.7</b> Ανακεφαλαίωση.....	44

<b>*** ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 ***</b> .....	45
<b>ΑΡΙΣΤΗ ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ</b> .....	45
<b>3.1 Εισαγωγή</b> .....	45
<b>3.2 Η θεωρία του Modigliani-Miller (MM)-Capital Structure Irrelevance</b> .....	45
3.2.1 Υποθέσεις του θεωρήματος.....	46
3.2.2 Προτάσεις των MM (I και II άνευ εταιρικών φόρων εισοδήματος).....	47
3.2.3 Προσέγγιση του θεωρήματος των MM συμπεριλαμβανομένου εταιρικών φόρων εισοδήματος.....	49
3.2.4 Προσέγγιση Miller συμπεριλαμβανομένου εταιρικών όσο και προσωπικών φόρων.....	50
<b>3.3 Η θεωρία της αντιστάθμισης (Trade-off theory)</b> .....	51
3.3.1 Στατική θεωρία (Static Trade-off).....	52
3.3.2 Δυναμική θεωρία (Dynamic Trade-off).....	54
<b>3.4 Ασύμμετρη πληροφόρηση και σηματοδότηση (Asymmetry information and signaling theory)</b> .....	55
<b>3.5 Θεωρία ιεράρχησης κεφαλαίων (Pecking order theory)</b> .....	57
<b>3.6 Η θεωρία της χρεοκοπίας (Bankruptcy costs)</b> .....	59
<b>3.7 Θεωρία του κόστους αντιπροσώπευσης</b> .....	61
<b>3.8 Θεωρία κόστους συναλλαγών (Transaction cost theory)</b> .....	63
<b>3.9 Λοιπές θεωρίες προσδιορισμού της άριστης κεφαλαιακής διάρθρωσης</b> .....	64
<b>*** ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 ***</b> .....	66
<b>ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΜΕΛΕΤΗ</b> .....	66
<b>4.1 Εισαγωγή</b> .....	66
<b>4.2 Οι επιλεχθέντες κλάδοι και οι αντίστοιχες επιχειρήσεις προς μελέτη</b> .....	67
<b>4.3 Αριθμοδείκτες κεφαλαιακής διάρθρωσης και εξωστρέφειας</b> .....	68
4.3.1 Σύνολο υποχρεώσεων / Ίδια κεφάλαια.....	69
4.3.2 Σύνολο υποχρεώσεων / Σύνολο ενεργητικού.....	72
4.3.3 Δείκτης Βραχυπρόθεσμης & Μακροπρόθεσμης Δανειακής Επιβάρυνσης.....	74
4.3.4 Εξαγωγές / Σύνολο ενεργητικού.....	78
<b>4.4 Ανακεφαλαίωση</b> .....	82
<b>*** ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ ***</b> .....	83
<b>*** ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ ***</b> .....	87

## Κατάλογος Πινάκων

4.1 Αριθμοδείκτης: Σύνολο υποχρεώσεων/Ίδια κεφάλαια.....	69
4.2 Αριθμοδείκτης: Σύνολο υποχρεώσεων/ Σύνολο ενεργητικού.....	72
4.3 Αριθμοδείκτης: Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις/Σ. ενεργητικού.....	74
4.4 Αριθμοδείκτης: Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις/Σ. ενεργητικού.....	75
4.5 Αριθμοδείκτης 1: Εξαγωγές/Σ. ενεργητικού.....	78
4.6 Αριθμοδείκτης 2: Εξαγωγές/Σ. ενεργητικού.....	79

Πανεπιστήμιο Πειραιώς



## Κατάλογος Διαγραμμάτων

2.1 Δείκτες μέτρησης της ανταγωνιστικότητας.....	38
2.2 Δείκτης μικροοικονομικής ανταγωνιστικότητας και οι επιμέρους δείκτες του .....	39
2.3 Η πυραμίδα της ανταγωνιστικότητας.....	43
3.1 Η θεωρία της αντιστάθμισης (Trade-off theory).....	51
4.1 Αριθμοδείκτης: Σύνολο υποχρεώσεων/Ίδια κεφάλαια.....	69
4.2 Αριθμοδείκτης: Σύνολο υποχρεώσεων/ Σύνολο ενεργητικού.....	72
4.3 Αριθμοδείκτης: Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις/Σ. ενεργητικού.....	75
4.4 Αριθμοδείκτης: Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις/Σ. ενεργητικού.....	76
4.5 Αριθμοδείκτης 1: Εξαγωγές/Σ. ενεργητικού .....	79
4.6 Αριθμοδείκτης 2: Εξαγωγές/Σ. ενεργητικού .....	79

# **\* \* \* ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 \* \* \***

## **ΕΞΩΣΤΡΕΦΕΙΑ**

### **1.1 Εισαγωγή**

Στο παρόν κεφάλαιο θα εστιάσουμε και θα αναπτύξουμε την έννοια της εξωστρέφειας των επιχειρήσεων ως βασικό παράγοντα ανάπτυξης και ευημερίας τους. Η εξωστρέφεια ως όρος είναι ευρύτερος της έννοιας των εξαγωγών. Οι εξαγωγές αποτελούν ένα πυλώνα και μια επιμέρους διάσταση της εξωστρέφειας με σημαντικό ειδικό βάρος. Ως επί το πλείστον, η χαμηλή δραστηριοποίηση των επιχειρήσεων σε νέες αλλοδαπές χώρες συνάδει με την έλλειψη ανταγωνιστικότητας αλλά και οικονομικής τους ευμάρειας σε περιόδους οικονομικής ύφεσης της χώρας εντός της οποίας δραστηριοποιούνται.

Συνεπώς, προς ενημέρωση των νέων επιχειρηματιών αλλά και των ήδη μικρομεσαίων επιχειρήσεων που εδρεύουν εντός συνόρων της Ελλάδος και θέλουν να επεκταθούν σε νέες αγορές, στο εν λόγω κεφάλαιο θα γίνει αναφορά στην έννοια, τις κατηγορίες της εξωστρέφειας, στα κίνητρα-πλεονεκτήματα και τις στρατηγικές των εξωστρεφών δραστηριοτήτων. Η παρουσίαση των στρατηγικών αυτών περιλαμβάνει και την περιγραφή των ιδιαιτεροτήτων και ιδιομορφιών της κάθε μίας από αυτές έτσι ώστε να καταστούν σαφή τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα της κάθε στρατηγικής επιλογής. Εν συνεχεία θα αναφερθούν οι δυσκολίες και τα μειονεκτήματα που απορρέουν από την εμπλοκή με εξωστρεφείς δραστηριότητες. Τέλος, κατόπιν της ανάλυσης των παραπάνω ενοτήτων ακολουθούν τα συμπεράσματα.

## 1.2 Έννοια της εξωστρέφειας

Ο νεοπαγής όρος εξωστρέφεια προέρχεται από την πολιτική οικονομία της ανάπτυξης ενώ δεν περιλαμβάνεται στα κλασικά μακροοικονομικά μοντέλα και συνήθως νοείται η εμπορική δραστηριότητα η οποία αποσκοπεί στην εξαγωγή αγαθών και υπηρεσιών, την πώληση εκτός συνόρων μιας χώρας.

Η εξωστρέφεια αναφέρεται κατά περίπτωση σε επίπεδο μεμονωμένης επιχείρησης, τομέα, κλάδου και υποκλάδου της οικονομίας καθώς και σε επίπεδο χωρικής οικονομίας : εθνική και υποεθνική, υπερεθνική. Επιπλέον, ο όρος εξωστρέφεια χρησιμοποιείται για να εκφράσει τη διαδικασία οικονομικής ολοκλήρωσης μιας χωρικής ενότητας με τις παγκόσμιες αγορές σε ένα πλαίσιο απελευθέρωσης και ανοίγματος των διεθνών αγορών και ανάπτυξης διεθνών επιχειρηματικών δραστηριοτήτων από τις εγχώριες επιχειρήσεις.

## 1.3 Κατηγορίες εξωστρεφών δραστηριοτήτων

Οι διεθνείς επιχειρηματικές δραστηριότητες, οι οποίες στη διεθνή βιβλιογραφία αποκαλούνται International Business, διακρίνονται στις παρακάτω τέσσερις κατηγορίες<sup>1</sup>:

- Διεθνές εμπόριο αγαθών (International Merchandise Trade): αγορές και πωλήσεις αγαθών μεταξύ διαφορετικών επιχειρηματιών, επιχειρήσεων και οργανισμών δύο χωρών.
- Διεθνές εμπόριο υπηρεσιών (International Service Trade): όπως και στην προαναφερόμενη περίπτωση αλλά με τη διαφορά ότι οι συναλλαγές αφορούν παρεχόμενες υπηρεσίες όπως τραπεζικές, μεταφορές, ναυτιλιακές, κ.ά.
- Διεθνείς επενδύσεις χαρτοφυλακίου (International Portfolio Investment): αφορά τις συναλλαγές φυσικών προσώπων, επιχειρήσεων ή οργανισμών σε όλες τις αγορές χρεογράφων (μετοχές, ομόλογα, κλπ).
- Οι Άμεσες Ξένες Επενδύσεις (Foreign Direct Investment): περιλαμβάνει τη μεταφορά κεφαλαίου από μια χώρα σε μια άλλη με αποκλειστικό σκοπό τη δημιουργία εκεί μιας

---

<sup>1</sup> Χατζηδημητρίου, Γ.Α., Διεθνείς Επιχειρηματικές Δραστηριότητες, Εκδόσεις Ανικούλα, Θεσσαλονίκη, 2003

νέας επιχείρησης ή την εξαγορά του συνόλου ή μέρους του μετοχικού κεφαλαίου μιας τοπικής επιχείρησης.

#### 1.4 Κίνητρα για εξωστρεφείς επιχειρηματικές δραστηριότητες

Η ανάπτυξη διεθνών επιχειρηματικών δραστηριοτήτων από τις εγχώριες επιχειρήσεις στα πλαίσια ενίσχυσης της εξωστρέφειας τους, ενέχει σημαντικά οφέλη, που συνοπτικά παρουσιάζονται παρακάτω:

- Υψηλότερες πωλήσεις-κέρδη/ μακροπρόθεσμη ανάπτυξη της επιχείρησης: κύριος στόχος κάθε επιχείρησης είναι η μεγιστοποίηση των πωλήσεων και των κερδών της σε μακροπρόθεσμο επίπεδο η οποία θα συντελέσει και στην δυναμική ανάπτυξη της.
- Ισχυροποίηση επωνυμίας/ φήμης: οι επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται παγκοσμίως ωφελούνται από την εδραίωση και την ισχυροποίηση του ονόματος τους, αντιμετωπίζοντας λιγότερα εμπόδια εισόδου σε νέες αγορές. Παράλληλα, η ανάπτυξη και εδραίωση της στην αγορά στόχο είναι πιο γρήγορη και με λιγότερο κόστος.
- Οικονομίες κλίμακας: η μεγέθυνση της εταιρίας κάνει δυνατή την εξοικονόμηση κόστους από την χρήση πόρων, όπως οι πρώτες ύλες αλλά και από την ορθολογικότερη εκμετάλλευση των υπηρεσιών. Συνεπώς είναι εφικτή η μείωση του μέσου κόστους ανά μονάδα προϊόντος.
- Πρόσβαση σε μεγάλο όγκο πληροφοριών για νέα προϊόντα/ νέες αγορές και για τις διεθνείς εξελίξεις: οι εδραιωμένες επιχειρήσεις με την ύπαρξη εγκαταστάσεων και στελεχών ανά τον κόσμο, έχουν προβάδισμα στην έγκαιρη και άμεση πληροφόρηση ώστε να διαπιστώσουν νέες ευκαιρίες στην αγορά αλλά και να προστατευτούν από απειλές και κινδύνους.
- Πρόσβαση σε προηγμένη τεχνολογία και τεχνογνωσία: ανταγωνιστικό πλεονέκτημα αποτελεί η πλέον προηγμένη τεχνολογία και τεχνογνωσία των πολυεθνικών επιχειρήσεων τα οποία μπορούν να διοχετευθούν και στις άλλες χώρες που δραστηριοποιείται η επιχείρηση.
- Προσέλκυση ικανών και έμπειρων στελεχών: η διεθνή δραστηριότητα το μέγεθος και η οργανωτική δομή των πολυεθνικών επιχειρήσεων αποτελεί πόλο έλξης ικανών στελεχών με διεθνή εμπειρία.

- Χαμηλότερο κόστος χρηματοδότησης: η δραστηριοποίηση στην παγκόσμια αγορά, η αξιοπιστία αλλά και η φερεγγυότητα των πολυεθνικών εταιρειών την οποία έχουν αποκτήσει με την πολυετή παρουσία τους, τους εξασφαλίζει καλύτερους όρους χρηματοδότησης των επιχειρηματικών δραστηριοτήτων τους.
- Δυνατότητα απόκτησης παραγωγικών συντελεστών, ενδιάμεσων προϊόντων και πρώτων υλών σε χαμηλότερες τιμές: δυνατότητα μείωσης κόστους παραγωγής εξασφαλίζοντας καλύτερες τιμές έχουν οι πολυεθνικές εταιρείες λόγω του μεγάλου όγκου παραγωγής, του εκτεταμένου δικτύου πληροφόρησης για την ανεύρεση των φτηνότερων παραγωγικών συντελεστών καθώς της εμπειρίας στη διακίνηση πόρων.
- Η διαφοροποίηση των επιχειρηματικών κινδύνων: η δραστηριότητα των επιχειρήσεων σε περισσότερες από μια αγορές, αντισταθμίζει το κίνδυνο εξάρτησης από μια μόνο αγορά και τις κάνει λιγότερο ευάλωτες στους επιχειρηματικούς κινδύνους μεμονωμένων χωρών.

Ωστόσο, αν και τα πλεονεκτήματα για τις επιχειρήσεις που ασχολούνται με εξωστρεφείς επιχειρηματικές δραστηριότητες είναι αρκετά, δεν παύει όμως να υφίσταται, ότι η επέκταση σε μια νέα αγορά εκτός συνόρων μιας χώρας προϋποθέτει πάντα κινδύνους, λόγω της ιδιομορφίας και των ιδιαιτεροτήτων της κάθε αγοράς (χώρας). Τα προβλήματα των εξωστρεφών εταιρειών εντοπίζονται κυρίως στο ευρύτερο περιβάλλον - πλαίσιο της χώρας υποδοχής τα οποία είναι: το διαφορετικό κοινωνικό και πολιτιστικό περιβάλλον, οι διαφορετικές επιχειρηματικές πρακτικές, οι νέοι επιχειρηματικοί κίνδυνοι, οι διαφορετικές διαδικασίες και κανονισμοί και το διαφορετικό νομικό πλαίσιο. Αναλυτικότερη αναφορά θα γίνει στην ενότητα 1.6.

## 1.5 Στρατηγικές εξωστρεφών επιχειρηματικών δραστηριοτήτων

Πέρα από τις πολυεθνικές επιχειρήσεις αρκετές είναι πλέον και οι επιχειρήσεις που αξιοποιώντας τα συγκριτικά τους πλεονεκτήματα όπως το μέγεθος, την τεχνογνωσία, την εξειδίκευση, τη λειτουργική αποτελεσματικότητα κ.α., αναπτύσσουν στρατηγικές διεθνούς ανάπτυξης, επεκτείνονται σε νέες αγορές και αναζητούν σε αυτές ευκαιρίες προς εκμετάλλευση. Οι στρατηγικές διεθνούς ανάπτυξης που ακολουθούνται από τις συγκεκριμένες επιχειρήσεις είναι κυρίως οι ακόλουθες<sup>2</sup>:

- Εξαγωγές (άμεσες και έμμεσες),
- Συμφωνίες δικαιόχρησης (franchising),
- Συμφωνίες παραχώρησης δικαιωμάτων εκμετάλλευσης (licensing),
- Διοικητικά συμβόλαια (Management Contracts),
- Άμεσες Ξένες Επενδύσεις (ΑΞΕ),

Η επιλογή της κατάλληλης στρατηγικής θα πρέπει να αντικατοπτρίζει τις δυνατότητες και ικανότητες της επιχείρησης αλλά και να ανταποκρίνεται στις επιδιώξεις και τους στόχους της. Με άλλα λόγια, οι στρατηγικές αυτές διαφέρουν μεταξύ τους, κυρίως, σε θέματα βαθμού επικινδυνότητας, ελέγχου των νέων δραστηριοτήτων και απαιτήσεων σε υλικούς και άυλους πόρους. Εν συνεχεία, ακολουθεί αναλυτικότερη αναφορά στην κάθε επιμέρους στρατηγική εξωστρεφών επιχειρηματικών δραστηριοτήτων.

### 1.5.1 Εξαγωγές

Οι εξαγωγές ως στρατηγική διείσδυσης και προώθησης των προϊόντων μιας επιχείρησης στις διεθνείς αγορές αποτελεί την απλούστερη και συνηθέστερη μέθοδο, που ακολουθείται κατά κόρον από επιχειρήσεις που εισέρχονται για πρώτη φορά στη διεθνή αγορά. Για τον απλούστατο λόγο ότι, η ανάληψη εξαγωγικής δράσης δεν ενέχει υψηλά λειτουργικά κόστη ή

---

<sup>2</sup> ~Bradley, F. (1995) International Marketing Strategy. 2nd edition, Prentice Hall.

~Chrysochooides, G. , Millar, C. and Clegg, J. (1997) Internalization strategies. London, Macmillan Press.

~Jeannet, Jean-Pierre. and Hennessey, H.David. (1995) Global Marketing Strategies. 3rd edition, Houghton Mifflin Company.

μεγάλες απαιτήσεις (όπως παραδείγματος χάριν: κεφάλαιο, γνώση των ιδιαιτεροτήτων της τοπικής αγοράς, κτλ.) και επίσης ελαχιστοποιεί την ανάληψη επιχειρηματικού κινδύνου, καθώς η έξοδος από τη νέα αγορά δεν συνεπάγεται κεφαλαιακές απώλειες.

Ωστόσο, οι περιορισμένες οικονομικές αποδόσεις, τα υψηλά μεταφορικά κόστη σε συνδυασμό με τους απαγορευτικούς δασμούς και ποσοστώσεις, η ελλιπής πληροφόρηση για τα δεδομένα της ξένης αγοράς, το νομικό πλαίσιο και οι γραφειοκρατικοί περιορισμοί της χώρας παραγωγής ή της χώρας που θα εξαχθεί το προϊόν, αποτελούν μόνο λίγα παραδείγματα της αναποτελεσματικότητας των εξαγωγών.

Παρ' όλα αυτά, οι επιχειρήσεις μπορούν να διαχειριστούν την εξαγωγική δραστηριότητα αποτελεσματικά, μεγιστοποιώντας τα οφέλη και αποφεύγοντας τις αρνητικές επιπτώσεις που πιθανόν να προκύψουν, εφόσον είναι στελεχωμένες με εξειδικευμένο προσωπικό που διαθέτουν εμπειρία στο εξαγωγικό τομέα. Εξάλλου, οι στρατηγική επέκτασης των δραστηριοτήτων μιας επιχείρησης στις διεθνείς αγορές για την ενίσχυση της εξωστρέφειας, είναι ένας βιώσιμος τρόπος να στραφούν οι επιχειρήσεις από μια εν δυνάμει μείωση στις εγχώριες πωλήσεις σε μια αυξανόμενη παρουσία στις παγκόσμιες αγορές.

Η άσκηση της εξαγωγικής δραστηριότητας των επιχειρήσεων διακρίνεται σε δύο κατηγορίες:

- στις άμεσες (direct exports) και
- έμμεσες εξαγωγές (indirect exports),

με βάση το πρόσωπο που εμπλέκεται στο στάδιο διαμονής και προώθησης του τελικού προϊόντος. Εξαγωγές ωστόσο διενεργούνται και μέσω Συνεταιριστικών Οργανώσεων, για τις οποίες θα γίνει αναφορά παρακάτω.

**Άμεσες εξαγωγές<sup>3</sup>**, όπως φανερώνει και ο τίτλος περιλαμβάνουν άμεση εξαγωγή των προϊόντων ή των υπηρεσιών. Αυτό μπορεί να γίνει είτε έχοντας ένα φυσικό σημείο πώλησης στις ξένες αγορές, είτε μέσω ηλεκτρονικού εμπορίου (e-shop), είτε πουλώντας απευθείας (παρακάμπτοντας τους μεσάζοντες - χονδρέμπορους) στα τελικά σημεία πώλησης. Αυτός ο τρόπος εξαγωγών μπορεί να εφαρμοστεί πιο εύκολα σε αγορές χωρίς πολλές πολιτικές-οικονομικές και κοινωνικές ιδιαιτερότητες.

---

<sup>3</sup> Χατζηδημητρίου, Γ.Α., Διεθνείς Επιχειρηματικές Δραστηριότητες, Εκδόσεις Ανικούλα, Θεσσαλονίκη, 2003

Η παραγωγός επιχείρηση είναι εκείνη που ελέγχει όλα τα στάδια της εξαγωγικής διαδικασίας μέχρι την τελική συναλλαγή με τον πελάτη στη ξένη χώρα και πραγματοποιεί μόνη της τις εξαγωγικές διεργασίες (όπως είναι: τα στάδια της μεταφοράς, ασφάλισης, προώθησης αλλά και είσπραξης των απαιτήσεων από τους πελάτες του εξωτερικού). Αυτό συνεπάγεται την δημιουργία και οργάνωση τμήματος εξαγωγών, την ανάληψη ερευνών αγοράς, τη διαμόρφωση στρατηγικής μάρκετινγκ των προϊόντων της στις ξένες αγορές, την προσέγγιση πελατών, τη διαπραγμάτευση, τη διεκπεραίωση των γραφειοκρατικών διαδικασιών που συνεπάγονται οι εξαγωγές και στις δύο πλευρές των συνόρων, την εξασφάλιση της χρηματοδότησης των εξαγωγικών δραστηριοτήτων της αλλά και την εκτίμηση του βαθμού φερεγγυότητας των ξένων ενδιαφερόμενων πελατών.

Στα βασικά οφέλη των επιχειρήσεων από την εφαρμογή των άμεσων εξαγωγών, συγκαταλέγονται οι μεγάλες πωλήσεις καθώς και περισσότερα ενδεχόμενα κέρδη (επειδή οι μεσάζοντες εξαλείφονται), ο καλύτερος έλεγχος των δραστηριοτήτων της επιχείρησης, η καλύτερη πληροφόρηση, η άμεση αντίληψη των αναγκών των αγοραστών και η γρήγορη προσαρμογή σε αυτές.

Οι άμεσες εξαγωγές διενεργούνται μέσω:

- *αντιπροσώπων στο εξωτερικό (εμπορικοί πράκτορες)*, που συνήθως είναι οι μοναδικοί εισαγωγείς ενός προϊόντος και έχουν την αποκλειστική διανομή του σε κάποια γεωγραφική περιοχή. Μπορεί όμως να αντιπροσωπεύουν και άλλα μη ανταγωνιστικά προϊόντα ή να αντιπροσωπεύουν διάφορα προϊόντα, ακόμη και ανταγωνιστικά. Το κύριο πλεονέκτημα των αντιπροσώπων του εξωτερικού είναι οι γνώσεις που έχουν για τις τοπικές αγορές και τις επιχειρηματικές επαφές. Για την αμοιβή τους ορίζεται μια ποσοστιαία προμήθεια επί των πωλήσεων σε χονδρέμπορους και λιανέμπορους της ξένης χώρας που πραγματοποιούν.
- *Θυγατρικών εμπορικών εταιρειών (εξαγωγή με ιδιωτικό δίκτυο πωλήσεων)*, μέσω των εταιρειών αυτών η εξαγωγική επιχείρηση διατηρεί αποθήκες και κέντρα εξυπηρέτησης πελατών, επωμίζοντας μ' αυτό τον τρόπο το κόστος λειτουργίας της επιχείρησης, το κόστος εκπαίδευσης του προσωπικού καθώς και τις αμοιβές του δικού της δικτύου πωλήσεων. Δηλαδή η εξαγωγική εταιρεία αναλαμβάνει μεγαλύτερο ρίσκο για την επιτυχή έκβαση του εγχειρήματος, αλλά ωστόσο με την μέθοδο αυτή αποφεύγει τη διαμεσολάβηση των μεσαζόντων και έχει καλύτερη προώθηση των προϊόντων σε κάθε τοπική αγορά.



- *Υποκαταστημάτων στη χώρα εξαγωγής*, τα υποκαταστήματα λειτουργούν υπό τις οδηγίες και κατευθύνσεις της εξαγόμενης επιχείρησης, και ο ρόλος τους έγκειται στη διεκπεραίωση εργασιών όπως η εύρεση πελατών, η λήψη και διαβίβαση παραγγελιών στην κεντρική εταιρεία, καθώς και οποιασδήποτε άλλη υποστηρικτική εργασία.

Συμπερασματικά, οι άμεσες εξαγωγές προσφέρουν στην επιχείρηση μικρότερη αλυσίδα διανομής και αμεσότερη επαφή με τους δυνητικούς πελάτες της. Τέλος, η επιχείρηση αντλεί μεγαλύτερη πληροφόρηση και αποκτά εμπειρία από τις τοπικές αγορές ούτως ώστε μελλοντικά να την εκμεταλλεύεται για την περαιτέρω ανάπτυξη της.

**Έμμεσες εξαγωγές**, είναι η συνηθέστερη μέθοδος εισόδου σε νέες αγορές. Οι εξαγωγικές επιχειρήσεις κάνουν μία εμπορική συμφωνία με κάποιον διαμεσολαβητή για την πώληση των προϊόντων τους στην νέα αγορά. Οι διαμεσολαβητές είναι συνήθως εξαγωγικές εταιρείες, εξαγωγικοί οίκοι, εταιρείες διεθνούς εμπορίου κ.α., οι οποίοι αμείβονται, πρώτον, με ποσοστό επί των πωλήσεων ή κάποια άλλη σταθερή αμοιβή όταν εκτελούν υπηρεσίες πρακτόρευσης και, δεύτερον, με ποσοστό εμπορικού κέρδους όταν αποκτούν ιδιοκτησία επί του προϊόντος.

Βασικό πλεονέκτημα των επιχειρήσεων που εφαρμόζουν τις έμμεσες εξαγωγές είναι ότι απαιτείτε μικρή σχετικά επένδυση κεφαλαίου εκ' μέρους τους, καθώς η συμμετοχή της στη διαδικασία εξαγωγής είναι ελάχιστη (η παραγωγός επιχείρηση αναλαμβάνει μόνο την παραγωγή του προϊόντος ενώ τα υπόλοιπα στάδια της εξαγωγικής διαδικασίας ανατίθενται στους διαμεσολαβητές – μεσάζοντες) συνεπώς μπορεί να επικεντρωθεί στην εγχώρια επιχειρηματική της δράση, και παράλληλα οι ευθύνες για τα προβλήματα που μπορούν να δημιουργηθούν από το εμπόριο των προϊόντων στο εξωτερικό είναι περιορισμένες για την παράγωγο επιχείρηση.

Στα μειονεκτήματα της μεθόδου των έμμεσων εξαγωγών υπάγονται τα χαμηλότερα κέρδη της επιχείρησης και η μη δυνατότητα ελέγχου της ξένης αγοράς. Καθώς ο έλεγχος, η πληροφόρηση, η ισχυροποίηση της θέσης της επιχείρησης στη ξένη αγορά εξαρτώνται από τρίτα πρόσωπα ή επιχειρήσεις σαφώς και τα κέρδη της θα είναι περιορισμένα. Επιπρόσθετα, η επιχείρηση πολύ σπάνια έως καθόλου γνωρίζει ποιοι είναι οι πελάτες της, με αποτέλεσμα να μην υπάρχει άμεση επαφή και να μην γνωρίζει από πρώτο χέρι τις εξελισσόμενες ανάγκες τους. Επιπλέον, ενδέχεται ο διαμεσολαβητής να προσφέρει προϊόντα παρόμοια με της παραγωγού επιχείρησης, συμπεριλαμβανομένων των άμεσα ανταγωνιστικών προϊόντων, στους ίδιους πελάτες αντί να παρέχει αποκλειστική αντιπροσώπευση.

Οι έμμεσες εξαγωγές μπορούν να επιτευχθούν μέσω:

- *Εξαγωγικών αντιπροσώπων (εξαγωγικοί πράκτορες)*, είναι ανεξάρτητες επιχειρήσεις που εδρεύουν στην ίδια χώρα με την παραγωγό επιχείρηση. Αναλαμβάνουν να επικοινωνήσουν με εγχώριες επιχειρήσεις παραγωγούς, τα προϊόντα των οποίων πληρούν τις προδιαγραφές του αλλοδαπού αγοραστή και να ζητήσουν οικονομικές προσφορές. Έχουν την αποκλειστικότητα διάθεσης των προϊόντων της παραγωγού επιχείρησης σε μια ή περισσότερες χώρες του εξωτερικού και ενεργού βάσει των παραγγελιών που έχουν από τους αγοραστές του εξωτερικού.
- *Μεσαζόντων*, λειτουργούν όπως σχεδόν και οι εξαγωγικοί αντιπρόσωποι με τη διαφορά ότι δεν έχουν την αποκλειστικότητα διάθεσης των προϊόντων σε μια χώρα ή ομάδα χωρών. Ειδικεύονται συνήθως σε κάποιες περιορισμένες κατηγορίες προϊόντων και δεν παίρνουν στην κατοχή τους το εν λόγω εμπόρευμα. Οι επιχειρήσεις που, ευκαιριακά εξάγουν, συνεργάζονται μαζί τους, καθώς η αμοιβή τους είναι συνήθως μικρότερου μεγέθους από το κόστος απασχόλησης ενός μόνιμου στελέχους.
- *Εταιρειών διαχείρισης εξαγωγών (εξαγωγικές επιχειρήσεις)*, λειτουργούν σαν να είναι τμήμα εξαγωγών μιας επιχείρησης. Αναλαμβάνουν όλες τις εξαγωγικές δραστηριότητες μιας επιχείρησης έναντι κάποιου ποσοστού επί των πωλήσεων. Σαφώς το ποσοστό αυτό είναι μεγαλύτερο από αυτό που παίρνουν οι διάφοροι μεσάζοντες καθώς πραγματοποιούν όλες τις διαδικασίες της εξαγωγικής δραστηριότητας, από την ανεύρεση του ξένου πελάτη μέχρι τη διαπραγμάτευση και τη διάθεση του προϊόντος. Τα σημαντικά πλεονεκτήματα που παρέχονται σε μια επιχείρηση από τη συνεργασία της με εταιρεία διαχείρισης εξαγωγών είναι: το μικρότερο κόστος συγκριτικά με την διατήρηση τμήματος εξαγωγών εντός επιχείρησης, η άμεση γνώση των αγορών του εξωτερικού και η απήχηση των αγοραστών από τη διεθνή αγορά στις εξαγωγικές επιχειρήσεις (εφόσον αυτές αναλαμβάνουν τη διάθεση των προϊόντων πολλών επιχειρήσεων που δεν είναι ανταγωνιστικά μεταξύ τους). Παράλληλα τα μειονεκτήματα από την συγκεκριμένη συνεργασία για την παράγωγο επιχείρηση είναι: ότι η εξαγωγικές επιχειρήσεις καλύπτουν συνήθως μια γεωγραφικά περιορισμένη περιοχή και επίσης το γεγονός

ότι απασχολούνται με πολλά προϊόντα ταυτόχρονα δεν τους δίνει την δυνατότητα να έχουν καλή γνώση του κάθε προϊόντος ώστε να τις προωθήσουν αναλόγως.

- *Εταιρειών διεθνούς εμπορίου*, οι οποίες διατηρούν παραρτήματα ή/και αντιπροσωπίες σε πολλά σημεία του κόσμου και δραστηριοποιούνται με εξαγωγές και εισαγωγές προϊόντων και πρώτων υλών που αγοράζουν από παραγωγούς σε διάφορες χώρες.

Συμπερασματικά, με τις έμμεσες εξαγωγές απαιτείται πολύ μικρή έως καθόλου δέσμευση ανθρώπινων και υλικών πόρων με αποτέλεσμα ο συνεπαγόμενος κίνδυνος να είναι ελάχιστος. Επίσης δεν χρειάζεται σχετική εξαγωγική εμπειρία, καθώς, αξιοποιούνται οι γνώσεις, ικανότητες και εμπειρίες των διαμεσολαβητών.

**Εξαγωγές μέσω Συνεταιριστικών Οργανώσεων**, δηλαδή η παραγωγός επιχείρηση καθώς και άλλες μικρομεσαίες επιχειρήσεις μαζί, που στόχος τους είναι, να προωθήσουν τα προϊόντα τους στο εξωτερικό, διενεργούν τις εξαγωγές τους μέσω των συνεταιριστικών οργανώσεων. Ο λόγος που συνεργάζονται με συνεταιριστικές οργανώσεις είναι οι ελλείψεις: οικονομικών κλίμακας παραγωγής, μάρκετινγκ, δικτύου διανομής, τεχνογνωσίας και απαραίτητων πόρων, που συντελούν κυρίαρχο ρόλο στην κατάκτηση των ξένων αγορών.

Οι συνεταιριστικές οργανώσεις αναλαμβάνουν όλα τα παραπάνω και επιπλέον βοηθούν την επιχείρηση στην τυποποίηση και επωνυμοποίηση των εξαγόμενων προϊόντων καθώς και τον επιμερισμό του κόστους και των κινδύνων που ενδεχομένως παρουσιαστούν. Συνεπώς, οι οργανώσεις κάνουν έρευνα αγοράς του εξωτερικού και προσφέρουν τη δυνατότητα καθιέρωσης επώνυμων προϊόντων με μειωμένο μεταφορικά κόστη και κόστος μάρκετινγκ.

Ωστόσο, αν και τα πλεονεκτήματα όπως επισημάνθηκαν παραπάνω είναι αρκετά για να προβεί μια επιχείρηση σε εξαγωγές μέσω των συνεταιριστικών οργανώσεων, δεν θα μπορούσε βέβαια να μην υπάρχουν και μειονεκτήματα. Κύριο και βασικό μειονέκτημα είναι η παραχώρηση από τους παραγωγούς μέρους της ανεξαρτησίας τους.

### 1.5.2 Συμφωνίες δικαιόχρησης (franchising)

Η μέθοδος του franchising αποτελεί έναν ακόμη επιπλέον τρόπο με τον οποίο μια παραγωγός επιχείρηση μπορεί να επεκτείνει τις δραστηριότητες της σε μια ξένη αγορά.

Franchising είναι μια σύμβαση εμπορικής συνεργασίας μεταξύ δυο επιχειρήσεων, όπου το ένα μέλος (δικαιοπάροχος-franchisor, στη περίπτωση μας ο εξαγωγέας) παρέχει στο άλλο μέλος (δικαιοδόχο-franchisee) το δικαίωμα χρήσης εμπορικού σήματος και τεχνογνωσίας έναντι ανταλλάγματος, προκειμένου να μπορέσει να πουλήσει ένα προϊόν ή να παρέχει μια υπηρεσία πιο αποτελεσματικά υπό την επωνυμία του δικαιοπάροχου.

Τα πάγια έσοδα της παραγωγού επιχείρησης(δικαιοπάροχος) από τη σύμβαση αυτή είναι τα δικαιώματα εκμετάλλευσης ή/και ένα ποσοστό επί του τζίρου που καταβάλλονται από την άλλη επιχείρηση, του εξωτερικού(δικαιοδόχο).

Αντίστοιχα, οι δαπάνες που επιβαρύνουν τον δικαιοπάροχο από την συμφωνία δικαιόχρησης είναι τα έξοδα:

- έρευνας αγοράς πριν από το άνοιγμα ενός νέου καταστήματος, ώστε να σιγουρευτεί ότι υπάρχει επαρκής ζήτηση για το προϊόν ή την υπηρεσία στην συγκεκριμένη τοπική αγορά,
- εκπαίδευσης στο πώς να δραστηριοποιηθεί και να διαφημιστεί η επιχείρηση,
- προώθησης και διαφήμισης του εμπορικού σήματος
- συνεχούς ελέγχου της επιχειρηματικής διαδικασίας και διασφάλισης της τεχνογνωσίας του, ώστε να προστατεύσει το εμπορικό του σήμα.

Ωστόσο, τα πλεονεκτήματα που απορρέουν από την εν' λόγω σύμβαση είναι σημαντικά για την αειφόρο ανάπτυξη της σε νέες ξένες αγορές. Συνδυάζει τις οικονομίες κλίμακας του δικαιοπάροχου με τις γνώσεις της τοπικής αγοράς και τις επιχειρηματικές ικανότητες των τοπικών δικαιοδόχων. Επιτυγχάνεται ταχύτερη γεωγραφική εξάπλωση μιας επιτυχημένης επιχείρησης χωρίς μεγάλες δαπάνες και κίνδυνο και με τις γνώσεις και τις εμπειρίες που διαθέτουν οι δικαιοδόχοι για την τοπική αγορά γίνονται ευκολότερα αποδεκτοί από τις τοπικές κοινωνίες. Παράλληλα, οι δικαιοδόχοι επιχειρηματίες έχουν προσωπικό ενδιαφέρον για την παραγωγικότητα και την αποδοτικότητα της επιχείρησης συγκριτικά με τους απλούς υπαλλήλους ή στελέχη μιας επιχείρησης και επιτυγχάνουν με τον τρόπο αυτό σημαντικές οικονομίες κλίμακας στις ενέργειες μάρκετινγκ.

Τέλος, πέρα από τα προαναφερθέντα πλεονεκτήματα, οι λόγοι που η συγκεκριμένη μέθοδος είναι ιδιαίτερα διαδεδομένη για την επέκταση στις αγορές του εξωτερικού είναι:

- πρώτον, η *χρηματοοικονομική ευελιξία*, αφού υπάρχει η δυνατότητα να βρεθούν επιχειρηματίες στο εξωτερικό, οι οποίοι έχουν πρόσβαση σε τοπικές πηγές χρηματοδότησης, κάτι που καθιστά ικανή την επέκταση με συνθήκες περιορισμένου χρηματοοικονομικού κινδύνου.
- Και δεύτερον, η *καλύτερη προσαρμογή στις συνθήκες της αγοράς του εξωτερικού*, αφού ο τοπικός συνεργάτης (franchisee) έχει ενδιαφέρον να αναπτύξει με επιτυχία δραστηριότητες, κάτι που σημαίνει μεγάλη προσπάθεια για την τοπική αποδοχή του προϊόντος αλλά και κάθε καινοτομικής δραστηριότητας.

### **1.5.3 Συμφωνίες παραχώρησης δικαιωμάτων εκμετάλλευσης (licensing)**

Το Licensing σε γενικές γραμμές έχει πολλά κοινά με τη μέθοδο του franchising. Είναι μια διαδεδομένη μέθοδος ανάπτυξης μιας επιχείρησης τόσο εντός όσο και εκτός συνόρων μιας χώρας. Στην προκειμένη περίπτωση, θα αναφερθούμε στα χαρακτηριστικά του licensing, τα πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα του, καθώς και κατά πόσο συντελεί στην ενίσχυση της εξωστρέφειας μιας εταιρείας έχοντας ως αποτέλεσμα την θετική οικονομική της ανάπτυξη.

Συγκεκριμένα, το licensing είναι μια συμφωνία μεταξύ του licensor (αδειοπάροχου) και του licensee (αδειούχου), που ορίζει ότι ο αδειοπάροχος παραχωρεί το δικαίωμα παραγωγής κάποιου προϊόντος του στον αδειούχο έναντι αμοιβής. Ως αμοιβή συνήθως ορίζεται ένα ποσοστό επί της τιμής ανά μονάδα προϊόντος. Η δε παραχώρηση μπορεί να αφορά την άδεια εκμετάλλευσης ενός βιομηχανικού δικαιώματος της εξαγωγικής εταιρείας (αδειοπάροχου), την τεχνολογία, τη χρήση του σήματος (ονόματος) της εταιρείας στη συγκεκριμένη αγορά ή/και την απόκτηση ορισμένης ικανότητας μάρκετινγκ του εξαγωγέα (αδειούχου).

Με άλλα λόγια, licensing ορίζεται: η μέθοδος ανάπτυξης και εκμετάλλευσης της φήμης, της πνευματικής ιδιοκτησίας και των προϊόντων μιας επιχείρησης μέσω της παροχής των δικαιωμάτων αυτών σε τρίτους, χωρίς όμως τη μεταφορά της κυριότητας. Με τον τρόπο αυτό ο αδειοπάροχος αυξάνει το δίκτυο διανομής σε τοπικές αγορές ενώ αντίστοιχα ο αδειούχος επωφελείται από την χρησιμοποίηση των προϊόντων/υπηρεσιών της εταιρείας που συνήθως χαίρουν αναγνωρισιμότητας.

Τα βασικά πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα της μεθόδου για την εταιρεία που παρέχει τα δικαιώματα licensing είναι:

**Πλεονεκτήματα:**

- Επίτευξη γρηγορότερης ανάπτυξης της εταιρείας μέσω της συνεργασίας με αδειούχους
- Διασπορά ρίσκου με τους συνεργαζόμενους επιχειρηματίες
- Έλεγχος νέων υπηρεσιών μέσω των συνεργατών
- Πιο ευέλικτη οργανωτική δομή
- Δυνατότητα διαφύλαξης της φήμης της εταιρείας

**Μειονεκτήματα:**

- Κίνδυνος καταστροφής της φήμης της εταιρείας που οφείλεται σε λανθασμένες ενέργειες του αδειούχου
- Αδυναμία διεύρυνσης και αξιοποίησης ανταγωνιστικών πλεονεκτημάτων
- Ευάλωτο δίκτυο σε ανταγωνιστικές πιέσεις
- Περιορισμένα δικαιώματα επιβολής συγκεκριμένων προτύπων στην οργάνωση και λειτουργία της εταιρείας
- Δυσκολίες στην ανάπτυξη και εξέλιξη των αδειούχων- ως επιχειρηματίες (μέσω συνεχούς εκπαίδευσης, εγχειριδίων λειτουργίας κτλ.)
- Χαμηλή πιστότητα αδειούχων, φυγόκεντρες τάσεις
- Χαμηλό επίπεδο υπεραξιών
- Βραχυχρόνια οφέλη

Για την εξαγωγική επιχείρηση οφέλη εμφανίζονται στην αποφυγή νομικών υποχρεώσεων που αναλαμβάνει συνήθως ακολουθώντας τη μέθοδο του Franchising, στην αποφυγή δημοσιοποίησης εταιρικών πληροφοριών και οικονομικών δεδομένων, στην μη δημιουργία και στελέχωση ειδικού τμήματος υποστήριξης (FSD, Franchise Support Department) που όπως έχει αποδειχθεί και στην πράξη, όπου δεν εφαρμόζεται αποτελεί το αδύνατο σημείο της Δικαιόχρησης. Αντίστοιχα, για τον αδειούχο, η εφαρμογή της μεθόδου του Licensing εμφανίζει άλλα πλεονεκτήματα, όπως, τη μείωση του συνολικού απαιτούμενου κόστους επένδυσης, αφού δεν είναι υποχρεωμένος να ακολουθήσει πιστά την μορφή που θα του υποδείξει ο δικαιούχος, μεγαλύτερη ελευθερία στις επιχειρηματικές του αποφάσεις, την απόλυτη ευθύνη για τις πράξεις του κλπ.

Το licensing όπως προαναφέρθηκε έχει πολλά κοινά αλλά και σημαντικές διαφορές με το franchising, όπως η επιλεκτική ή ελάχιστη τήρηση της χαρακτηριστικής μορφής (εταιρική ταυτότητα, χρωματική παλέτα, visual merchandise, εξοπλισμός καταστημάτων κ.ο.κ.), ή καθόλου ή ελάχιστη παρακολούθηση του συνεργάτη σε ό,τι αφορά χρηματοοικονομικά και άλλα στοιχεία, ο συνήθως μικρότερος χρόνος συνεργασίας κ.ο.κ..

Συνοψίζοντας, το licensing μπορεί να επιλεγθεί όταν το κύριο προϊόν ή η υπηρεσία απευθύνεται σε «μικρές» αγορές ή διακρίνεται από χαμηλό βαθμό διαφοροποίησης ή έχει βραχυχρόνια ανταγωνιστικά πλεονεκτήματα, ενώ ο licensor στοχεύει στην άμεση, χαμηλού κόστους, διάχυση του προϊόντος στην αγορά ή στην συμπληρωματικότητα της υπηρεσίας που προσφέρει σε υφιστάμενα δίκτυα ή ανεξάρτητα σημεία. Η συγκεκριμένη μέθοδος για την ενίσχυση της εξωστρέφειας μιας επιχείρησης είναι ιδιαίτερα προσοδοφόρα, καθώς αποτελεί μια γρήγορη και οικονομική μέθοδο διείσδυσης σε αγορές ξένων χωρών χωρίς να απαιτείται η θυσία επενδυτικών κεφαλαίων. Βεβαίως, δεν θα μπορούσε η μέθοδος αυτή να μην εγκυμονεί και κίνδυνο για την εξαγωγική εταιρεία, που έπεται από την παραχώρηση των βασικών ικανοτήτων της επιχείρησης, που μετά τη λήξη του συμβολαίου ο αδειούχος πιθανότατα να εκμεταλλευτεί και να χρησιμοποιήσει εις βάρος της τις γνώσεις που απέκτησε και να μετατραπεί σε βασικό της ανταγωνιστή.

#### **1.5.4 Διοικητικά συμβόλαια (Management Contracts)**

Μια πιο εξειδικευμένη στρατηγική εξωστρεφών επιχειρηματικών δραστηριοτήτων που χρησιμοποιείται σε πολύ συγκεκριμένες περιπτώσεις αποτελούν τα διοικητικά συμβόλαια. Τα συγκεκριμένα συμβόλαια ορίζουν ότι η επιχείρηση(προμηθευτής) αναλαμβάνει την οργάνωση και διοίκηση μιας άλλης επιχείρησης(πελάτη) έναντι αμοιβής.

Για την διεκπεραίωση του συγκεκριμένου έργου η εταιρεία που αναλαμβάνει την οργάνωση παραχωρεί στην επιχείρηση(πελάτη) δικά της υπάρχοντα στελέχη, που ουσιαστικά τα «νοικιάζει» για μια περιορισμένη χρονική περίοδο. Η μπορεί να προσληφθούν νέα στελέχη για το σκοπό αυτό, που φυσικά θεωρούνται ότι ανήκουν στην οργανώτρια εταιρεία. Αντίστοιχα, το ύψος της αμοιβής της οργανώτριας επιχείρησης εξαρτάται συνήθως από τις επιδόσεις της επιχείρησης-πελάτη υπό τη νέα διοίκηση.

Με τα διοικητικά συμβόλαια η επιχείρηση-προμηθευτής στοχεύει στην αύξηση της παραγωγικότητας του ανθρώπινου δυναμικού της, στην αναδιάρθρωση της επιχειρησιακής της δομής και στην επίτευξη συνολικά υψηλότερων αποδόσεων. Το συμβόλαιο διοίκησης της παρέχει έναν σχετικά ανέξοδο τρόπο επίτευξης των παραπάνω στόχων της, χωρίς την καταβολή σημαντικών πόρων προορισμένων, πιθανότατα, για άλλες δραστηριότητες.

Συμπερασματικά, σημαντικό πλεονέκτημα των συμβολαίων αυτών ως προς τη διεθνοποίηση της επιχείρησης είναι ότι τα «ενοικιασθέντα» διοικητικά στελέχη μπορούν να της προσφέρουν και γνώσεις σχετικά με την από αυτήν δραστηριοποιούμενη αγορά, ώστε η επιχείρηση να επεκτείνει το μερίδιό της και να αποκτήσει μία πιο μόνιμη θέση στην τοπική αγορά. Δεν παρουσιάζονται ιδιαίτερα μειονεκτήματα από την υιοθέτηση της συγκεκριμένης στρατηγικής εκτός αν εξαιρέσει κανείς πιθανές δυσμενείς συνέπειες στη φήμη της οργανώτριας εταιρείας, σε περίπτωση αποτυχίας των «ενοικιαζόμενων» στελεχών να ανταποκριθούν στους στόχους τους.

### **1.5.5 Άμεσες Ξένες Επενδύσεις (Α.Ξ.Ε.)**

Οι Α.Ξ.Ε. είναι μια απόφαση στρατηγικής σημασίας των επιχειρήσεων των ανεπτυγμένων κυρίως οικονομιών που επιδιώκουν την επέκταση-είσοδο τους σε νέες αγορές-στόχο (διεθνές επίπεδο), προκειμένου να αυξήσουν τόσο το τζίρο όσο και τα κέρδη τους. Σ' αυτή την περίπτωση, απαιτείται από την επιχείρηση η ανάπτυξη της λειτουργίας της παραγωγής της στην ξένη αγορά. Αυτό μπορεί να επιτευχθεί είτε με εξαγορά ήδη υπάρχουσας επιχείρησης στο ξένο κράτος, είτε με τη δημιουργία εξ ολοκλήρου μιας νέας επιχείρησης(συνήθως θυγατρικής).

Η μέθοδος των Α.Ξ.Ε. που επιλέγουν οι επιχειρήσεις για την επέκταση των δραστηριοτήτων τους σε ξένες αγορές εξαρτάται από ένα σύνολο παραγόντων όπως: το περιθώριο κέρδους, το κόστος εργασίας, τυχόν υπάρχοντα επενδυτικά κίνητρα, το επιχειρηματικό και επενδυτικό περιβάλλον της χώρας υποδοχής, ο επιχειρηματικός κίνδυνος, η γενική στρατηγική της επιχείρησης, η αναμενόμενη απόδοση κεφαλαίου.

Ωστόσο, πρέπει να επισημανθεί ότι η άμεση επένδυση μιας επιχείρησης σε μία νέα αγορά προϋποθέτει μεγάλη δέσμευση πόρων, ιδιαίτερα στα αρχικά στάδια του εγχειρήματος. Επιπλέον, η μεγάλη περίοδος αποπληρωμής της επένδυσης, καθώς και η μεγάλη δέσμευση της



επιχείρησης στην αγορά, από την οποία δεν μπορεί να απεμπλακεί εύκολα συνιστούν μερικά από τα μειονεκτήματα της συγκεκριμένης μεθόδου.

## 1.6 Μειονεκτήματα εξωστρεφών δραστηριοτήτων

Παραπάνω, στην ενότητα 1.4, έγινε συνοπτική αναφορά στα κύρια πλεονεκτήματα που απορρέουν από την ενασχόληση της κάθε εγχώριας επιχείρησης με διεθνείς επιχειρηματικές δραστηριότητες. Ωστόσο, επισημάνθηκε ότι αρκετά είναι και τα προβλήματα που συναντούν οι εκάστοτε επιχειρήσεις στην άσκηση των διεθνών επιχειρηματικών τους δραστηριοτήτων. Τα βασικά μειονεκτήματα, εμπόδια των εξωστρεφών επιχειρηματικών δραστηριοτήτων είναι τα ακόλουθα:

- *Το διαφορετικό κοινωνικό και πολιτιστικό περιβάλλον*, στην προκειμένη περίπτωση η επιχείρηση που δεν έχει επαρκείς γνώσεις του κοινωνικού και πολιτιστικού περιβάλλοντος της χώρας στην οποία θέλει να επεκταθεί, μπορεί να κάνει λάθη και παραλήψεις που δύναται να έχουν σημαντικό οικονομικό κόστος ή στη χειρότερη περίπτωση να αποβούν μοιραία στην έκβαση του εγχειρήματος.
- *Το διαφορετικό νομικό πλαίσιο*, βασική προϋπόθεση αποτελεί η γνώση και συμμόρφωση της επιχείρησης με το νομικό πλαίσιο της εκάστοτε χώρας, καθώς ορίζει την συμπεριφορά της σε όλους τους τομείς και ιδίως στην τήρηση των λογιστικών βιβλίων και στην φορολόγηση της.
- *Οι διαφορετικές επιχειρηματικές πρακτικές*, η εκάστοτε επιχείρηση που επεκτείνεται σε μια άλλη χώρα έχει να αντιμετωπίσει και σαφώς να υιοθετήσει τις διαφορετικές (τοπικές) επιχειρηματικές πρακτικές που εφαρμόζονται σ' αυτήν. Καθώς, οι πρακτικές αυτές διέπουν τις σχέσεις των συναλλασσόμενων στις αγορές και η μη υιοθέτηση τους θέτει σε κίνδυνο την επίτευξη των επιχειρηματικών της στόχων.
- *Οι διαφορετικές διαδικασίες και κανονισμοί*, πέρα από τις προαναφερθέντες γνώσεις που πρέπει να έχει μια επιχείρηση για το κοινωνικό - πολιτιστικό περιβάλλον το νομικό πλαίσιο και τις διαφορετικές επιχειρηματικές πρακτικές θα πρέπει να γνωρίζει και τους κανόνες που διέπουν τις σχέσεις ανάμεσα σε επιχειρήσεις και εργαζόμενους ή συνδικαλιστικές οργανώσεις. Επιπλέον, υπάρχουν κανονισμοί που καθορίζουν τις υποχρεώσεις των επιχειρήσεων απέναντι στους πελάτες, τη σύνθεση, τον τρόπο συσκευασίας και τη διαφήμιση των προϊόντων της.

- *Οι νέοι επιχειρηματικοί κίνδυνοι, είναι οι κίνδυνοι που οφείλονται σε μη αναμενόμενες μεταβολές στο βαθμό σταθερότητας της κοινωνικής και πολιτικής κατάστασης καθώς και στις πολιτικές που ακολουθούν οι εθνικές κυβερνήσεις. Επίσης, υπάρχουν και κίνδυνοι που απορρέουν από τις απροσδόκητες διακυμάνσεις των συναλλαγματικών ισοτιμιών.*

Επιπρόσθετα, εμπόδια της εξαγωγικής δραστηριότητας μιας επιχείρησης αποτελούν: η δυσκολία εύρεσης πελατών στις ξένες χώρες, η έλλειψη στελεχών που να γνωρίζουν τη γλώσσα των χωρών-στόχων αλλά και η έλλειψη τους με τις κατάλληλες γνώσεις εξαγωγών. Επίσης, δυσκολία αποτελεί η συγκέντρωση των απαιτούμενων εγγράφων και πιστοποιητικών που απαιτούν οι αλλοδαπές χώρες.

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

## 1.7 Ανακεφαλαίωση

Στόχος του συγκεκριμένου κεφαλαίου ήταν η θεωρητική προσέγγιση της έννοιας «εξωστρέφεια» των επιχειρήσεων, των πλεονεκτημάτων – μειονεκτημάτων της, καθώς και των μεθόδων εφαρμογής της, έτσι ώστε οι πληροφορίες αυτές να βοηθήσουν όσο το δυνατόν περισσότερους νέους επιχειρηματίες ή μικρομεσαίες επιχειρήσεις να αναδείξουν το εξωτερικό εμπόριο ως στρατηγική προτεραιότητα τους ενισχύοντας την διεθνή ανταγωνιστικότητα τους.

Επιπροσθέτως, έγινε αναφορά στις βασικότερες στρατηγικές εξωστρεφών επιχειρηματικών δραστηριοτήτων.

Συμπερασματικά, η στρατηγική την οποία θα ακολουθήσει μία επιχείρηση προκειμένου να επεκταθεί σε διεθνές επίπεδο εξαρτάται από πολλούς παράγοντες. Ο σημαντικότερος από αυτούς, είναι το επιχειρηματικό και επενδυτικό περιβάλλον της χώρας υποδοχής, δηλαδή τα επενδυτικά κίνητρα που προσφέρει, το νομοθετικό και φορολογικό πλαίσιο που είναι φιλόξενο προς τους ξένους επενδυτές, το μέγεθος της αγοράς, το κόστος εργασίας, η συναλλαγματικές ισοτιμίες, η πολιτική σταθερότητα, καθώς και ο επιχειρηματικός κίνδυνος, το περιθώριο κέρδους και η γενική στρατηγική της επιχείρησης.

Εν κατακλείδι, η επιλογή μίας εκ των παραπάνω στρατηγικών ενίσχυσης και επέκτασης της εξωστρέφειας των επιχειρηματικών δραστηριοτήτων σε διεθνές επίπεδο προσδιορίζεται, εκτός των άλλων, και από την ανάγκη αυξημένης παρακολούθησης της επένδυσης αλλά και από αυξημένη επενδυτική εμπειρία. Το γεγονός αυτό οφείλεται στο ότι καθεμιά από τις προαναφερθέντες στρατηγικές απαιτεί διαφορετικό βαθμό εμπειρίας και ελέγχου.

## **\* \* \* ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 \* \* \***

### **ΑΝΤΑΓΩΝΙΣΤΙΚΟΤΗΤΑ**

#### **2.1 Εισαγωγή**

Η ανταγωνιστικότητα είναι η πλέον πολυχρησιμοποιούμενη λέξη, ίσως μαζί με την εξωστρέφεια - παγκοσμιοποίηση, την σημερινή ημέρα που η οικονομία της Ελλάδος βρίσκεται σε ύφεση. Αποτελεί ικανή και αναγκαία συνθήκη για την επίτευξη υψηλότερου βιοτικού επιπέδου, απασχόλησης. Μάλιστα, σε μακροχρόνια βάση, η ανταγωνιστικότητα αποτελεί τον βασικότερο προσδιοριστικό παράγοντα της αναπτυξιακής επίδοσης των επιχειρήσεων και των εθνών αντίστοιχα.

Στο εν λόγω κεφάλαιο, θα ακολουθήσει θεωρητική προσέγγιση της έννοιας της ανταγωνιστικότητας, ως βασική προϋπόθεση για την επιβίωση, την ανάπτυξη και την ενίσχυση των επιχειρήσεων που ενέχει οφέλη τόσο για τις ίδιες, κέρδος και επενδύσεις, όσο και για τους εργαζόμενους, εργασία και εισόδημα, αλλά και για το κράτος, οικονομικό πλούτο. Εν συνεχεία, θα γίνει αναφορά στους παράγοντες προσδιορισμού της ανταγωνιστικότητας, στο ανταγωνιστικό πλεονέκτημα, τους δείκτες μέτρησης της ανταγωνιστικότητας και τελειώνει με κάποιες προτάσεις που θα μπορούσαν να ενισχύσουν την ανταγωνιστικότητα καθώς και τα συμπεράσματα που απορρέουν απ' όλη τη δομή του κεφαλαίου.

## 2.2 Η έννοια της ανταγωνιστικότητας

Η έννοια της ανταγωνιστικότητας δεν είναι εύκολο να ορισθεί. Με βάση την Έκθεση του ΕΣΑΑ(Εθνικό Συμβούλιο Ανταγωνιστικότητας και Ανάπτυξης) του 2004 η ανταγωνιστικότητα είναι ένας όρος ευρύς και πολυεπίπεδος και διαφοροποιείται κατά περίπτωση. Για παράδειγμα στην περίπτωση της ενίσχυσης της εξαγωγικής προσπάθειας και για μια μικρή ανοικτή οικονομία με μέσο επίπεδο ανάπτυξης όπως η ελληνική, η ανταγωνιστικότητα αντανακλάται στην ικανότητα μιας οικονομίας να εξασφαλίζει, να διατηρεί και να διευρύνει τα μερίδιά της στις διεθνείς αγορές προϊόντων και υπηρεσιών και κυρίως σε αυτές τις αγορές που χαρακτηρίζονται ως αγορές – στόχοι.

Σε επίπεδο επιχείρησης, η ανταγωνιστικότητα μπορεί να οριστεί ως η δυνατότητα (ικανότητα) μιας επιχείρησης να επιβιώσει και να αναπτυχθεί, λαμβάνοντας υπόψη τον ανταγωνισμό άλλων επιχειρήσεων για τα ίδια κέρδη (στον ίδιο κλάδο ή την αγορά). Οι επιχειρήσεις ανταγωνίζονται για αγορές και πόρους (ανταγωνιστικά πλεονεκτήματα) και συνεπώς είναι σχετικά εύκολο να εξετάσει κανείς, συγκριτικά, την ανταγωνιστική τους θέση μετρώντας είτε μερίδια αγορών (δείκτης επίδοσης) είτε το βαθμό δημιουργίας και συσσώρευσης ανταγωνιστικών πλεονεκτημάτων όπως καινοτομικά προϊόντα, διαδικασίες, κλπ. (δείκτες εισροών).

Διάφοροι διεθνείς οργανισμοί ορίζουν την ανταγωνιστικότητα με τους παρακάτω τρόπους: Σύμφωνα με τις αντιλήψεις αυτές η έννοια της ανταγωνιστικότητας έχει την ίδια σημασία στο επίπεδο μιας χώρας καθώς και στο επίπεδο της επιχείρησης. Ο ΟΟΣΑ(Οργανισμός Οικονομικής Συνεργασίας και Ανάπτυξης) ορίζει την ανταγωνιστικότητα ως την «ικανότητα εταιριών, βιομηχανιών, περιοχών, εθνών ή υπερεθνικών περιοχών να δημιουργήσουν σχετικά υψηλού επιπέδου εισοδήματα και επίπεδα εργασίας, παραμένοντας εκτεθειμένοι στο διεθνή ανταγωνισμό». Σύμφωνα με τον οργανισμό η πολιτική για την ανταγωνιστικότητα αναφέρεται σε μια προσπάθεια για την αύξηση της αποδοτικότητας της προσφοράς μιας οικονομίας, σε συνθήκες παγκοσμιοποίησης των αγορών προϊόντων, κεφαλαίου, εργασίας και τεχνογνωσίας. Τα βασικά εργαλεία της πολιτικής για την ανταγωνιστικότητα είναι οι μικροοικονομικές μεταρρυθμίσεις στην πλευρά της προσφοράς, οι οποίες προωθούν όχι μόνον τη δημιουργία δομών αγοράς που ευνοούν την επιχειρηματική δραστηριότητα, αλλά και τη δημιουργία θεσμών που ενισχύουν τις παραγωγικές ικανότητες μιας οικονομίας.

Επιπλέον, το 1985, η Επιτροπή για τη Βιομηχανική Ανταγωνιστικότητα στις ΗΠΑ, στην Έκθεσή της προς τον Πρόεδρο, ορίζει την ανταγωνιστικότητα ως «ο βαθμός στον οποίο ένα έθνος μπορεί υπό συνθήκες ελεύθερου εμπορίου και ανταγωνιστικών αγορών να παράγει αγαθά και υπηρεσίες που να πληρούν τις απαιτήσεις των διεθνών αγορών, ενώ ταυτόχρονα να διατηρεί και να διευρύνει μακροπρόθεσμα τα εισοδήματα των πολιτών του», και συνεχίζει «...η ανταγωνιστικότητα σε εθνικό επίπεδο βασίζεται στην υπέρτερη παραγωγικότητα και πιο συγκεκριμένα στην ικανότητα της οικονομίας να μετατοπίζει την παραγωγή της προς δραστηριότητες υψηλής παραγωγικότητας, που με τη σειρά τους μπορούν να δημιουργήσουν υψηλούς πραγματικούς μισθούς». Ειδικότερα η Έκθεση δίνει έμφαση στο ότι η ανταγωνιστικότητα «δεν είναι ένα απλό μέτρο της ικανότητας μιας χώρας να πουλάει τα προϊόντα της στο εξωτερικό και να διατηρεί τη ισορροπία του εμπορικού της ισοζυγίου, αλλά συνδέεται με την αύξηση του βιοτικού επιπέδου, με τη διεύρυνση των ευκαιριών για απασχόληση και με την ικανότητα της χώρας να τηρεί τις διεθνείς της υποχρεώσεις».

Η Ευρωπαϊκή Ένωση ορίζει την ανταγωνιστικότητα ως τη «σταθερή βελτίωση των πραγματικών εισοδημάτων και του επιπέδου διαβίωσης, με θέσεις εργασίας για όλους εκείνους που επιθυμούν να εργαστούν», ενώ στις ΗΠΑ ως «η ικανότητα αύξησης του πραγματικού εισοδήματος των Αμερικανών πολιτών, παράγοντας υψηλής ποιότητας προϊόντα τα οποία ανταποκρίνονται στη ζήτηση των παγκόσμιων αγορών».

Μια άλλη προσέγγιση διακρίνει τρεις απόψεις σχετικά με την ανταγωνιστικότητα. Με τη στενότερη έννοια η ανταγωνιστικότητα αναφέρεται στην ανταγωνιστικότητα των τιμών, με την ευρύτερη έννοια η ανταγωνιστικότητα σχετίζεται με την εξωτερική επίδοση και τα μερίδια της αγοράς και με την πλέον ευρύτερη έννοια η ανταγωνιστικότητα απεικονίζει τη δυνατότητα για οικονομική ανάπτυξη και συνδέεται με την παραγωγικότητα ως ένα σύνολο διαρθρωτικών παραγόντων, οικονομικών χαρακτηριστικών και θεσμών. Η πλέον ανταγωνιστική οικονομία είναι εκείνη με την υψηλότερη παραγωγικότητα και τις καλύτερες προοπτικές για ανάπτυξη.

## 2.3 Παράγοντες ανταγωνιστικότητας

Όπως επισημάνθηκε παραπάνω, διάφοροι διεθνείς οργανισμοί ορίζουν την έννοια της ανταγωνιστικότητας ίδιας σημασίας στο επίπεδο μιας χώρας καθώς και στο επίπεδο της επιχείρησης. Δεν αναφέρθηκε όμως ότι η επιχειρηματική ανταγωνιστικότητα είναι αυτή που οδηγεί την εθνική ανταγωνιστικότητα και όχι το αντίστροφο.

Μία επιχείρηση θεωρείται ανταγωνιστική αν έχει τη δυνατότητα να παράγει προϊόντα και υπηρεσίες ανώτερης ποιότητας και χαμηλότερου κόστους σε σχέση με τους εγχώριους ή τους διεθνείς ανταγωνιστές της και να διατηρήσει σε βάθος χρόνου το πλεονέκτημα αυτό. Οι επιχειρήσεις ανταγωνίζονται στο να παράγουν ποιοτικότερα προϊόντα και υπηρεσίες, με χαμηλότερο κόστος σε σχέση με τους εγχώριους ή τους διεθνείς ανταγωνιστές. Η ανταγωνιστικότητα μίας επιχείρησης διαφαίνεται τελικά στις επιχειρηματικές διαδικασίες της και τη στρατηγική της, ενώ αν δεν είναι σε θέση να έχει επαρκή κέρδη, θα οδηγηθεί αυτομάτως εκτός της αγοράς.

Η ύπαρξη κερδών αποτελεί την ικανή και αναγκαία συνθήκη επιβίωσης μιας επιχείρησης. Βασικός παράγοντας για την ύπαρξη κερδών είναι η επιχείρηση να παράγει αποτελεσματικά. Με άλλα λόγια αυτό σημαίνει να έχει η επιχείρηση υψηλή παραγωγικότητα σε σχέση με τις υπόλοιπες ομοειδείς επιχειρήσεις. Οι ιδιωτικοποιήσεις, η διατήρηση χαμηλού πληθωρισμού, ο έλεγχος των ελλειμμάτων, η απελευθέρωση των αγορών και η ευελιξία στην αγορά εργασίας αποτελούν την αναγκαία αλλά όχι και ικανή συνθήκη για την ενίσχυση της ανταγωνιστικότητας. Η παραγωγικότητα (το μοναδιαίο κόστος παραγωγής της επιχείρησης) συν το ποσοστό κέρδους, που καθορίζει η επιχείρηση ή το ποσοστό κέρδους που καθορίζουν οι επικρατούσες συνθήκες της αγοράς, προσδιορίζουν την τιμή πώλησης της μονάδας του προϊόντος στην εγχώρια αγορά και συνεπώς την εγχώρια παραγωγικότητα της επιχείρησης. Κατά συνέπεια, για να είναι ανταγωνιστική μια επιχείρηση, θα πρέπει να προσφέρει την καλύτερη σχέση μεταξύ της τιμής που προσφέρει τα αγαθά ή (και) τις υπηρεσίες της, και της ποιότητας των αγαθών ή (και) των υπηρεσιών που προσφέρει από τους ανταγωνιστές της.

Παράλληλα και για τις εξαγωγικές επιχειρήσεις πρέπει να συμβαίνει ακριβώς το ίδιο και επιπροσθέτως, θα πρέπει να ληφθεί υπόψη και η συναλλαγματική ισοτιμία του εγχωρίου νομίσματος με το νομίσματα των χωρών, όπου η δεδομένη επιχείρηση επιθυμεί να πραγματοποιήσει τις εξαγωγές της.

Συμπεραίνουμε λοιπόν ότι η διεθνής ανταγωνιστικότητα της επιχείρησης ουσιαστικά προσδιορίζεται από την παραγωγικότητά της, το ποσοστό κέρδους και τη συναλλαγματική ισοτιμία του εγχωρίου νομίσματος σε σχέση με το νόμισμα της χώρας εισαγωγής του προϊόντος. Συνεπώς, βάση των παραπάνω αναφερθέντων γίνεται κατανοητό ότι ο βασικός και κύριος παράγοντας προσδιορισμού της ανταγωνιστικότητας μιας επιχείρησης είναι η παραγωγικότητά της. Οι άλλοι δύο παράγοντες (το ποσοστό κέρδους, η συναλλαγματική ισοτιμία) μόνο βραχυπροθέσμως και κάτω από συγκεκριμένες προϋποθέσεις μπορούν να συμβάλλουν στην αύξηση της ανταγωνιστικότητας.

Ωστόσο, η ανταγωνιστικότητα δεν ταυτίζεται με την παραγωγικότητα αν και αυτή συμμετέχει ως ένας από τους παράγοντες που την διαμορφώνει. Σύμφωνα με την Ευρωπαϊκή Ο.Κ.Ε. «η ανταγωνιστικότητα προϋποθέτει ιδιαίτερος την παραγωγικότητα, αλλά η ανταγωνιστικότητα και η παραγωγικότητα είναι διαφορετικά θέματα. Η ανταγωνιστικότητα μπορεί να θεωρηθεί ως ο συνδυασμός ανταγωνιστικών τιμών, που επιτυγχάνονται με την αύξηση της παραγωγικότητας, και ανταγωνιστικών χαρακτηριστικών που δεν σχετίζονται με το κόστος».

Πέρα όμως από την παραγωγικότητα, η ανταγωνιστικότητα μιας επιχείρησης εξαρτάται τόσο από εσωτερικούς παράγοντες, όσο και το ευρύτερο εξωτερικό της περιβάλλον. Θα πρέπει ο εκάστοτε υποψήφιος επιχειρηματίας πριν από την έναρξη κάθε επιχειρηματικής δραστηριότητας να γνωρίζει: το μερίδιο αγοράς των ανταγωνιστών του, την οικονομική ευχέρεια των ανταγωνιστικών επιχειρήσεων που υπάρχουν ήδη στον εκάστοτε κλάδο, την άποψη των καταναλωτών των ανταγωνιστικών επιχειρήσεων για το προϊόν το οποίο ο ίδιος σχεδιάζει να παράξει και να προσφέρει, καθώς και τη δυνατότητα εφαρμογής καινοτομιών από τους ανταγωνιστές στον χώρο που επιθυμεί να δραστηριοποιηθεί. Συνεπώς, ο κάθε υποψήφιος επιχειρηματίας έχοντας γνώση των προαναφερθέντων, θα μπορέσει να εισβάλει στην αγορά στόχο αποκτώντας ανταγωνιστικό πλεονέκτημα αλλά και θα έχει δυνατότητα πρόβλεψης των κινήσεων των ανταγωνιστών του μελλοντικά, ούτως ώστε να διατηρήσει την ανταγωνιστική του θέση.

Οι εσωτερικοί παράγοντες που προσδιορίζουν την ανταγωνιστικότητα μιας επιχείρησης, και που μπορούν να είναι πλήρως ελεγχόμενη από την επιχείρηση, ενδεικτικά είναι:

- η συσκευασία-τυποποίηση και πιστοποίηση των προϊόντων,
- η ευελιξία και ικανότητα της επιχείρησης να ανταποκρίνεται και να προσαρμόζεται στις συνεχείς εξελίξεις της αγοράς,



- το κόστος των παραγόμενων και εμπορεύσιμων προϊόντων και υπηρεσιών,
- η ποιότητα των προϊόντων/υπηρεσιών,
- η τήρηση των τεχνικών προδιαγραφών των προϊόντων και
- η συνέπεια στο χρόνο παράδοσης τους.

Αντίστοιχα, οι εξωτερικοί παράγοντες που επηρεάζουν την ανταγωνιστικότητα μιας επιχείρησης και οι οποίοι μπορούν σε μικρό ή καθόλου βαθμό να ελεγχθούν από την επιχείρηση, ενδεικτικά είναι:

- η πολιτική στο εξωτερικό εμπόριο,
- το κόστος ενέργειας,
- τα επιτόκια,
- οι συναλλαγματικές ισοτιμίες,
- η συνολική ζήτηση της οικονομίας,
- η υποδομή,
- οι κυβερνητικοί κανονισμοί,
- η οργάνωση και λειτουργία της δημόσιας διοίκησης.

Εν συνεχεία, παρακάτω θα αναφέρουμε συνοπτικά ένα σύνολο παραγόντων που επηρεάζουν αρνητικά την ανταγωνιστικότητα, συνεπώς θα πρέπει να ληφθούν σοβαρά υπόψη, από τις επιχειρήσεις και να αποφευχθούν το κατά δυνατό ούτως ώστε να μην σταθούν εμπόδιο στην αιεφόρο ανάπτυξη τους. Όπως είναι:

- Η διαρθρωτική κρίση και οι ανάγκες προσαρμογής των επιχειρήσεων στους βασικούς τομείς δραστηριότητας (ανάγκες τεχνολογικής προσαρμογής των επιχειρήσεων, βελτίωσης των προϊόντων τους με βάση τα νέα καταναλωτικά πρότυπα και πρότυπα ποιότητας, υιοθέτησης νέων επιχειρηματικών πρακτικών).
- Αδυναμία του επιχειρηματικού κόσμου και ιδιαίτερα στις μικρές και πολύ μικρές επιχειρήσεις να κατανοήσουν τα πλεονεκτήματα των νέων τεχνολογιών και τεχνολογικών εφαρμογών.
- Περιορισμένη ανάπτυξη συνεργασιών μεταξύ των επιχειρήσεων, των φορέων έρευνας και Τεχνολογίας και των φορέων χάραξης πολιτικής και στρατηγικής αντίστοιχα.
- Έλλειψη ικανού εξειδικευμένου αριθμού στελεχών που θα οδηγήσουν τις επιχειρήσεις στην νέα οικονομία και κυρίως δυσκολία στην δημιουργία ευνοϊκού περιβάλλοντος για την προσέλκυση στελεχών.

- Το διογκούμενο πρόβλημα του πρωτογενούς τομέα και η ανησυχία που δημιουργεί η πιθανή αποτυχία της προσαρμογής του σε μεγάλο αριθμό επιχειρήσεων που άμεσα η έμμεσα εξαρτώνται από αυτόν.
- Αναποτελεσματική κινητοποίηση και ενημέρωση του επιχειρηματικού κόσμου.
- Έλλειψη κατεύθυνσης για ένα κοινό όραμα περιφερειακής ανάπτυξης.

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

## 2.4 Ανταγωνιστικό πλεονέκτημα

Μια επιχείρηση θεωρείται ότι έχει ανταγωνιστικό πλεονέκτημα έναντι των ανταγωνιστών της, όταν η διατήρηση των αποδόσεων ξεπερνά το μέσο όρο του κλάδου της. Το πλεονέκτημα αυτό προκύπτει από τα χαρακτηριστικά ενός προϊόντος, που το καθιστούν ανώτερο των ανταγωνιστικών. Σε ορισμένες περιπτώσεις, το ανταγωνιστικό πλεονέκτημα αποκτάται μέσω τεχνολογικών εξελίξεων, αλλά συχνά είναι δύσκολο να διατηρηθεί, καθώς οι ανταγωνιστές αντιγράφουν σε σύντομο χρόνο νέο ή τεχνολογικά βελτιωμένο. Για να είναι ένα τέτοιο πλεονέκτημα βιώσιμο, θα πρέπει συχνά να προέρχεται από κάποιον άλλο παράγοντα και όχι από την τεχνολογία ή τις τροποποιήσεις των προϊόντων, όπως ο συμβολισμός του προϊόντος – την έννοια του προϊόντος στους καταναλωτές (εικόνες εμπορικού σήματος) και την εμπειρία των καταναλωτών από την απόκτηση και τη χρήση του. Οι ερευνητές μάρκετινγκ αναγνωρίζουν ότι τα προϊόντα διαθέτουν συμβολικά χαρακτηριστικά και ότι η κατανάλωση ορισμένων αγαθών μπορεί να εξαρτάται περισσότερο από την κοινωνική τους σημασία παρά από τη λειτουργική τους χρησιμότητα.

Το ανταγωνιστικό πλεονέκτημα εξετάζει τις οικονομικές πτυχές της δραστηριότητας μίας επιχείρησης με επίκεντρο κυρίως την ικανότητά της να δημιουργεί επιπλέον απόδοση του κεφαλαίου και να συνδέσει τη στρατηγική της με τα θεμελιώδη οικονομικά και την κεφαλαιαγορά, για μεγαλύτερο χρονικό διάστημα. Η δημιουργία ενός αειφόρου ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος μπορεί να είναι ο πιο σημαντικός στόχος της κάθε επιχείρησης και μπορεί να είναι το σημαντικότερο χαρακτηριστικό στο οποίο κάθε επιχείρηση οφείλει να επικεντρώνεται.

Επιπροσθέτως, τα ανταγωνιστικά πλεονεκτήματα δεν έχουν μόνο μία μορφή, και είναι δυνατόν μια επιχείρηση να διαθέτει πολλά ανταγωνιστικά πλεονεκτήματα και σε διάφορους τομείς. Ορισμένοι τομείς με τους οποίους οι επιχειρήσεις μπορούν να ξεχωρίζουν και να εξασφαλίζουν τη μακροπρόθεσμη επιτυχία τους, είναι:

- *το μερίδιο αγοράς*, οι επιχειρήσεις με σημαντικό μερίδιο αγοράς δημιουργούν πρόβλημα στους ανταγωνιστές, και επωφελούνται καθώς τα προϊόντα τους είναι γνωστά και αποδεκτά στην αγορά. Ωστόσο, ακόμη και όταν το μερίδιο αγοράς είναι σημαντικό, εάν ο κλάδος έχει σημαντικές δυνατότητες κέρδους, οι νεοεισερχόμενοι μπορούν να εμφανιστούν με επακόλουθη μείωση του μεριδίου αγοράς.

- *Διαχείριση του εμπορικού σήματος*, το ισχυρό εμπορικό σήμα μπορεί να εξασφαλίσει τη μακροπρόθεσμη επιτυχία της εταιρείας και επιτρέπει επίσης στις επιχειρήσεις να αποκομίσουν κέρδη, διότι τους επιτρέπει να χρεώνουν σε υψηλότερες τιμές. Τα ισχυρά εμπορικά σήματα έχουν την τάση να δημιουργούν ανταγωνιστικά πλεονεκτήματα με μεγαλύτερη διάρκεια ζωής.
- *Επίδραση δικτύου*, η επίδραση του δικτύου συμβαίνει όταν ένα προϊόν δημιουργεί ζήτηση από τους καταναλωτές, που ενισχύουν το προϊόν. Μια επιχείρηση μπορεί να επωφεληθεί από την επίδραση του δικτύου με την προσέλκυση περισσότερων πωλητών. Αυτό με τη σειρά του προσελκύει περισσότερους αγοραστές, και δημιουργείται σημαντικό μερίδιο αγοράς. Η επίδραση του δικτύου δεν είναι πολύ συνηθισμένη, αλλά μπορεί να είναι εξαιρετικά επικερδής.
- *Εμπορικά σήματα και διπλώματα ευρεσιτεχνίας*, μπορούν να αποτελέσουν πηγές ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος για κάποιες επιχειρήσεις.
- *Αποτελεσματικότητα του κόστους*, εάν μια επιχείρηση έχει παραγωγή χαμηλού κόστους έχει ορισμένα πλεονεκτήματα, μολονότι είναι συχνά βραχύβια. Μπορεί να «αποδυναμώσει» τους ανταγωνιστές της προσφέροντας αναγκαστικές τιμές στα προϊόντα της, γεγονός που προσελκύει πολλούς πελάτες.
- *Υψηλό κόστος αλλαγής*. ένας άλλος τρόπος για να επιτύχει μία επιχείρηση καλές αποδόσεις και να παρατείνει τη διάρκεια ζωής της, είναι η εφαρμογή κόστους αλλαγής στο επιχειρηματικό μοντέλο. Για παράδειγμα, οι ασύρματες τηλεφωνικές εταιρείες χρειάζονται πελάτες που συνάπτουν συμβάσεις οι οποίες περιορίζουν την ικανότητά τους να αλλάζουν πάροχο υπηρεσιών.

Η στρατηγική της εκάστοτε επιχείρησης πρέπει να στηριχθεί σε διακριτό ανταγωνιστικό πλεονέκτημα για να έχει μέλλον. Χρειάζεται να αναζητηθούν στοιχεία διαφορετικότητας και μοναδικότητας για τα οποία ο σύγχρονος καταναλωτής είναι διαθέσιμος να πληρώσει κάτι παραπάνω έναντι των κοινών προϊόντων του εμπορίου. Η αναζήτηση ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος μπορεί να καθοδηγηθεί από τρεις βασικούς πυλώνες, την σχεδίαση, την ποιότητα και το περιβάλλον. Αναλυτικότερα:

- *η Σχεδίαση* έχει απεριόριστες δυνατότητες για δημιουργία καινοτομικών λύσεων. Περιλαμβάνει τόσο την αισθητική πτυχή, την άυλη διάσταση του ωραίου, όσο και την τεχνολογική, δηλαδή τη λειτουργικότητα των λύσεων, του τρόπου εξυπηρέτησης.

- *Η Ποιότητα* είναι σημαντική, ιδιαίτερα για χώρες σχετικά ακριβές. Η ποιότητα όμως σήμερα σε μεγάλο βαθμό έχει γίνει στοιχείο προαπαιτούμενο και λιγότερο στοιχείο διαφοροποίησης. Για να σταθεί κανείς στην αγορά, σε χώρα σχετικά ακριβή, πρέπει να έχει ποιότητα. Η στρατηγική διαφοροποίησης με στόχευση σε τμήματα πολύ υψηλής ποιότητας απαιτεί επενδύσεις και σημαντική E&A, πράγμα που δεν φαίνεται εφικτό για την ελληνική επιχείρηση. Όμως για την Ελληνική επιχείρηση είναι αναγκαίο η διαφοροποίηση να εμπεριέχει τη διάσταση της ποιότητας.
- *Το Περιβάλλον*, η αειφορία, η οικολογική διάσταση προσφέρει νέες ευκαιρίες διαφοροποίησης. Οι επιχειρήσεις δεν πρέπει να το βλέπουν ως περιορισμό, ως συμμόρφωση σε ρυθμίσεις και νομοθεσία. Μπορεί να αποτελέσει ευκαιρία για δημιουργία νέων προσφορών στον προβληματισμένο σύγχρονο καταναλωτή. Με τη χρήση φυσικών υλών, με νέες συνθέσεις, με αξιοποίηση παραδοσιακών συνταγών πιο φιλικών σε συνδυασμό με σύγχρονη τεχνολογία μπορεί να εξαχθούν νέες λύσεις

Η αναζήτηση ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος μπορεί να οδηγήσει σε καινοτομίες. Η παραγωγή καινοτομίας δεν είναι απαραίτητο να προσανατολίζεται σε βασική τεχνολογική έρευνα, σε μεγάλες τεχνολογικές καινοτομίες, ή σε ριζικές ανατροπές. Οι μικρές καινοτομίες συνήθως περνούν απαρατήρητες, εντούτοις διαμορφώνουν πορεία. Οι πηγές ιδεών είναι πολλαπλές και αφορούν το σύστημα στο σύνολό του: τα στελέχη, οι εργαζόμενοι και οι σχέσεις στην αγορά, οι πελάτες, οι ανταγωνιστές, ο κοινωνικός ιστός, η παράδοση. Δεν είναι απαραίτητα τα εργαστήρια και τα τμήματα έρευνας και ανάπτυξης.

## 2.5 Δείκτες μέτρησης της Ανταγωνιστικότητας

Τα αποτελέσματα τόσο των οικονομολόγων όσο και των στατιστικών αναλυτών από την προσπάθεια μέτρησης της ανταγωνιστικότητας ενδέχεται τις περισσότερες φορές των περιπτώσεων να διαφέρουν. Αυτό καθιστά δύσκολο την προσπάθεια τους αυτή, καθώς, ανάλογα με το αν η ανταγωνιστικότητα μετριέται σε όρους σχετικών τιμών ή σχετικού κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος, αν χρησιμοποιείται ονομαστικό ή πραγματικό κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος, με ποιες χώρες συγκρίνει κανείς την εξεταζόμενη χώρα και, τέλος, με τον σχετικό συντελεστή στάθμισης της κάθε χώρας στον δείκτη, ανάλογα είναι και το εκάστοτε αποτέλεσμα.

Οι μεθοδολογίες μέτρησης της ανταγωνιστικότητας περιλαμβάνουν στοιχεία τόσο μακροοικονομικής πολιτικής όσο και στοιχεία που αποτυπώνουν την ποιότητα του επιχειρηματικού περιβάλλοντος και τις ικανότητες των επιχειρήσεων.

Η ετήσια έκθεση ανταγωνιστικότητας κατατάσσει σήμερα τις χώρες ως προς την ανταγωνιστικότητά τους με χρήση δύο ξεχωριστών δεικτών, τον Δείκτη Ανάπτυξης Ανταγωνιστικότητας και τον Δείκτη Μικροοικονομικής Ανταγωνιστικότητας.



(πηγή: World Economic Forum)

**Διάγραμμα 2.1**

### **Δείκτες μέτρησης της ανταγωνιστικότητας**

Στην παρούσα εργασία θα αναλύσουμε ειδικότερα τον δείκτη μικροοικονομικής ανταγωνιστικότητας, καθώς είναι αυτός που επικεντρώνεται στις ικανότητες των επιχειρήσεων και την ποιότητα του επιχειρηματικού περιβάλλοντος, που μας αφορά.

Ο Δείκτης Μικροοικονομικής Ανταγωνιστικότητας (Microeconomic Competitiveness Index, MICI) αξιολογεί το επιχειρηματικό περιβάλλον, τις δομές των αγορών και τις επιχειρήσεις και αντικατοπτρίζει το τρέχον επίπεδο της ευημερίας. Αποτελείται από δύο υπο-δείκτες, τον δείκτη επιχειρηματικών διαδικασιών και στρατηγικής και τον δείκτη ποιότητας του επιχειρηματικού περιβάλλοντος.



(πηγή: World Economic Forum)

### **Διάγραμμα 2.2**

#### ***Δείκτης μικροοικονομικής ανταγωνιστικότητας και οι επιμέρους δείκτες του***

Ο αναφερόμενος δείκτης παρέχει ένα θεμελιώδες πλαίσιο και μια πλούσια σε δεδομένα προσέγγιση για τη μέτρηση και ανάλυση της βασικής ανταγωνιστικότητας μεγάλου αριθμού χωρών σε ένα συγκριτικό πλαίσιο. Εξετάζει τις θεμελιώδεις μικροοικονομικές αρχές της ευημερίας ενός κράτους, όπως αντικατοπτρίζονται από το επίπεδο του κατά κεφαλή ΑΕΠ. Η εστίαση εντοπίζεται στον βαθμό στον οποίο η τρέχουσα ευημερία είναι αιεφόρος και στις συγκεκριμένες παραμέτρους που πρέπει να μεταβληθούν προκειμένου να επιτευχθούν υψηλότερα επίπεδα κατά κεφαλή ΑΕΠ στο μέλλον.

Όπως προειπώθηκε, για να εξαχθεί ο συνολικός Μικροοικονομικός Δείκτης Ανταγωνιστικότητας, υπολογίζονται δύο υπο-δείκτες που μετρούν την ποιότητα του εθνικού επιχειρηματικού περιβάλλοντος και τον βαθμό πολυπλοκότητας των επιχειρηματικών λειτουργιών και στρατηγικής. Επειδή πολλές από τις διαστάσεις της εταιρικής κουλτούρας και της ποιότητας του επιχειρηματικού περιβάλλοντος τείνουν να κινούνται παράλληλα και ο συνολικός αριθμός των χωρών είναι σχετικά μικρός από στατιστικής άποψης, είναι δύσκολο να διακριθεί στατιστικά η επίδραση των επιμέρους μεταβλητών. Εν τέλει, ο Μικροοικονομικός

Δείκτης Ανταγωνιστικότητας (MICI) υπολογίζεται ως ο σταθμικός μέσος των δύο υπο-δεικτών, με τους σχετικούς σταθμικούς συντελεστές (βάρη) να καθορίζονται από τους συντελεστές μιας πολλαπλής παλινδρόμησης των δύο επιμέρους υπο-δεικτών στο κατά κεφαλή ακαθάριστο εγχώριο προϊόν.

Επιπλέον, το κατά κεφαλή ΑΕΠ αποτελεί την πιο ακριβή παράμετρο ποσοτικής μέτρησης της εθνικής παραγωγικότητας και συνδέεται στενά σε βάθος χρόνου με το βιοτικό επίπεδο μιας χώρας. Είναι η καλύτερη μεμονωμένη, συνοπτική μέτρηση της ανταγωνιστικότητας και είναι μια μεταβλητή διαθέσιμη για όλα τα κράτη. Παρά το γεγονός ότι αντικατοπτρίζει τα δομικά θεμελιώδη στοιχεία μεσο-μακροπρόθεσμα, επηρεάζεται επίσης από μια μεγάλη σειρά βραχυπρόθεσμων και ιδιόρρυθμων παραγόντων όπως οι φυσικές καταστροφές, οι μακροοικονομικοί κραδασμοί και απρόσμενες εξελίξεις σε συγκεκριμένους εξαγωγικούς κλάδους.



## 2.6 Ενίσχυση της ανταγωνιστικότητας

Στη διαδικασία προσαρμογής των επιχειρήσεων και ανάδειξης νέας επιχειρηματικότητας καθοριστικό ρόλο παίζει το κράτος. Μπορεί να βοηθήσει με άμεσους και έμμεσους τρόπους. Άμεσα, με πρακτικά μέτρα, βελτιώνοντας το θεσμικό περιβάλλον των επιχειρήσεων και εστιάζοντας τη στήριξη έτσι ώστε να προκύψει ένα ανταγωνιστικό οικοσύστημα επιχειρήσεων. Όχι απαραίτητα με επιδοτήσεις και προνόμια, μιας και οι πόροι μπορεί να είναι λιγοστοί. Έμμεσα επίσης, με ενέργειες που άπτονται στη διαμόρφωση θετικών στάσεων στο επιχειρείν και τη διεθνή διάκριση. Οι ιδιωτικοποιήσεις, η διατήρηση χαμηλού πληθωρισμού, ο έλεγχος των ελλειμμάτων, η απελευθέρωση των αγορών και η ευελιξία στην αγορά εργασίας αποτελούν την αναγκαία αλλά όχι και ικανή συνθήκη για την ενίσχυση της ανταγωνιστικότητας.

Παρακάτω, παρουσιάζουμε συνοπτικά κάποιες προτάσεις που αδιαμφισβήτητα θα αποτελούσαν αρωγοί ενίσχυσης της επιχειρηματικής ανταγωνιστικότητας. Όπως:

- I. Δημιουργία περισσότερων επιχειρηματιών.
  - Άνοιγμα της επιχειρηματικότητας σε όλα τα μέλη της κοινωνίας. Ιδιαίτερη βαρύτητα θα πρέπει να δοθεί στις γυναίκες και σε ευπαθείς ομάδες του πληθυσμού. Θα πρέπει να συνεχιστεί η προσπάθεια δημιουργίας υπηρεσιών στήριξης νέων επιχειρήσεων.
  - Άρση των εμποδίων στην έναρξη επιχειρηματικής δραστηριότητας (διοικητικοί φραγμοί, χρηματοδότηση, κόστος έναρξης επιχείρησης, επιμερισμός κινδύνου).
  - Κίνδυνος και ανταμοιβή. Οι πολίτες είναι διστακτικοί στο ρίσκο ενώ πολλές φορές τα αποτελέσματα δεν είναι τα αναμενόμενα. Θα πρέπει να ενθαρρυνθεί η ανάληψη ρίσκου και όπου χρειάζεται να υπάρχει κοινωνική ανοχή στην αποτυχία (αποφυγή κοινωνικού στιγματισμού) ή επιφόρτιση της πολιτείας (εγγυοδοτικοί μηχανισμοί, ΤΕΜΠΕ κλπ).
  - Ανάπτυξη ικανοτήτων και δεξιοτήτων. Η εκπαίδευση και η κατάρτιση θα πρέπει να συμβάλλει στην ενθάρρυνση της επιχειρηματικότητας, μέσω της ανάπτυξης της κατάλληλης νοοτροπίας και της ευαισθητοποίησης όσον αφορά τις επαγγελματικές ευκαιρίες που προσφέρει η ιδιότητα του επιχειρηματία και των δεξιοτήτων.
- II. Υποστήριξη της ανάπτυξης των υφισταμένων επιχειρήσεων.
  - Φορολογία. Η λήψη κατάλληλων μέτρων μπορεί να συμβάλλει στην επιβίωση, προώθηση, και ανάπτυξη των επιχειρήσεων.
  - Κανονιστικό περιβάλλον. Η γραφειοκρατία εξακολουθεί να αποτελεί πρόβλημα στη διοίκηση της επιχείρησης.

- Πρόσβαση στη χρηματοδότηση. Η πρόσβαση στη χρηματοδότηση είναι απαραίτητη για την ανάπτυξη, αλλά πολλές ΜΜΕ αντιμετωπίζουν δυσκολίες επειδή η αγορά επιχειρηματικών κεφαλαίων δεν είναι αρκετά ανεπτυγμένη και οι τράπεζες τείνουν να αποφεύγουν τη δανειοδότηση υψηλού κινδύνου.
- Ενδοεταιρική επιχειρηματικότητα και επενδύσεις επιχειρηματικών κεφαλαίων εταιρικών συμμετοχών. Οι επενδύσεις επιχειρηματικών κεφαλαίων εταιρικών συμμετοχών αποτελούν αποτελεσματικό μέσο ανάπτυξης των επιχειρηματικών δυνατοτήτων οι οποίες διαφορετικά θα έμεναν ανεκμετάλλευτες (έρευνα και ανάπτυξη, δίκτυα κλπ).
- Στήριξη των επιχειρήσεων για την αξιοποίηση των γνώσεων και των νέων ευκαιριών. Χρειάζεται οι επιχειρηματίες να έχουν εξωστρεφή προσανατολισμό, να αξιοποιήσουν καλύτερα την εσωτερική αγορά, και να αντιμετωπίζουν καλύτερα την πρόκληση της παγκοσμιοποίησης.

### III. Προς μια κοινωνία που ευνοεί την επιχειρηματικότητα.

- Ο ρόλος της επιχειρηματικής κουλτούρας είναι καθοριστικός. Επιθυμητός είναι και ο επαναπροσανατολισμός του ενδιαφέροντος και της στάσης της κοινωνίας απέναντι στην επιχειρηματικότητα. Η δημιουργία μιας κοινωνίας που να ευνοεί την επιχειρηματικότητα προϋποθέτει τη συνδρομή όλων. Πρέπει να βελτιωθεί η στάση απέναντι στην επιχειρηματική πρωτοβουλία και στην αποτυχία.

Επιπλέον, η λογική στην οποία στηρίζεται η ανάλυση των συνιστωσών της εθνικής ανταγωνιστικότητας απεικονίζεται στο Διάγραμμα 2.3. Όπου παρουσιάζεται ο μηχανισμός ενίσχυσης της εθνικής ανταγωνιστικότητας εντοπίζοντας τόσο τον ρόλο των επιχειρήσεων όσο και τον ρόλο των υποδομών.

Οι πέντε κατηγορίες εισροών που εμφανίζονται στη βάση της πυραμίδας αποτελούν τους κύριους παράγοντες που μπορούν να θέσουν σε κίνηση τους μηχανισμούς της οικονομίας, μέσω των οποίων επιδιώκεται, τελικά, η βελτίωση της κοινωνικής ευημερίας και η διατήρηση σε υψηλά επίπεδα διαχρονικά. Αυτές οι ομάδες αρχικών εισροών επηρεάζουν σε καθοριστικό βαθμό την επιχειρηματική ανταγωνιστικότητα .



*Διάγραμμα 2.3*

*Η πυραμίδα της ανταγωνιστικότητας*

Συνοπτικά να αναφέρουμε ότι, το πλαίσιο ανάλυσης προβλέπει ότι οι εισροές (η βάση της πυραμίδας) επηρεάζουν τις ενδιάμεσες εκροές (επιχειρηματική ανταγωνιστικότητα) οι οποίες, με τη σειρά τους, καθορίζουν το βαθμό της εθνικής ανταγωνιστικότητας. Η εθνική ανταγωνιστικότητα επηρεάζει καθοριστικά τις τελικές εκροές, δηλαδή, την οικονομική μεγέθυνση, την απασχόληση, την ποιότητα ζωής, και, σε τελική ανάλυση, την ευημερία των πολιτών της χώρας.

## 2.7 Ανακεφαλαίωση

Κατόπιν της θεωρητικής προσέγγισης της ευρύτερης έννοιας της ανταγωνιστικότητας και εστιάζοντας κυρίως στην επιχειρηματική ανταγωνιστικότητα, συμπεραίνουμε ότι η ανταγωνιστικότητα αντανακλάται στην ικανότητα της επιχείρησης να εξασφαλίζει, να διατηρεί και να αυξάνει τα μερίδια της τόσο στις εγχώριες όσο και στις διεθνείς αγορές εμπορευμάτων.

Στο σύγχρονο επιχειρηματικό περιβάλλον της γνώσης και της τεχνολογίας, ο ανταγωνισμός δεν στηρίζεται στο χαμηλό κόστος και τις τιμές, αλλά στη δημιουργία νέων ιδεών, τη διάχυση της τεχνολογικής και επιστημονικής γνώσης, το εξειδικευμένο επιστημονικό προσωπικό και την εφαρμογή της καινοτομίας. Επομένως, ενώ η ανάπτυξη και η ανταγωνιστικότητα παραμένουν κατευθυντήριοι στόχοι της επιχείρησης εκείνο που έχει αλλάξει είναι οι παράγοντες που οδηγούν σε αυτούς.

Επιπλέον, το ανταγωνιστικό περιβάλλον απαιτεί κυρίως αύξηση της παραγωγικότητας και προσαρμογή της παραγωγής αγαθών και υπηρεσιών, για να παράγονται εμπορεύσιμα αγαθά και υπηρεσίες που να ανταποκρίνονται στην εγχώρια και την εξωτερική ζήτηση. Απαιτούνται όμως διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις και ενίσχυση του ανταγωνισμού στις αγορές προϊόντων και εργασίας. Οι κατάλληλες μικροοικονομικές μεταρρυθμίσεις που τονώνουν την παραγωγικότητα και την ανάπτυξη παραγωγικότητας μπορούν να διευκολύνουν πολύ το έργο των κυβερνήσεων όσον αφορά τη ρύθμιση των δημοσιονομικών τους υποχρεώσεων και τη χάραξη της ορθότερης μακροοικονομικής πολιτικής.

## **\* \* \* ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 \* \* \***

### **ΑΡΙΣΤΗ ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ**

#### **3.1 Εισαγωγή**

Τον ιδανικό συνδυασμό των βραχυπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων πηγών χρηματοδότησης της επιχείρησης ο οποίος να μεγιστοποιεί την αγοραία αξία της μετοχής της επιχείρησης και παράλληλα η ελαχιστοποίηση του συνολικού κόστους κεφαλαίου της επιχείρησης διαπραγματεύεται η θεωρία της άριστης κεφαλαιακής διάρθρωσης.

Στο παρόν κεφάλαιο, θα γίνει αναφορά στις κυριότερες θεωρίες της κεφαλαιακής διάρθρωσης και πιο συγκεκριμένα στον προσδιορισμό εάν μπορεί να επιτευχθεί της άριστης εταιρικής κεφαλαιακής διάρθρωσης. Οι εν λόγω θεωρίες που θα παρουσιαστούν είναι: η θεωρία του Modigliani- Miller, η Trade-off theory (θεωρία αντιστάθμισης), η θεωρία ασύμμετρης πληροφόρησης και σήμανσης, η Pecking order theory (θεωρία ιεράρχησης κεφαλαίων), η θεωρία της χρεοκοπίας, η θεωρία του κόστους αντιπροσώπευσης, η θεωρία του κόστους συναλλαγών καθώς και άλλες θεωρίες λιγότερες γνωστές αλλά όχι ασήμαντες.

#### **3.2 Η θεωρία του Modigliani-Miller (MM)-Capital Structure Irrelevance**

Σημείο αφετηρίας και αναφοράς του θέματος κεφαλαιακής διάρθρωσης των επιχειρήσεων αποτέλεσε η θεωρία του Franco Modigliani και Merton Miller(1958). Η πρώτη εργασία τους υπέθετε ότι δεν υπάρχει φορολογία, ενώ οι εργασίες που ακολούθησαν έλαβαν υπόψη τη

φορολογία. Έτσι, μελέτησαν το θέμα της κεφαλαιακής διάρθρωσης μέσα σε τρία διαφορετικά φορολογικά καθεστώτα:

1. Ανυπαρξία φόρων (Πρόταση I και II, 1958)
2. Ύπαρξη εταιρικών φόρων εισοδήματος (1963)
3. Ύπαρξη τόσο εταιρικών όσο και προσωπικών φόρων (1976).

### 3.2.1 Υποθέσεις του θεωρήματος

Το έτος 1985 οι Modigliani – Miller διατύπωσαν το θεώρημα ότι το συνολικό κόστος κεφαλαίου και η τιμή της μετοχής μιας επιχείρησης, δεν επηρεάζονται από τη σύνθεση των μακροπρόθεσμων πηγών χρηματοδότησης της. Συνεπώς οι επιχειρήσεις δεν επωφελούνται σε τίποτα εάν χρησιμοποιήσουν δανεικά κεφάλαια. Αυτή την άποψη οι MM την βασίζουν σε ορισμένες ιδιαίτερα περιοριστικές υποθέσεις, οι σημαντικότερες εκ των οποίων είναι οι ακόλουθες:

- Δεν υπάρχουν φόροι εισοδήματος ιδιωτών ή επιχειρήσεων.
- Όλες οι ταμιακές ροές των επιχειρήσεων είναι διηνεκείς. Αυτό σημαίνει ότι όλες οι επιχειρήσεις αναμένουν μηδενικό ρυθμό μεγέθυνσης. Άρα όλες οι επιχειρήσεις αναμένουν ότι τα κέρδη τους πριν από τόκους και φόρους θα είναι σταθερά, όλα τα κέρδη θα διανέμονται στους μετόχους, και οι ομολογίες τους θα είναι διηνεκείς.
- Οι μετοχές και οι ομολογίες διαπραγματεύονται σε τέλειες κεφαλαιαγορές (perfect capital markets). Η υπόθεση αυτή συνεπάγεται ότι α) υπάρχει κοινό επιτόκιο για τα δάνεια των επιχειρήσεων και επενδυτών, β) δεν υπάρχουν κόστη συναλλαγών ή άλλα εμπόδια στην ελεύθερη ροή πληροφοριών, και γ) δεν υπάρχουν κόστη αντιπροσώπευσης (agency costs) και κόστη που συνδέονται με χρηματοοικονομικές δυσχέρειες (financial distress).
- Όλοι οι επενδυτές έχουν ίδιες εκτιμήσεις σχετικά με τα μελλοντικά κέρδη προ τόκων και φόρων της κάθε επιχείρησης. Οι επενδυτικές προσδοκίες είναι ομογενείς (homogeneous expectations) όσον αφορά τα μελλοντικά κέρδη των επιχειρήσεων και τον κίνδυνο των κερδών αυτών.

- Τα δάνεια των επιχειρήσεων έχουν μηδενικό κίνδυνο, κατά συνέπεια τα επιτόκια δανεισμού είναι ίσα με την απαλλαγμένη κινδύνου απόδοση. Αυτή η υπόθεση ισχύει ανεξάρτητα από το ύψος των δανείων που χρησιμοποιεί μια επιχείρηση ή ένας ιδιώτης.
- Οι επιχειρήσεις με τον ίδιο βαθμό κινδύνου ανήκουν σε μία κατηγορία ομογενούς κινδύνου (homogeneous risk class).

### 3.2.2 Προτάσεις των MM (I και II άνευ εταιρικών φόρων εισοδήματος)

Κατόπιν των παραπάνω υποθέσεων, οι MM διατύπωσαν τις ακόλουθες δύο προτάσεις:

**Πρόταση I:** η αξία κάθε επιχείρησης είναι ανεξάρτητη από την κεφαλαιακή της διάρθρωση. Ειδικότερα, η αξία οποιασδήποτε επιχείρησης υπολογίζεται κεφαλαιοποιώντας τα αναμενόμενα καθαρά λειτουργικά κέρδη της με ένα σταθερό συντελεστή ο οποίος αντιπροσωπεύει τον κίνδυνο της επιχείρησης.

Δηλαδή:

$$\boxed{VU = VL = EBIT/WACC = EBIT/k_{su}} \quad (3.1)$$

όπου:

VU (value of an unlevered company) = η αξία μιας επιχείρησης χωρίς δάνεια

VL (value of a levered company) = η αξία μιας επιχείρησης με δάνεια

EBIT (earnings before interest and taxes) = ΚΠΤΦ (καθαρά κέρδη προ τόκων και φόρων)

WACC (weighted average cost of capital) = ΜΣΚΚ (μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου)

$k_{su}$  = το κόστος κεφαλαίου μιας επιχείρησης χωρίς δάνεια

Αφού το VU ισούται με το VL, σημαίνει ότι η τρέχουσα αξία μιας επιχείρησης είναι ανεξάρτητη από το ύψος των δανειακών κεφαλαίων που χρησιμοποιεί και επομένως δεν επηρεάζεται από την κεφαλαιακή της διάρθρωση.

**Πρόταση II:** εφόσον ισχύει η παραπάνω πρόταση, οι MM συμπληρώνουν με την ακόλουθη πρόταση, ότι το κόστος του κοινού μετοχικού κεφαλαίου μιας επιχείρησης με μόχλευση είναι ίσο με το κόστος του κοινού μετοχικού κεφαλαίου χωρίς μόχλευση που ανήκει στην ίδια κατηγορία κινδύνου συν ένα πριμ κινδύνου.

Δηλαδή:

$$k_{sL} = k_{sU} + RP \quad (3.2)$$

ή

$$k_{sL} = k_{sU} + (k_{sU} - k_d)(D/S) \quad (3.3)$$

όπου:

$k_{sL}$  = το κόστος κεφαλαίου με μόχλευση

$k_{sU}$  = το κόστος κεφαλαίου μιας επιχείρησης χωρίς δάνεια

RP (risk premium) = πριμ κινδύνου

$k_d$  = κόστος δανείων

D = τρέχουσα αξία δανείων σε κυκλοφορία

S = τρέχουσα αξία κοινών μετοχών σε κυκλοφορία

D/S = το μέγεθος της χρηματοοικονομικής μόχλευσης που χρησιμοποιεί η επιχείρηση.

Καθώς ο βαθμός δανειακής επιβάρυνσης μίας επιχείρησης αυξάνει, το κόστος του κοινού μετοχικού κεφαλαίου της επίσης αυξάνει και μάλιστα με μαθηματική ακρίβεια.

Σύμφωνα με την προσέγγιση των MM που απορρέει και από τις δύο προτάσεις συνεπάγεται ότι η προσθήκη περισσότερων δανείων στη διάρθρωση κεφαλαίων δεν θα αυξήσει την αξία της επιχείρησης, επειδή η αύξηση της χρησιμοποίησης δανειακών κεφαλαίων οδηγεί στην αύξηση των κερδών και των μερισμάτων ανά μετοχή (μέσω της χρηματοοικονομικής μόχλευσης). Η αύξηση όμως αυτή αντισταθμίζεται πλήρως από την αύξηση του κόστους του κοινού μετοχικού κεφαλαίου. Η αύξηση του τελευταίου οφείλεται στην αύξηση του χρηματοοικονομικού κινδύνου, ο οποίος προέρχεται από την αύξηση των δανειακών κεφαλαίων.

Συνεπώς, οι MM υποστηρίζουν ότι τόσο η αξία όσο και το κόστος κεφαλαίου μιας επιχείρησης δεν επηρεάζονται από την κεφαλαιακή της διάρθρωση εφόσον δεν υπάρχουν φόροι.



### 3.2.3 Προσέγγιση του θεωρήματος των MM συμπεριλαμβανομένου εταιρικών φόρων εισοδήματος

Με δεδομένο ότι οι τόκοι της δανειακής επιβάρυνσης εκπίπτουν από τα φορολογητέα κέρδη, οι MM το 1963 συμπέραναν ότι η χρηματοδότηση με δανεισμό αυξάνει την αξία μιας επιχείρησης μια και περισσότερα κέρδη, λόγω χαμηλότερων φόρων, καταλήγουν στους μετόχους. Η αυξημένη αξία στην περίπτωση αυτή οφείλεται αποκλειστικά στους χαμηλότερους φόρους.

Με άλλα λόγια, οι νόμοι σχετικά με τη φορολογία των επιχειρήσεων ευνοούν τη χρηματοδότηση με δανεισμό έναντι της χρηματοδότησης με ίδια κεφάλαια, επειδή επιτρέπει στις επιχειρήσεις να εκπίπτουν τους τόκους σαν έξοδο, ενώ για τα μερίσματα που πληρώνονται στους μετόχους δεν ισχύει το ίδιο.

Η λογική κατάληξη των συμπερασμάτων αυτών των MM είναι ότι η αξία της επιχείρησης μεγιστοποιείται όταν η χρηματοδότηση της γίνεται αποκλειστικά και μόνο με δανεισμό.

Συγκεκριμένα, οι Modigliani – Miller στο συγκεκριμένο τους θεώρημα διατύπωσαν ότι, η αξία μιας επιχείρησης με μόχλευση ισούται με την αξία μιας επιχείρησης που δεν κάνει χρήση δανείων συν όμως τα κέρδη που προκύπτουν από τη χρήση των δανείων, τα οποία όπως αναφέρθηκε παραπάνω είναι η αξία των φορολογικών εξοικονομήσεων από τους τόκους των δανείων. Δηλαδή:

$$VL = VU + PV(\text{of tax shield}) \quad (3.4)$$

όπου:

VL (value of a levered company) = η αξία μιας επιχείρησης με δάνεια

VU (value of an unlevered company) = η αξία μιας επιχείρησης χωρίς δάνεια

PV (present value of the tax shield) = παρούσα αξία φορολογικών εξοικονομήσεων

Απέδειξαν ότι η παρούσα αξία των φορολογικών εξοικονομήσεων είναι ίση με το εκάστοτε φορολογικό συντελεστή των επιχειρήσεων (T) πολλαπλασιαζόμενο επί το ποσό του χρέους (D) της επιχείρησης.

$$VL = VU + TD \quad (3.5)$$

Σύμφωνα με την σχέση (3.5) νοείτε ότι εάν υποθέσουμε ότι ο φορολογικός συντελεστής είναι 20% τότε για κάθε ευρώ χρέους προστίθενται είκοσι λεπτά αξίας στην επιχείρηση και αυτό

οδηγεί στο συμπέρασμα ότι η άριστη κεφαλαιακή διάρθρωση επιτυγχάνεται με χρήση 100% δανειακών κεφαλαίων.

### 3.2.4 Προσέγγιση Miller συμπεριλαμβανομένου εταιρικών όσο και προσωπικών φόρων

Το 1976 ο Merton Miller κάνοντας μια προέκταση της πρότασης των MM του 1963 συμπεριέλαβε μαζί με την φορολογία των επιχειρήσεων και τον φόρο εισοδήματος προσώπων. Με την προσθήκη των προσωπικών φόρων και με τη διατήρηση των αρχικών υποθέσεων των MM, η αξία της επιχείρησης που δεν χρησιμοποιεί δανειακά κεφάλαια είναι μικρότερη απ' ότι στην προσέγγιση της πρότασης του 1963 και αυτό διότι τα προεξοφλούμενα αναμενόμενα καθαρά έσοδα της επιχείρησης από τους μετόχους είναι λιγότερα εξαιτίας της πληρωμής φόρου εισοδήματος από τους επενδυτές της.

Δηλαδή:

$$VU = S = \frac{EBIT \times (1 - tc) \times (1 - ts)}{ks} \quad (3.6)$$

όπου:

$tc$  = συντελεστής φορολογίας των επιχειρήσεων

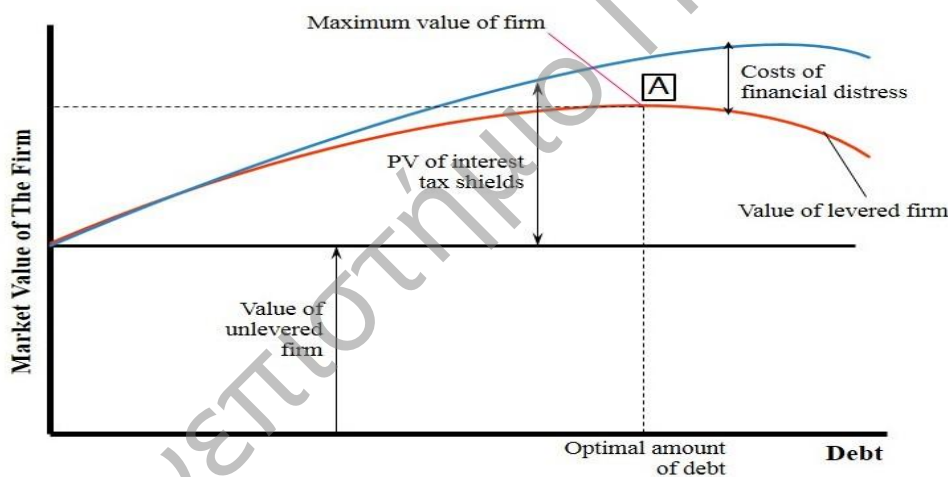
$ts$  = προσωπικός συντελεστής φορολογίας εισοδήματος από κοινές μετοχές

Συμπερασματικά, η νέα προσέγγιση του M. Miller τονίζει ότι σε αντίθεση με την εταιρική φορολογία που ευνοεί την χρηματοδότηση με δανεισμό, η προσωπική φορολογία ευνοεί την χρηματοδότηση με ίδια κεφάλαια. Έτσι, αν στη περίπτωση της εταιρικής φορολόγησης εισοδήματος, ληφθεί υπόψη και προσωπική φορολογία, τότε η χρησιμοποίηση χρηματοδότησης με δανεισμό διατηρεί πλεονεκτήματα, αλλά είναι λιγότερα από την προηγούμενη περίπτωση, όπου υπάρχει μόνο φορολογία επιχειρήσεων και επομένως οι επιχειρήσεις συνεχίζουν να χρησιμοποιούν 100% δανεισμό.

### 3.3 Η θεωρία της αντιστάθμισης (Trade-off theory)

Το 1973 οι Kraus και Litzenger (KL) προβάλλουν την ιδέα ότι μια επιχείρηση επιλέγει τον τρόπο χρηματοδότησης της, λαμβάνοντας υπ' όψιν της, τόσο τα φορολογικά κέρδη όσο και τα κόστη χρεοκοπίας της (Θεωρία Αντιστάθμισης (Trade-off Theory)).

Σύμφωνα με την αναφερόμενη θεωρία το οριακό όφελος από τη χρήση περισσότερων ξένων κεφαλαίων (δάνεια) μειώνεται όσο αυξάνεται το χρέος, ενώ το οριακό κόστος αυξάνεται, με αποτέλεσμα αν μια επιχείρηση θέλει να πετύχει αρίστη κεφαλαιακή κατανομή τότε θα πρέπει να επικεντρωθεί στην αντιστάθμιση αυτή. Δηλαδή, το βέλτιστο επίπεδο δανεισμού για μια επιχείρηση είναι στο σημείο εκείνο (το σημείο A στο διάγραμμα 3.7) όπου η παρούσα αξία των φορολογικών εξοικονομήσεων από την χρήση επιπλέον δανεισμού εξισορροπείται από την παρούσα αξία του κόστους χρηματοοικονομικών δυσκολιών.



Διάγραμμα 3.1 Η θεωρία της αντιστάθμισης (Trade-off theory)

Όπου:

Market value of the firm= αγοραία αξία της επιχείρησης

Debt= χρέος

Value of unlevered firm= αξία επιχείρησης χωρίς μόχλευση

PV of interest tax shields= παρούσα αξία φορολογικών ελαφρύνσεων

Maximum value of firm= μέγιστη αξία της επιχείρησης

Optimal amount of debt= άριστος δανειακός δείκτης και

Costs of financial distress= κόστος χρηματοοικονομικών δυσκολιών.

Κόστος χρηματοοικονομικών δυσκολιών υπάρχει στις περιπτώσεις πτώχευσης μιας επιχείρησης, που συνεπάγεται μείωση της αγοραίας αξίας των περιουσιακών στοιχείων, των λειτουργιών και των επενδυτικών της ευκαιριών. Υπάρχει διαχωρισμός σε άμεσο και έμμεσο κόστος χρηματοοικονομικής δυσκολίας. Τα άμεσα κόστη περιλαμβάνουν συνήθως διοικητικά έξοδα και δαπάνες δικαστηρίων, αμοιβές δικηγόρων, συμβούλων και λογιστών κτλ. . Ενώ στα έμμεσα κόστη περιλαμβάνονται η απώλεια άυλων περιουσιακών στοιχείων, όπως είναι το εμπορικό σήμα και η φήμη, επίσης η απώλεια προμηθευτών και πελατών, καθώς και η εμφάνιση περιορισμών σε κεφάλαια επενδύσεων.

Σύμφωνα με τον Myers (1984)<sup>4</sup>, μια επιχείρηση που ακολουθεί τη θεωρία της αντιστάθμισης θέτει έναν δείκτη στόχο, ως προς την αξία του χρέους και σταδιακά κινείται προς αυτόν, ο οποίος προκύπτει από την εξισορρόπηση της φορολογικής κάλυψης του χρέους ενάντια στο κόστος πτώχευσης. Καθώς ο στόχος δεν είναι εμφανώς παρατηρήσιμος και το σύστημα φορολόγησης είναι πιο περίπλοκος απ' ότι υπέθεσε ο Myers, η θεωρία της αντιστάθμισης από τον Myers, διασπάται σε 2 μέρη:

- τη στατική θεωρία (Static Trade-off), αφορά μια συγκεκριμένη περίοδο (βραχυχρόνια) και
- τη δυναμική θεωρία (Dynamic Trade-off), η προσαρμογή στο στόχο αφορά περισσότερες της μια περιόδου(μακροχρόνια).

Παρακάτω ακολουθεί μια μικρή αναφορά για τις κάθε επιμέρους θεωρίες της αντιστάθμισης.

### **3.3.1 Στατική θεωρία (Static Trade-off)**

Μια επιχείρηση θεωρείται ότι ακολουθεί την στατική θεωρία αντιστάθμισης, όταν η εταιρική μόχλευση καθορίζεται από μιας ενιαίας περιόδου αντιστάθμιση μεταξύ του φορολογικού πλεονεκτήματος του χρέους και του απόβαρου του κόστους χρεοκοπίας.

Οι Bradley, Jarrell και Kim (1984), προσφέρουν εμπειρική και θεωρητική βιβλιογραφία σχετικά με τη βέλτιστη κεφαλαιακή δομή και επισημαίνουν ότι τα αποτελέσματά τους

---

<sup>4</sup> Πηγή: Murray Frank and Goyal Vidhan (2005). Tradeoff and Pecking Order Theories of Debt, Handbook of Corporate Finance, Elsevier/North Holland, Chapter 7

υποστηρίζουν τη θεωρία αντιστάθμισης. Για την ανάπτυξη και απόδειξη της άριστης κεφαλαιακής διάρθρωσης έκαναν τις ακόλουθες υποθέσεις:

- ο συντελεστής φορολόγησης των επιχειρήσεων καθώς και των μερισμάτων είναι σταθερός
- οι επενδυτές δεν λαμβάνουν υπ' όψιν τον κινδύνο
- δεν υπάρχουν φορολογικές ελαφρύνσεις μη προερχόμενες από δανεισμό
- τυχόν πιστωτικό υπόλοιπο φόρου από ζημία προηγούμενων χρόνων της επιχείρησης δεν μεταφέρεται στην επόμενη χρονιά
- η επιχείρηση θα επιβαρυνθεί κόστη χρηματοοικονομικών δυσκολιών εάν τέλος οικονομικής χρήσης δεν πραγματοποιήσει τις πληρωμές στους ομολογιούχους της.

Κατόπιν των παραπάνω υποθέσεων οι Bradley et al. απέδειξαν ότι:

1. ενδεχόμενη αύξηση στα κόστη χρηματοοικονομικών δυσκολιών συνεπάγεται μείωση του βέλτιστου επιπέδου χρέους,
2. ενδεχόμενη αύξηση φορολογικών ελαφρύνσεων μη προερχόμενων από δανεισμό συνεπάγεται μείωση του βέλτιστου επιπέδου χρέους,
3. ενδεχόμενη αύξηση του φορολογικού συντελεστή των φυσικών προσώπων από έσοδα μετοχών συνεπάγεται αύξηση του βέλτιστου επιπέδου χρέους,
4. κατά την άριστη κεφαλαιακή διάρθρωση, μια ενδεχόμενη αύξηση του οριακού φορολογικού συντελεστή των ομολογιούχων θα επιφέρει μείωση του βέλτιστου επιπέδου χρέους,
5. η επίδραση του κινδύνου είναι ασαφής.

Εκτός από τη στατιστική θεωρία αντιστάθμισης η οποία αναφέρεται στη βραχυπρόθεσμη περίοδο, υπάρχει και η παρακάτω ακολουθούμενη, δυναμική θεωρία, η οποία αναφέρεται στη μακροπρόθεσμη περίοδο. Σε ένα δυναμικό μοντέλο αντιστάθμισης θα πρέπει να λαμβάνονται υπ' όψιν οι προσδοκίες σχετικά με τις μελλοντικές κεφαλαιακές ανάγκες καθώς κάποιες επιχειρήσεις μπορεί να περιμένουν εκροές κεφαλαίων, ενώ κάποιες άλλες εισροές κεφαλαίων.

### 3.3.2 Δυναμική θεωρία (Dynamic Trade-off)

Η εκάστοτε επιχείρηση ακολουθεί τη δυναμική θεωρία, όταν τα μοντέλα της αναγνωρίζουν τη σημαντικότητα του χρόνου και απαιτείται ο προσδιορισμός κάποιων πτυχών που αγνοούνται σε μοντέλα ενιαίας περιόδου. Οι επιχειρήσεις προκειμένου να πετύχουν τους στόχους τους χρειάζονται περισσότερο από μια χρονική περίοδο.

Σε ένα δυναμικό μοντέλο, η σωστή απόφαση χρηματοδότησης συνήθως εξαρτάται από το περιθώριο χρηματοδότησης που η επιχείρηση αναμένει κατά την επόμενη περίοδο. Οι Graham και Harvey (2001), ανακαλύπτουν ότι το 81% των επιχειρήσεων χρησιμοποιούν έναν δείκτη στόχο χρέους- ιδίων κεφαλαίων, όταν παίρνουν τις αποφάσεις τους σχετικά με το χρέος. Σύμφωνα με το δυναμική θεωρία, ιδιαίτερη σημασία έχουν τα αδιανέμητα κέρδη και το κόστος συναλλαγών που αγνοήθηκαν στο βασικό μοντέλο. Παραδείγματος χάριν, δυνητικές κερδοφόρες επιχειρήσεις μπορεί, μια χρονική περίοδο, να επιλέξουν την μη διανομή μερίσματος με στόχο την μείωση του κόστους άντλησης μελλοντικών κεφαλαίων. Η συγκεκριμένη τακτική οδηγεί σε χαμηλότερη μόχλευση σύμφωνα με τη στατική θεωρία. Με άλλα λόγια, μια επιχείρηση με υψηλά κέρδη την πρώτη χρονιά θα προτιμήσει να χρησιμοποιήσει τα αδιανέμητα κέρδη για τη χρηματοδότηση επενδύσεων της δεύτερης χρονιάς. Ενώ αντιθέτως επιχείρηση με χαμηλά κέρδη της οποίας τα κεφάλαια δεν επαρκούν για χρηματοδότηση μελλοντικών της έργων θα απευθυνθεί στον τραπεζικό δανεισμό.

Συμπερασματικά, επιχειρήσεις με χαμηλά κέρδη έχουν περισσότερα ξένα κεφάλαια απ' ότι επιχειρήσεις με υψηλά κέρδη, παρατηρείτε δηλαδή αρνητική συσχέτιση μεταξύ χρέους και κερδοφορίας. Αν και στο παραπάνω συμπέρασμα κατόπιν μελετών κατέληξαν αρκετοί μελετητές- ερευνητές όπως οι Myers S.(1984), Rajan & Zingales(1995), Fama & French(2002) και Korajczyk & Levy(2003) οι προβλέψεις της θεωρίας αντιστάθμισης δεν συνάδουν με το παραπάνω συμπέρασμα. Η θεωρία αντιστάθμισης δεν μπορεί να ερμηνεύσει τη σχέση μεταξύ κερδοφορίας και χαμηλής αναλογίας δανειακών κεφαλαίων καθώς σύμφωνα με τον Myers(2001) αποκλείει την περίπτωση επιχειρήσεις που πληρώνουν φόρους να έχουν χαμηλό δείκτη χρέους.

### **3.4 Ασύμμετρη πληροφόρηση και σηματοδότηση (Asymmetry information and signaling theory)**

Μία άλλη σημαντική θεωρία που έχει αξιολογικές επιδράσεις στη διαμόρφωση της άριστης κεφαλαιακής διάρθρωσης είναι αυτή της ασύμμετρης πληροφόρησης (asymmetry information theory) και η θεωρία σηματοδότησης (signaling theory). Σύμφωνα με την ασύμμετρη θεωρία δεν έχουν όλοι οι επενδυτές την ίδια πρόσβαση στις πληροφορίες. Πιο συγκεκριμένα, δημιουργοί της εν λόγω θεωρίας είναι οι Jensen(1986) και Harris και Raviv(1990) που βασίστηκαν στο γεγονός ότι οι επενδυτές και συνεπώς οι μέτοχοι μιας επιχείρησης δεν έχουν την κατάλληλη πληροφόρηση για τις ενέργειες των διευθυντικών στελεχών. Η ασυμμετρία στην πληροφόρηση επηρεάζει τις επενδυτικές αποφάσεις των επιχειρηματιών και δημιουργεί ζητήματα σχετικά με την σωστή αποτίμηση της τιμής της επιχείρησης από την αγορά.

Το επενδυτικό κοινό λαμβάνει συνεχώς μηνύματα- σήματα από τη διοίκηση για την αξία της επιχείρησης, τα οποία ωστόσο μπορεί να είναι και παραπλανητικά. Τα ανώτερα διευθυντικά στελέχη μπορεί να επιλέξουν ως μέσο μεταφοράς πληροφοριών στην αγορά, την χρησιμοποίηση των χρηματοοικονομικών τους αποφάσεων, την επαναγορά μετοχών, την ανακοίνωση εξαγοράς, τη δημιουργία μιας νέας εταιρείας, την μερισματική πολιτική κ.τ.λ.. Ενδεχόμενες αλλαγές στην κεφαλαιακή διάρθρωση μιας επιχείρησης αποτελούν ένα μέσο σήμανσης προς την αγορά σχετικά με την πορεία της επιχείρησης και την διαμορφούμενη αξία της.

Στο υπόδειγμα των Miller και Rock (1985), μια μεγαλύτερη από την αναμενομένη εξωτερική χρηματοδότηση αποκαλύπτει μια μικρότερη από την αναμενομένη χρηματική ροή, το οποίον αποτελεί αρνητική πληροφόρηση για τους επενδυτές. Έτσι, οι Miller και Rock υποστηρίζουν ότι κάθε απροσδόκητη έκδοση χρέους ή μετοχών μειώνει την τιμή της μετοχής μίας επιχείρησης αφού μεταφέρει αρνητική πληροφόρηση για τα μελλοντικά της κέρδη. Η μείωση της τιμής της μετοχής προέρχεται από την αντιστάθμιση που προβαίνουν οι ορθολογικοί επενδυτές έναντι του κινδύνου, στην περίπτωση έκδοσης νέων μετοχών, τα διευθυντικά στελέχη να χρησιμοποιήσουν την καλύτερη πληροφόρηση που διαθέτουν για να ωφελήσουν τους παλαιούς μετόχους εις βάρος των νέων μετόχων. Παρομοίως, και στο υπόδειγμα των Myers και Majluf (1984) υποστηρίζεται ότι η αγορά αντιδρά αρνητικά σε μια απροσδόκητη εξωτερική χρηματοδότηση αφού οι λιγότερο πληροφορημένοι επενδυτές

λογαριάζουν την πιθανότητα η εταιρία να προσπαθήσει να εκμεταλλευτεί την κατάσταση κατά την οποία γνωρίζει ότι η προσφερόμενη μετοχή αποτιμάται πάνω από την εσωτερική της αξία.

Αντιθέτως, στα υποδείγματα ασύμμετρης πληροφόρησης των Leland και Pyle(1977), Ross (1977) και Heinkel(1982) υποστηρίζεται ότι οι διευθυντές των επιχειρήσεων επειδή έχουν πλεονέκτημα πρόσβασης στην πληροφόρηση έχουν κίνητρο να σηματοδοτήσουν (signaling theory) την εσωτερική πληροφόρηση τους μέσω της επιλογής μεγέθους του εξωτερικού δανεισμού των επιχειρήσεων. Οι επενδυτές εκλαμβάνουν το υψηλότερο επίπεδο δανεισμού ως αισιόδοξο σημάδι, συνδέοντας θετικά την κερδοφορία με την μόχλευση. Κατά συνέπεια, μέσα στο πλαίσιο αυτό, μια αύξηση της χρηματοοικονομικής μόχλευσης προκαλεί μια θετική επίπτωση στις τιμές των μετοχών των εκδοτριών εταιριών.

Με άλλα λόγια, η επιλογή μιας επιχείρησης να αυξήσει τα δανειακά της κεφάλαια μπορεί να εκληφθεί ως ένα θετικό μήνυμα από την αγορά, καθώς μεταφέρεται η πληροφορία ότι οι μελλοντικές ταμειακές εισροές της επιχείρησης θα είναι αυξημένες και επιπλέον εκφράζει και την αισιοδοξία των ανώτερων διευθυντικών στελεχών για την πορεία της επιχείρησης. Η παραπάνω αναφερόμενη τακτική (αύξηση δανεισμού) για παραπλανητικούς σκοπούς ως επί το πλείστον χρησιμοποιείται από εταιρείες υψηλότερης ποιότητας καθώς οι χαμηλότερης ποιότητας αντιμετωπίζουν υψηλότερα κόστη χρηματοοικονομικών δυσκολιών σε κάθε επίπεδο δανεισμού.



### 3.5 Θεωρία ιεράρχησης κεφαλαίων (Pecking order theory)

Η θεωρία ιεράρχησης κεφαλαίων (pecking order theory) προέρχεται σαν συνέπεια της asymmetric information theory και προβλέπει ότι η ασυμμετρία στην πληροφόρηση μεταξύ εταιρείας και επενδυτών δημιουργεί μια διαβάθμιση προτίμησης σε μια επιχείρηση σχετικά με τις πηγές χρηματοδοτήσεων της.

Το 1984 ο Myers υποστηρίζει ότι οι επιχειρήσεις παρουσιάζουν συγκεκριμένες προτιμήσεις και προτεραιότητες όταν θέλουν να χρηματοδοτηθούν, προτιμώντας αρχικώς τον εσωτερικό δανεισμό, τα αποθεματικά και τις ροές μετρητών από απόσβεση, έπειτα τον δανεισμό από τράπεζες και τέλος καταφεύγουν στην έκδοση νέου μετοχικού κεφαλαίου. Η ασύμμετρη πληροφόρηση, σε συνδυασμό με τη φορολόγηση και τα κόστη συναλλαγής επικυρώνουν την ισχύ της ομώνυμης θεωρίας. Τα κόστη της εσωτερικής χρηματοδότησης με αδιανέμητα μερίσματα είναι κατά πολύ μικρότερα από τα αντίστοιχα κόστη μιας έκδοσης μετοχικού κεφαλαίου. Επιπλέον, το κόστος έκδοσης χρέους είναι κατά πολύ μικρότερο από το κόστος έκδοσης μετοχικού κεφαλαίου.

Επιπρόσθετα, σε ένα περιβάλλον ασύμμετρης πληροφόρησης μπορεί η αξία μιας εταιρίας να είναι υποτιμημένη. Συνεπώς, η διοίκηση της εκάστοτε εταιρίας στην προσπάθεια της να αυξήσει την τιμή των μετοχών, επιλέγει την αύξηση του χρέους με δανεισμό από χρηματοοικονομικά ιδρύματα από την έκδοση νέου μετοχικού κεφαλαίου, καθώς θεωρείτο αξιόπιστος μηχανισμός μετάδοσης σήματος προς την αγορά. Συγκριτικά με το μετοχικό κεφάλαιο, το χρέος παρουσιάζει μικρότερη ευπάθεια στις μεταβολές του ενεργητικού της επιχείρησης διότι αποτελεί περιορισμένη απαίτηση ενώ οι μετοχές αποτελούν υπολειμματική απαίτηση. Κατά κάποιο τρόπο η ύπαρξη δανείων δεσμεύει την επιχείρηση ως προς την αποπληρωμή τους σε τακτά χρονικά διαστήματα καθώς σε αντίθετη περίπτωση οδεύει σε πτώχευση. Ενώ η διανομή μερισμάτων στους μετόχους δεν είναι υποχρεωτική, είναι στην ευκαιρία της επιχείρησης τη πολιτική θα εφαρμόσει και πόσο μάλλον σε περιόδους οικονομικής ύφεσης μπορούν μάλιστα να παραληφθούν. Συμπερασματικά, η έκδοση νέου μετοχικού κεφαλαίου αποτελεί την έσχατη επιλογή της διοίκησης για να χρηματοδοτήσουν την επιχείρηση.

Οι επενδυτές από τη μεριά τους, έχοντας επίγνωση του συγκεκριμένου τρόπου δράσης της διοίκησης, εκλαμβάνουν την ανακοίνωση έκδοσης νέων μετοχών ως αρνητικό σήμα

σχετιζόμενη με τις μελλοντικές προοπτικές της επιχείρησης και ως εκ τούτου προκαλούν υποχώρηση των τιμών των μετοχών.

Συνεπώς, η ύπαρξη ασύμμετρης πληροφόρησης (asymmetry information) και σήματος (signal) επηρεάζουν την κεφαλαιακή διάρθρωση αφού οι αποφάσεις χρηματοδοτήσεων εκλαμβάνονται από τους επενδυτές σαν μηνύματα των προσδοκιών των στελεχών για το μέλλον. Επίσης συνηγορούν υπέρ της άποψης ότι η επιχείρηση με την μέθοδο παρακράτησης ενός σημαντικού μέρους των κερδών της έχει την δυνατότητα της επιλογής και υλοποίησης των κερδοφόρων επενδυτικών προγραμμάτων με πρόσθετα δανειακά κεφάλαια.

Συμπέρασμα των παραπάνω είναι η ύπαρξη μιας σειράς προτίμησης στις αποφάσεις χρηματοδότησης (pecking order theory).

Τέλος, η θεωρία ιεράρχησης της κεφαλαιακής διάρθρωσης (pecking order theory) σε αντίθεση με την θεωρία αντιστάθμισης (Trade-off theory) υποθέτει ότι δεν υπάρχει ένα άριστο επίπεδο δανεισμού στο οποίο η επιχείρηση μεγιστοποιεί την αξία της, αλλά τα ανώτερα διευθυντικά στελέχη θα πρέπει να ιεραρχήσουν τις χρηματοδοτικές τους επιλογές ώστε να πετύχουν την βέλτιστη κεφαλαιακή διάρθρωση.

### 3.6 Η θεωρία της χρεοκοπίας (Bankruptcy costs)

Σύμφωνα με την προσέγγιση του θεωρήματος των Franco Modigliani και Merton Miller συμπεριλαμβανομένου εταιρικών φόρων εισοδήματος, η χρηματοδότηση με δανεισμό αυξάνει την αξία μιας επιχείρησης μια και περισσότερα κέρδη, λόγω χαμηλότερων φόρων, καταλήγουν στους μετόχους. Ωστόσο, ο επιπλέον δανεισμός από το πλεόν απαραίτητο κάποιες στιγμές είναι αιτία οδήγησης μιας επιχείρησης σε χρεοκοπία. Από τη θεωρία των MM, το κόστος χρεοκοπίας είχε εντοπιστεί ως σημαντικός παράγοντας στην εταιρική χρηματοδότηση. Το άμεσο αυτό κόστος αφαιρείτε από την καθαρή περιουσιακή αξία της επιχείρησης στο ενδεχόμενο ρευστοποίησης και εφόσον είναι σημαντικό, μπορεί να οδηγήσει σε κήρυξη πτώχευσης.

Η σημαντικότητα της θεωρίας έγκειται στο γεγονός ότι εταιρίες που έχουν χρεοκοπήσει διατηρούσαν τα τελευταία βιώσιμα τους χρόνια υψηλά επίπεδα δανεισμού και ολοένα αυξανόμενα προς το χρόνο κήρυξης της πτώχευσης.

Αρκετές έρευνες και μελέτες έχουν εκπονηθεί στην ανάπτυξη της εν λόγω θεωρίας προσδιορισμού της άριστης κεφαλαιακής διάρθρωσης με σημαντικότερη την συμβολή των Baxter (1967) και Kim (1978). Πιο συγκεκριμένα, η εν λόγω θεωρία εξετάζει τη συσχέτιση ανάμεσα στην πιθανότητα χρεοκοπίας και στο βαθμό χρέους μιας εταιρίας. Ο Baxter (1967) καταλήγει στο συμπέρασμα πως η υπερβολική μόχλευση αυξάνει το κόστος κεφαλαίου μιας επιχείρησης. Χρησιμοποιώντας ένα παράδειγμα αρμπιτράζ, τονίζει ότι επιχειρήσεις με διαφορετικό ύψος κερδών μπορούν να οδηγηθούν στη χρεοκοπία όταν χρησιμοποιούν σε παραπάνω απ' όσο πρέπει το χρέος. Το επιτόκιο του δανείου ανέρχεται όλο και πιο απότομα με κάθε αύξηση του χρέους.

Ο R. Castanias (1983) μελέτησε τη συσχέτιση πιθανότητας χρεοκοπίας και βαθμού μόχλευσης. Τα οικονομετρικά αποτελέσματα απορρίπτουν τη θεωρία του Miller και ενστερνίζονται ότι οι επιχειρήσεις σε κλάδους υψηλού κινδύνου διατηρούν χαμηλό βαθμό μόχλευσης.

Το 1984 ο Edward I. Altman καταπιάνεται με τον υπολογισμό του άμεσου και έμμεσου κόστους χρεοκοπίας και τη μετέπειτα σύγκριση τους με την εταιρική αξία. Μετρίεται η παρούσα αξία του αναμενόμενου κόστους χρεοκοπίας και συγκρίνεται με την παρούσα αξία του αναμενόμενου φορολογικού οφέλους από την εκπιπτοσιμότητα των τόκων, προκειμένου να διαπιστωθεί αν υφίσταται άριστο σημείο εταιρικής κεφαλαιακής δομής.

Οι Haugen και Senbet (1988) ισχυρίστηκαν ότι τα κόστη χρεοκοπίας αποτελούν ασήμαντο παράγοντα στη διαμόρφωση της κεφαλαιακής διάρθρωσης. Τα κόστη χρεοκοπίας μπορούν να αποφευχθούν πριν την πτώχευση μέσα από μια ανεπίσημη αναδιοργάνωση.

Τέλος, τα αδέρφια Philosphon (2005) για τον υπολογισμό της πιθανότητας μελλοντικής χρεοκοπίας για την εκτίμηση της εταιρικής αξίας χρησιμοποίησαν τέσσερις χρηματοοικονομικούς δείκτες, οι δύο εκ των οποίων χαρακτηρίζουν την ποσότητα και την ποιότητα του χρέους, ενώ οι υπόλοιποι περιγράφουν την ικανότητα αποπληρωμής της επιχείρησης. Έως ότου οι δύο τελευταίοι ακουμπήσουν τις κριτικές τιμές τους, η πιθανότητα χρεοκοπίας για τα επόμενα έτη είναι χαμηλή και η εταιρική αξία ανέρχεται με την αύξηση του χρέους.

Συμπέρασμα, ο κίνδυνος χρεοκοπίας αποτελεί βασικό μειονέκτημα της χρήσης υπερβολικής μόχλευσης και συχνά συνδέεται με οικονομικές ενδείξεις όπως με τον χαμηλό δείκτη ρευστότητας, το περιορισμένο κεφάλαιο κίνησης, χαμηλά εταιρικά κέρδη κ.α. . Η τεχνική πρόβλεψη του κινδύνου χρεοκοπίας αποτελεί σημαντικό παράγοντα στην ανάπτυξη της εν λόγω θεωρίας. Επιπρόσθετα, πέρα από την εισαγωγή των χρηματοοικονομικών δεικτών, υπάρχουν και εξωτερικοί παράγοντες, όπως το κοινωνικό, πολιτικό, οικονομικό, χρηματοοικονομικό και φοροτεχνικό περιβάλλον, που δύσκολα μπορούν να υπολογιστούν αλλά που δεν πρέπει σε επ' ουδενιά περίπτωση να αγνοηθούν καθώς διαδραματίζουν πρωτεύοντα ρόλο στη θεωρία υπολογισμού του άριστου βαθμού μόχλευσης.

### 3.7 Θεωρία του κόστους αντιπροσώπευσης

Μια επιπλέον θεωρία που αποτελεί κυρίαρχο ρόλο στον καθορισμό της άριστης κεφαλαιακής διάρθρωσης είναι η θεωρία του κόστους αντιπροσώπευσης.

Αρχικώς το πρόβλημα της αντιπροσώπευσης ερευνήθηκε από τον Ross (1973) που κατέληξε στη διατύπωση της θεωρίας ότι το κόστος αντιπροσώπευσης είναι μια από τις παλαιότερες και πιο κωδικοποιημένες μορφές κοινωνικής αλληλεπίδρασης, η οποία εμφανίζεται σε κάθε επιχείρηση ή ίδρυμα, καθώς και σε όλες τις καταστάσεις, οι οποίες απαιτούν συνέργια.

Η πρώτη όμως λεπτομερειακή παρουσίαση της συγκεκριμένης θεωρίας έγινε από τους Jensen και Meckling (1976) που ορίζουν τη σχέση αντιπροσώπευσης ως ένα συμβόλαιο, στο οποίο το πρώτο μέρος που είναι οι μέτοχοι - ιδιοκτήτες της επιχείρησης και αποτελούν τους εντολείς, αναθέτουν στο δεύτερο μέρος, διευθυντικά στελέχη που αποτελούν τους εντολοδόχους-αντιπρόσωπους, την καθημερινή εποπτεία και λειτουργία της επιχείρησης (που περιλαμβάνει λήψεις αποφάσεων). Συνεπώς, κατά τη διαχώριση αυτή, ιδιοκτησίας-διεύθυνσης, δημιουργείται σύγκρουση σκοπών και συμφερόντων καθώς και οι δύο πλευρές επιθυμούν να μεγιστοποιήσουν την ευημερία τους μέσα από διαφορετική κεφαλαιακή διάρθρωση. Ειδικότερα, τα διευθυντικά στελέχη επιλέγουν χρηματοδότηση επενδύσεων υψηλού κινδύνου έναντι μετόχων που επιθυμούν πιο σίγουρα επενδυτικά κεφάλαια. Καθώς, οι μεν πρώτοι (στελέχη) επωφελούνται με χρηματική επιβράβευση για το μέγεθος ανάπτυξης της εταιρίας, ενώ οι δε δεύτεροι (μέτοχοι) προτιμούν την αποδοτικότητα έναντι μεγέθους εφόσον οποιαδήποτε λάθος απόφαση μπορεί να οδηγήσει σε χρεοκοπία ή εξαγορά της εταιρίας.

Σύμφωνα με τους Hill και Jones ως κόστος αντιπροσώπευσης ορίζεται το άθροισμα: 1) του κόστους – δαπανών παρακολούθησης από τον εντολέα ως προς την υλοποίηση της σύμβασης (εσωτερικός λογιστικός έλεγχος), 2) της πιθανής επιβολής ποινής ή αποζημίωσης προς τον εντολέα σε περίπτωση που ο εντολοδόχος αθετήσει την συμφωνία και 3) μιας υπολειμματικής αξίας που είναι το πιθανό κόστος στην ευημερία του εντολέα μέσα από τη σύγκρουση συμφερόντων.

Συγκρούσεις συμφερόντων δεν δημιουργούνται όμως μόνο μεταξύ των μετόχων και των διευθυντικών στελεχών αλλά και μεταξύ μετόχων και πιστωτών καθώς και μεταξύ μεγαλομετόχων και μετόχων μειοψηφίας.

Διαπίστωση της έρευνας των Jensen και Meckling είναι ότι τα συνολικά κόστη αντιπροσώπευσης όλων των πλευρών αυξάνονται με αύξοντα ρυθμό κατά τη διάρκεια

χρηματοδότησης της εταιρίας από εξωτερικές πηγές μέχρι ενός σημείου και ύστερα αυξάνονται με φθίνοντα ρυθμό. Το άριστο σημείο κεφαλαιακής διάρθρωσης προκύπτει σε εκείνο το σημείο συνδυασμού χρέους και ιδίων κεφαλαίων όπου ελαχιστοποιείται το συνολικό κόστος αντιπροσώπευσης.

Το έτος 1984 οι Antia και Meyer μέσα από την μελέτη τους για την διαφορετική επιλογή άριστου σημείου κεφαλαιακής διάρθρωσης από την πλευρά των στελεχών και των μετόχων συμπέραναν ότι τα διευθυντικά στελέχη προτιμάνε πιο συντηρητικές μορφές χρηματοδότησης από τους ιδιοκτήτες-μετόχους που επιλέγουν δανεισμό.

Οι Kim και Sorensen (1986) μελέτησαν την σχέση ανάμεσα στο κόστος αντιπροσώπευσης και στην πολιτική διαμόρφωσης της εταιρικής κεφαλαιακής διάρθρωσης. Κατέληξαν σε συμπέρασμα ότι εταιρείες με σημαντική εσωτερική ιδιοκτησία διατηρούν κατά 6% με 7% από εκείνες που ο επιχειρηματίας κατέχει μικρό ποσοστό των μετοχών. Οι αναπτυσσόμενες εταιρείες χρησιμοποιούν περιορισμένο δανεισμό σε αντίθεση με τις εταιρείες που αντιμετωπίζουν υψηλό λειτουργικό κίνδυνο. Επιπρόσθετα, υπάρχει αρνητική συσχέτιση ανάμεσα στο χρέος και στο φορολογικό συντελεστή, ενώ τα οφέλη από τις αποσβέσεις σχετίζονται αρνητικά με τη μόχλευση. Τέλος, το μέγεθος της εταιρείας φαίνεται να μη σχετίζεται με το δείκτη χρέους.

Οι Vilasuso και Minkler (2001) ερεύνησαν την σημασία του κόστους αντιπροσώπευσης και της ιδιαιτερότητας των παγίων στην εταιρική κεφαλαιακή διάρθρωση. Διατύπωσαν ότι σε μακροχρόνιο επενδυτικό ορίζοντα, η άριστη κεφαλαιακή διάρθρωση προϋποθέτει τη χρήση τόσο χρέους όσο και ιδίων κεφαλαίων, σε τέτοιο βαθμό ώστε να ελαχιστοποιείται το άθροισμα από τα κόστη αντιπροσώπευσης και από την ιδιαιτερότητα των παγίων. Η άριστη κεφαλαιακή διάρθρωση εμπεριέχει μεγαλύτερα επίπεδα χρηματοδότησης μέσω μετοχικού κεφαλαίου καθώς αυξάνεται ο βαθμός ιδιαιτερότητας των παγίων.

### 3.8 Θεωρία κόστους συναλλαγών (Transaction cost theory)

Σκόπιμα κατόπιν της θεωρίας του κόστους αντιπροσώπευσης επιλέχθηκε η αναφορά στην θεωρία κόστους συναλλαγών, καθώς οι ομοιότητες τους είναι πασιφανείς αφού και οι δύο θεωρητικές προσεγγίσεις εστιάζουν στην αναγκαιότητα ελέγχου της διεύθυνσης από τους μετόχους.

Σύμφωνα με την κλασσική οικονομική θεωρία οι οικονομικοί φορείς δρουν με το σκεπτικό ότι η μεγιστοποίηση του κέρδους αποτελεί τον πρωταρχικό στόχο της επιχείρησης. Ενώ η οικονομική του κόστους συναλλαγών επιχειρεί να προσεγγίσει την συμπεριφορά των στελεχών σε μια πιο ρεαλιστική βάση εισάγοντας την περίπτωση του καιροσκοπισμού. Το οποίο σημαίνει ότι τα διευθυντικά στελέχη δεν δρουν για την επίτευξη των στόχων της επιχείρησης αλλά καιροσκοπικά, εξυπηρετώντας προσωπικά συμφέροντα. Συνεπώς κρίνεται αναγκαίο ο παραπάνω αναφερόμενος έλεγχος της διεύθυνσης από τους μετόχους.

Η εν λόγω θεωρία διαπραγματεύεται ότι ο προσδιορισμός της κεφαλαιακής διάρθρωσης εξαρτάται από τον κλάδο δραστηριότητας της επιχείρησης και πιο συγκεκριμένα από το βαθμό παγιοποίησης της. Συγκεκριμένη μελέτη του θέματος αυτού διενεργήθηκε από τον Passon(2003), καταλήγοντας σε συμπέρασμα ότι η αξία των ασώματων ακινητοποιήσεων είναι αντιληπτή μόνο από την ίδια την εταιρεία και εξαρτημένη από την ικανότητα της εταιρείας να τα χρηματοδοτήσει από μόνη της.

Τέλος, σύμφωνα με τον Williamson(1988) η επιλογή μόχλευσης με ίδια ή ξένα κεφάλαια επηρεάζεται από την ιδιαιτερότητα των παγίων που θα χρηματοδοτηθούν και ειδικότερα, τα πάγια που αναμορφώνονται εύκολα πρέπει να χρηματοδοτούνται με ξένα κεφάλαια, ενώ τα πάγια με υψηλή ιδιαιτερότητα με ίδια κεφάλαια.

### 3.9 Λοιπές θεωρίες προσδιορισμού της άριστης κεφαλαιακής διάρθρωσης

Κατόπιν αναφοράς στις προηγούμενες ενότητες των επικρατέστερων θεωριών προσδιορισμού της άριστης εταιρικής κεφαλαιακής διάρθρωσης, δεν θα μπορούσε να παραληφθεί μια αναφορά στις υπόλοιπες διάφορες θεωρίες που από τη δική τους σκοπιά εξετάζουν και καθορίζουν την επιλογή του τρόπου χρηματοδότησης στο βραχυχρόνιο και μακροχρόνιο δανεισμό, καθώς πηγάζουν διαφορετικά κόστη για τη κάθε περίοδο χωριστά.

Σύμφωνα με τις εν λόγω θεωρίες, υπάρχει πλήθος παραγόντων που καθορίζουν την επιλογή χρηματοδότησης, όπως: η ηλικία της επιχείρησης, το μερίδιο αγοράς, η μοναδικότητα της στην αγορά, η ταξινόμηση της στον κλάδο, οι δυνατότητες ανάπτυξης της, το μέγεθος και η κερδοφορία της, η μερισματική πολιτική που ακολουθεί κτλ. . Αρκετές εμπειρικές έρευνες και μελέτες έχουν διεξαχθεί πάνω στους προαναφερθέντες παράγοντες που επηρεάζουν τις αποφάσεις χρηματοδότησης σε κλάδους και επιχειρήσεις με ιδιαιτερότητες.

Ειδικότερα, οι Titman και Wessels(1988) για τις δυνατότητες ανάπτυξης της εταιρίας επισήμαναν ότι εταιρίες που ανήκουν σε αναπτυσσόμενους κλάδους χρησιμοποιούν χαμηλή μόχλευση, καθώς υπάρχει η δυνατότητα ένταξης σε επενδυτικά προγράμματα που σημαίνει ασύμμετρη πληροφόρηση μεταξύ επιχείρησης και πιστωτών. Όσον αφορά την μοναδικότητα της εταιρίας, συμπέραναν ότι οι επιχειρήσεις με εξειδικευμένα προϊόντα αντιμετωπίζουν υψηλά κόστη σε περίπτωση ρευστοποίησης, το οποίο δημιουργεί αρνητική συσχέτιση με το δείκτη χρέους. Επίσης, για το μέγεθος της εκάστοτε εταιρίας επισήμαναν ότι οι επιχειρήσεις που χρησιμοποιούν περισσότερη μόχλευση είναι εκείνες με σημαντικό βαθμό παγιοποίησης, καθώς οι πιθανότητες χρεοκοπίας στις εν λόγω εταιρείες είναι χαμηλές. Αντίστοιχα οι μικρότερες επιχειρήσεις χρησιμοποιούν συνήθως βραχυπρόθεσμο δανεισμό καθώς αντιμετωπίζουν υψηλά κόστη έκδοσης κεφαλαίου ή ομολογιών.

Επιπλέον, η έρευνα των Harris και Raviv(1991) όσον αφορά τον κλάδο στον οποίο δραστηριοποιείτε μια εταιρία σημειώνει ότι οι εταιρείες που δραστηριοποιούνται στον ίδιο κλάδο είναι πιο πιθανό να διατηρούν παρόμοια κεφαλαιακή διάρθρωση. Ο Dollinger(1995) επισήμανε ότι οι πηγές χρηματοδότησης διαφοροποιούνται εάν η εταιρία βρίσκεται στο χρόνο ωρίμανσης ή ανάπτυξης. Οι αναπτυσσόμενες εταιρίες συνηθίζουν να βασίζονται στο μετοχικό κεφάλαιο, ενώ εκείνες που έχουν φτάσει στην ωρίμανση έχουν ικανότητα να αυξήσουν την μόχλευση τους. Το παραπάνω αιτιολογείται από τον Kimki(1997) με το σκεπτικό ότι η ικανότητα των εταιρειών να αυξήσουν τον δανεισμό στα πρώιμα έτη της δραστηριότητάς τους



είναι περιορισμένη. Αντίστοιχα, οι Berger και Udell(1998) επισημαίνουν την αρνητική σχέση ανάμεσα στην επικινδυνότητα του κλάδου και στη χρησιμοποίηση χρέους. Σύμφωνα με τους Barton και Gordon(1987) οι χρηματοοικονομικές αποφάσεις προσδιορίζονται σε σημαντικό βαθμό από τους εταιρικούς στόχους και φιλοδοξίες καθώς και από τις αξίες των ιδιοκτητών. Αρκετές οικογενειακές επιχειρήσεις δεν επιδιώκουν περαιτέρω ανάπτυξη ή δεν επιδιώκουν κάποιο συγκεκριμένο στόχο. Αντιθέτως, εταιρίες που έχουν στόχο την μελλοντική επέκταση χρησιμοποιούν ποικιλία χρηματοοικονομικών προϊόντων, με προτίμηση κυρίως στο δανεισμό (Storey, 1994).

Οι Bradley, Jarell και Kim(1984) εξέτασαν τη συσχέτιση της εταιρικής μόχλευσης με τρίτους παράγοντες και ανέπτυξαν ένα μοντέλο άριστης κεφαλαιακής διάρθρωσης. Κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι το άριστο σημείο κεφαλαιακής διάρθρωσης προσδιορίζεται εκεί όπου το καθαρό φορολογικό όφελος του χρέους είναι μηδενικό. Υφίσταται δε μια αρνητική σχέση ανάμεσα στη μόχλευση, τη διακύμανση των κερδών και τα έξοδα για έρευνα και ανάπτυξη, διαφήμιση, ενώ μια μη αναμενόμενη αρνητική σχέση με τις φορολογικές ελαφρύνσεις πλην του οφέλους από το δανεισμό.

Τέλος, υπάρχει και η θεωρία market timing της κεφαλαιακής διάρθρωσης που διατυπώθηκε από τους Baker και Wurgler(2002), και σύμφωνα μ' αυτήν τα διευθυντικά στελέχη παρακολουθούν στενά τόσο τις τραπεζικές αγορές όσο και τις κεφαλαιαγορές. Συνεπώς στις περιπτώσεις ανάγκης χρηματοδότησης της επιχείρησης θα προσφύγουν στην αγορά με τις ευνοϊκότερες οικονομικές συνθήκες, χαμηλότερο κόστος χρηματοδότησης. Σε περίπτωση μη ευνοϊκών όρων σε καμία από τις δύο αγορές τότε πιθανόν τα στελέχη να μην προχωρήσουν σε χρηματοδότηση. Ενώ στην αντίθετη περίπτωση, χαμηλό κόστος χρηματοδότησης και από τις δύο αγορές τότε ίσως επιλέξουν χρηματοδότηση ακόμα και αν αυτή δεν ήταν αναγκαία την συγκεκριμένη χρονική στιγμή. Με άλλα λόγια, η συγκεκριμένη θεωρία υποστηρίζει ότι η κεφαλαιακή διάρθρωση κάθε χρονική στιγμή θα αντικατοπτρίζει το αποτέλεσμα των δυνατοτήτων και προσπαθειών των στελεχών να αξιολογούν τις κεφαλαιαγορές και να χρηματοδοτήσουν την επιχείρηση με την επιλογή αγοράς της οποίας το κόστος είναι χαμηλότερο.

## **\*\*\* ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 \*\*\***

### **ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΜΕΛΕΤΗ**

#### **4.1 Εισαγωγή**

Στο εν λόγω κεφάλαιο, θα γίνει ανάλυση δεδομένων ως προς την κεφαλαιακή διάρθρωση συγκεκριμένων κλάδων και εισηγμένων επιχειρήσεων στο χρηματιστήριο Αθηνών, για ορισμένο χρονικό διάστημα. Επίσης, μέσω των προαναφερθέντων στοιχείων θα γίνει προσδιορισμός του βαθμού εξωστρέφειας των εν λόγω επιχειρήσεων.

Στόχος, είναι, μέσω κάποιων αριθμοδεικτών της κεφαλαιακής διάρθρωσης και εξωστρέφειας, να συμπεράνουμε αντίστοιχα, αν η επιλογή μόχλευσης των εταιρειών αυτών είναι ίδια ή ξένα κεφάλαια, τους παράγοντες που επηρεάζουν την κεφαλαιακή διάρθρωση και τον βαθμό εξαγωγών αυτών των επιχειρήσεων.

Αναλυτικότερα, το χρονικό διάστημα άντλησης και ανάλυσης των δεδομένων αφορά την τελευταία εξαετία (έτη 2008 έως και 2013). Οι επιχειρήσεις σύμφωνα με την δραστηριότητα τους της ευρωπαϊκής κοινότητας και τα πρότυπα του χρηματιστηρίου Αθηνών διακρίνονται σε κάποιες κύριες κατηγορίες, από τις οποίες προς μελέτη επιλέχθηκαν οι εξής τρεις κλάδοι:

- Τεχνολογία
- Τρόφιμα και ποτά
- Κατασκευές και υλικά κατασκευών

## 4.2 Οι επιλεχθέντες κλάδοι και οι αντίστοιχες επιχειρήσεις προς μελέτη

Σύμφωνα με την ICAP A.E. που εφαρμόζει μια γενικότερη κατηγοριοποίηση των επιχειρήσεων ανά κλάδο δραστηριοποίησης, διαχωρίζοντας τις επιχειρήσεις σε πέντε βασικούς κλάδους (βιομηχανία, εμπόριο, τουριστικές, υπηρεσίες και διάφορες), οι παραπάνω επιλεχθέντες κλάδοι (τεχνολογία, τρόφιμα και ποτά, κατασκευές & υλικά κατασκευών) υπάγονται αντίστοιχα στο κλάδο των υπηρεσιών, εμπορίου και βιομηχανικό.

Ωστόσο, βασικό κριτήριο επιλογής των τριών συγκεκριμένων κλάδων προς μελέτη, αποτέλεσε η διαθεσιμότητα των επενδυτικών ευκαιριών που παρουσιάζουν, καθώς αποτελεί τον σημαντικότερο προσδιοριστικό παράγοντα της κεφαλαιακής διάρθρωσης των επιχειρήσεων. Αναλυτικότερα, ανάλογα με την επενδυτικές ευκαιρίες που διαθέτουν, οι επιχειρήσεις μπορούν να διακριθούν σε growth (αναπτυσσόμενες) και value (σταθερής αξίας).

Στη δική μας μελέτη, οι επιχειρήσεις του κλάδου τροφίμων καθώς και του κλάδου κατασκευών μπορούν να ενταχθούν στις value εταιρείες, καθώς σ' αυτήν την κατηγορία υπάγονται εταιρείες οι οποίες δεν διαθέτουν πολλές επενδυτικές ευκαιρίες, χαρακτηρίζονται από σταθερούς ρυθμούς ανάπτυξης και έχουν στην κατοχή τους υλικά περιουσιακά στοιχεία, τα οποία είναι εύκολα μεταβιβάσιμα. Αντίστοιχα, οι επιχειρήσεις του κλάδου της τεχνολογίας μπορούν να ενταχθούν στις growth εταιρείες, εφόσον οι εταιρείες του εν λόγω κλάδου χαρακτηρίζονται από υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης και διαθέτουν πολλές επενδυτικές ευκαιρίες. Επίσης, οι growth εταιρείες διαθέτουν άυλα περιουσιακά στοιχεία, λόγω χάριν, τεχνογνωσία, που εύκολα μπορούν να απαξιωθούν, έχοντας ως συνέπεια την απώλεια αξίας για την επιχείρηση στην περίπτωση που δεν γίνει εκμετάλλευση των επενδυτικών ευκαιριών.

Οι εταιρείες που επιλέχθηκαν προς μελέτη, των εκάστοτε παραπάνω επιλεχθέντων κλάδων είναι:

### Τεχνολογία

- LOGISMOS ΣΥΣΤΗΜΑΤΑ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗΣ Α.Ε.
- QUEST ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ Α.Ε.
- ALTEC ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ Α.Β.Ε.Ε.
- BYTE COMPUTER Α.Β.Ε.Ε.
- ΙΝΤΡΑΚΟΜ Α.Ε. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ

#### Τρόφιμα και ποτά

- COCA COLA HELLENIC A.E.
- ΑΡΤΟΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΚΑΡΑΜΟΛΕΓΚΟΣ Α.Ε.
- ΚΡΙ-ΚΡΙ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΓΑΛΑΚΤΟΣ Α.Β.Ε.Ε.
- ΜΥΛΟΙ ΛΟΥΛΗ Α.Ε.
- ΚΥΛΙΝΔΡΟΜΥΛΟΙ Κ. ΣΑΡΑΝΤΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε

#### Κατασκευές και υλικά κατασκευών

- ΑΕΓΕΚ ΚΑΤΑΣΚΕΥΑΣΤΙΚΗ Α.Ε.
- ΑΤΤΙ-ΚΑΤ Α.Τ.Ε.
- ΕΛΛΑΚΤΩΡ Α.Ε.
- ΜΑΘΙΟΣ ΠΥΡΙΜΑΧΑ Α.Ε.
- ΤΙΤΑΝ Α.Ε.

### **4.3 Αριθμοδείκτες κεφαλαιακής διάρθρωσης και εξωστρέφειας**

Γενικότερα, οι αριθμοδείκτες κεφαλαιακής διάρθρωσης μετρούν τη σχέση μεταξύ των κεφαλαίων που προέρχονται από ξένες πηγές (τράπεζες, προμηθευτές) και από τους ιδιοκτήτες της επιχείρησης (μετόχους). Δείχνουν έτσι την εξάρτηση της επιχείρησης από ξένο δανεισμό, καθώς και τα περιθώρια πρόσβασης σε αυτόν. Έχουν να κάνουν περισσότερο με τη μακροπρόθεσμη λειτουργία της επιχείρησης, τη μόχλευση και το επίπεδο κινδύνου από τους τρόπους χρηματοδότησής της. Όπως επισημάνθηκε παραπάνω για την εκπόνηση της μελέτης θα χρησιμοποιηθούν σύνηθες δείκτες δανειακής επιβάρυνσης που έχουν εφαρμοστεί και σε άλλες παρόμοιες μελέτες (Baker και Wurgler-2002, Frank, M., and Goyal, V.-2003 κ.λ.π) και δείκτης εξωστρέφειας, ήτοι:

- Σύνολο υποχρεώσεων / Ίδια κεφάλαια
- Σύνολο υποχρεώσεων / Σύνολο ενεργητικού
- Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις / Σύνολο ενεργητικού
- Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις / Σύνολο ενεργητικού
- Εξαγωγές / Σύνολο ενεργητικού

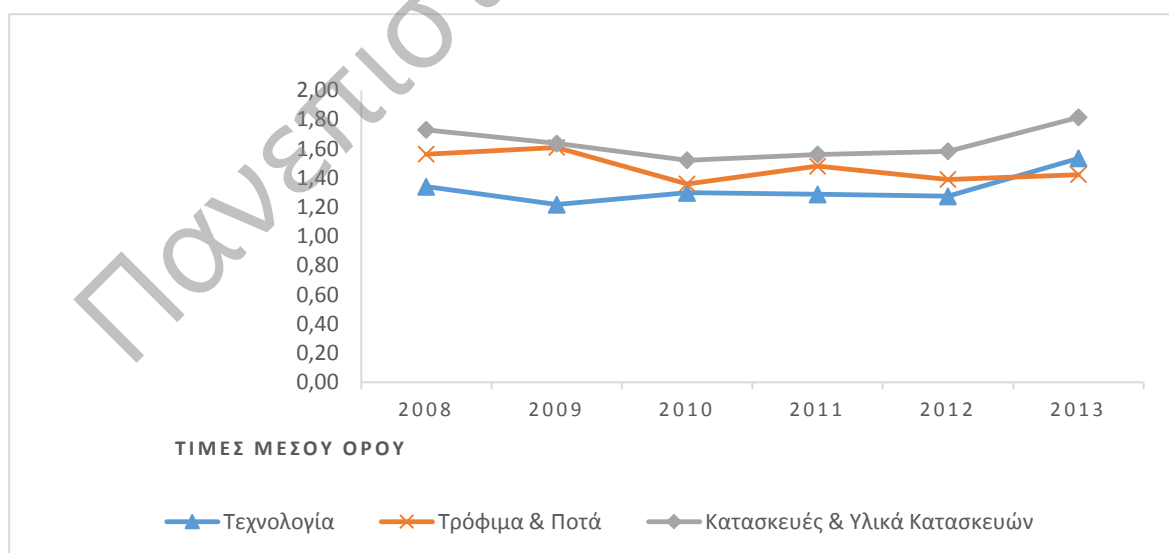
#### 4.3.1 Σύνολο υποχρεώσεων / Ίδια κεφάλαια

Ο δείκτης Ξένα προς Ίδια Κεφάλαια μας δίνει σαφή εικόνα για το ποιο ποσοστό της εταιρίας ανήκει στους μετόχους και ποιο στους δανειστές της. Με άλλα λόγια, ο συγκεκριμένος δείκτης δείχνει κατά πόσο οι συνολικές υποχρεώσεις της εταιρείας υπερβαίνουν τα Ίδια Κεφάλαια της, συμπεράνοντας εάν η επιχείρηση έχει χρηματοδοτηθεί με εξωτερικό δανεισμό ή με ίδια κεφάλαια. Όταν ο δείκτης είναι μεγαλύτερος της μονάδας σημαίνει ότι ο εξωτερικός δανεισμός της είναι περισσότερος από τα ίδια κεφάλαια. Για παράδειγμα, ένα νούμερο ίσο με 2 δείχνει μια εταιρία η οποία δανείστηκε ακριβώς το διπλάσιο από την περιουσία των μετόχων της.

Πίνακας 4.1

*Αριθμοδείκτης: Σύνολο υποχρεώσεων/Ίδια κεφάλαια*

ΚΛΑΔΟΣ\ΕΤΟΣ	Μέσος & Τυπική απόκλιση					
	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Τεχνολογία	1,34 (1,43)	1,22 (1,43)	1,30 (1,58)	1,29 (1,59)	1,27 (1,86)	1,53 (2,48)
Τρόφιμα & Ποτά	1,56 (1,57)	1,61 (1,62)	1,36 (1,36)	1,48 (1,48)	1,39 (1,42)	1,42 (1,46)
Κατασκευές & Υλικά Κατασκευών	1,73 (1,74)	1,64 (1,71)	1,52 (1,64)	1,56 (1,62)	1,58 (1,66)	1,81 (1,62)



Διάγραμμα 4.1

*Αριθμοδείκτης: Σύνολο υποχρεώσεων/Ίδια κεφάλαια*

Στον παραπάνω πίνακα-διάγραμμα, βάση υπολογισμού των δεδομένων, των προαναφερθέντων επιλεχθέντων κλάδων και των αντίστοιχων εισηγμένων επιχειρήσεων, για τα έτη 2008 έως και τέλος χρήσης 2013, είναι συγκεντρωμένα(πίνακας 4.1) και παρουσιάζονται(διάγραμμα 4.1) η διαχρονική πορεία της μέσης τιμής και της τυπικής απόκλισης για το κάθε κλάδο του δείκτη συνολικής δανειακής επιβάρυνσης, Σύνολο Υποχρεώσεων / Ίδια Κεφάλαια (Debt / Equity).

Επιπλέον, σύμφωνα με τα στοιχεία του πίνακα 4.1, γενικότερα παρατηρείται ότι ο μέσος όρος και των τριών εξεταζόμενων κλάδων χρηματοδοτούνται περισσότερο από ξένα παρά ίδια κεφάλαια. Πιο συγκεκριμένα, τα αποτελέσματα του αριθμοδείκτη αυτού για τη συγκεκριμένη έρευνα μας πληροφορούν ότι το χαμηλότερο δείκτη μόχλευσης σημείωσε ο κλάδος της τεχνολογίας (1,22 το έτος 2009) και το υψηλότερο δείκτη σημείωσε ο κλάδος των κατασκευών (1,81 το έτος 2013).

Ο κλάδος των κατασκευών, τα έτη 2008-2010 ακολουθεί σταθερή πτωτική τάση δείκτη δανεισμού, ξεκινώντας με 1,73 και κλείνοντας με 1,52, δείχνοντας ότι το θετικό περιβάλλον για την προώθηση δημόσιων έργων και επενδύσεων στον κατασκευαστικό κλάδο συντελεί στην ανάγκη χρησιμοποίησης λιγότερων ξένων δανείων. Ενώ, από το έτος 2011 έως 2013, περίοδος οικονομικής ύφεσης για την χώρα που δραστηριοποιείται, ο ομώνυμος κλάδος παρατηρείται να απευθύνεται στον εξωτερικό δανεισμό με μικρή σχετική άνοδο (από 1,56 το 2011 σε 1,58 το 2012) και απότομη και την μεγαλύτερη άνοδο το 2013 με δείκτη 1,81.

Παρομοίως κινείται ο κλάδος της τεχνολογίας αν και με χαμηλότερο σχετικά δείκτη συγκριτικά με τους υπόλοιπους δυο κλάδους. Συγκεκριμένα, ο κλάδος της τεχνολογίας, από το 2008 μέχρι 2010 ακολούθησε πτωτική και ανοδική τάση (από 1,34 το 2008 σε 1,22 το 2009 και τελικά 1,30 το 2010), αν και σχετικά μικρή η διαφορά. Ακολούθως συνέχισε να διατηρεί την κεφαλαιακή της διάρθρωση στα ίδια επίπεδα για τα έτη 2011 και 2012 με δείκτη 1,29 και 1,27 αντίστοιχα με ελάχιστη βέβαια πτώση. Ενώ, το 2013 παρατηρείται όπως και στον κλάδο κατασκευών η μεγαλύτερη απότομη αύξηση του δείκτη (τιμή 1,53), που σημαίνει ότι η φύση των εργασιών του κλάδου απαιτεί επενδύσεις επέκτασης, εκσυγχρονισμού και ανανέωσης του εξοπλισμού, και παράλληλα ο δισταγμός των μετόχων λόγω της οικονομικής αστάθειας και αβεβαιότητας να τις τροφοδοτήσουν τις επιχειρήσεις του συγκεκριμένου κλάδου με τα αναγκαία κεφάλαια, οδήγησε τις εν λόγω επιχειρήσεις στον εξωτερικό δανεισμό προκειμένου να καλύψουν τις ανάγκες τους και να διατηρήσουν τον ανταγωνιστικό τους πλεονέκτημα.

Ενώ, ο κλάδος των τροφίμων και ποτών διαχρονικά παρουσιάζει ανοδικές και πτωτικές μεταβολές του δείκτη με μέσο δείκτη για την πρώτη τριετία (2008-2010) 1,51 και 1,43 για την δεύτερη τριετία (2010-2013).

Στο παραπάνω διάγραμμα γίνεται αντιληπτό ότι ο κλάδος των κατασκευών υπερέχει σε χρήση χρηματοδότησης με εξωτερικό δανεισμό σε όλα τα έτη με μέση τιμή δείκτη 1,64, ενώ ακολουθεί ο κλάδος των τροφίμων και ποτών με μέση τιμή 1,47 και τέλος ο κλάδος της τεχνολογίας με μέση τιμή 1,32. Τα αποτελέσματα αυτά επιβεβαιώνουν τις διάφορες θεωρητικές και εμπειρικές μελέτες που περιστρέφονται γύρω από το θέμα της άριστης εταιρικής κεφαλαιακής διάρθρωσης.

Ειδικότερα, οι Titman και Wessels(1988) για τις δυνατότητες ανάπτυξης της εταιρίας επισήμαναν ότι εταιρίες που ανήκουν σε αναπτυσσόμενους κλάδους χρησιμοποιούν χαμηλή μόχλευση (στη δική μας μελέτη αυτό επιβεβαιώνεται από τον κλάδο της τεχνολογίας), καθώς υπάρχει η δυνατότητα ένταξης σε επενδυτικά προγράμματα που σημαίνει ασύμμετρη πληροφόρηση μεταξύ επιχείρησης και πιστωτών.

Όσον αφορά την μοναδικότητα της εταιρίας (κλάδος τεχνολογίας), συμπέραναν ότι οι επιχειρήσεις με εξειδικευμένα προϊόντα αντιμετωπίζουν υψηλά κόστη σε περίπτωση ρευστοποίησης, το οποίο δημιουργεί αρνητική συσχέτιση με το δείκτη χρέους.

Επιπλέον, για το μέγεθος της εκάστοτε εταιρίας επισήμαναν ότι οι επιχειρήσεις που χρησιμοποιούν περισσότερη μόχλευση είναι εκείνες με σημαντικό βαθμό παγιοποίησης (επαληθεύεται από τα παραπάνω αποτελέσματα του κλάδου κατασκευών) , καθώς οι πιθανότητες χρεοκοπίας στις εν λόγω εταιρείες είναι χαμηλές.

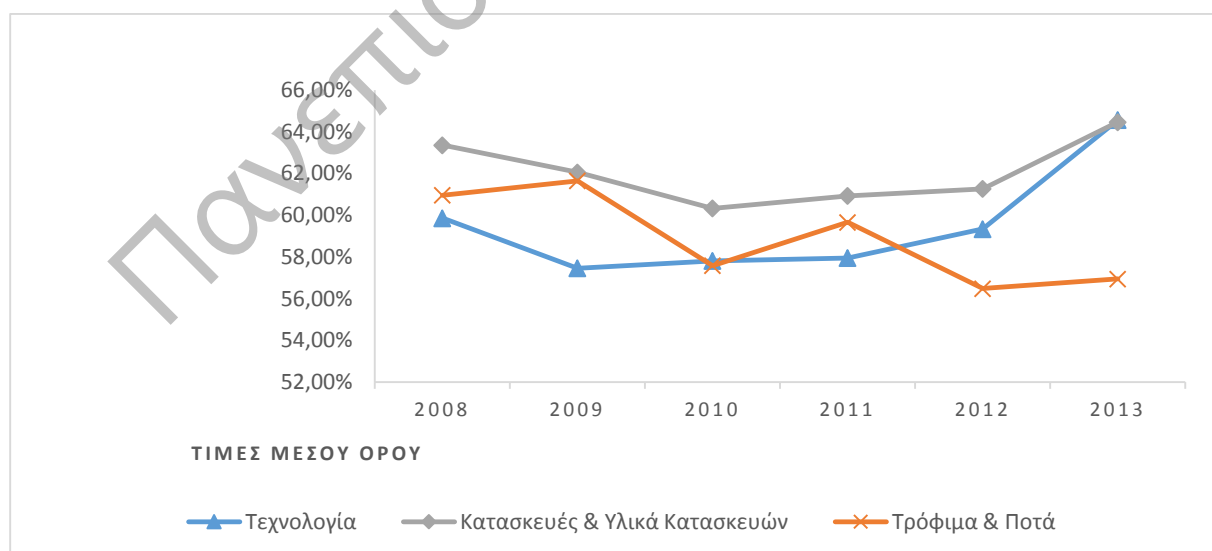
#### 4.3.2 Σύνολο υποχρεώσεων / Σύνολο ενεργητικού

Ο συγκεκριμένος δείκτης δείχνει την συνολική δανειακή επιβάρυνση, όπου το σύνολο των υποχρεώσεων περιλαμβάνει τόσο τις βραχυπρόθεσμες όσο και τις μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις της εκάστοτε επιχείρησης. Παραδείγματος χάριν, δείκτης τάξεως 50% μαρτυρεί ότι το μισό της συνολικής χρηματοδότησης έχει καταβληθεί από τους πιστωτές της ενώ το υπόλοιπο από τους μετόχους. Συνεπώς, ο Debt Ratio δεν αποτελεί τίποτε περισσότερο από μια παραλλαγή του προηγούμενου δείκτη (Σύνολο Υποχρεώσεων / Ίδια Κεφάλαια), δείχνοντάς μας όμως ποσοστιαία τα κεφάλαια που έχουν αντληθεί από τους πιστωτές.

**Πίνακας 4.2**

**Αριθμοδείκτης: Σύνολο υποχρεώσεων/ Σύνολο ενεργητικού**

ΚΛΑΔΟΣ\ΕΤΟΣ	Μέσος & Τυπική απόκλιση					
	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Τεχνολογία	59,86% (58,70%)	57,46% (57,89%)	57,82% (61,15%)	57,95% (61,17%)	59,34% (64,23%)	64,57% (70,54%)
Τρόφιμα & Ποτά	60,96% (61,04%)	61,65% (61,84%)	57,59% (57,53%)	59,66% (59,74%)	56,49% (59,08%)	56,95% (59,83%)
Κατασκευές & Υλικά Κατασκευών	63,36% (64,78%)	62,06% (64,87%)	60,33% (65,64%)	60,93% (64,25%)	61,27% (65,75%)	64,47% (66,12%)



**Διάγραμμα 4.2**

**Αριθμοδείκτης: Σύνολο υποχρεώσεων/ Σύνολο ενεργητικού**



Σύμφωνα με το πίνακα 4.2, από τον υπολογισμό των δεδομένων για τους ανωτέρους κλάδους που έχουμε προαναφέρει, ο κλάδος των κατασκευών έχει διαχρονικά τον υψηλότερο δείκτη με μέση τιμή 62,07%, ακολουθεί ο κλάδος των τροφίμων μέχρι το έτος 2012 με μέση τιμή 58,88% και τέλος ο κλάδος της τεχνολογίας παρουσιάζει το χαμηλότερο δείκτη από το έτος 2008 έως 2011 από όπου ξεκινάει άνοδο, πλησιάζοντας τον κλάδο των κατασκευών.

Συγκριμένα, ο κλάδος των κατασκευών, τα έτη 2008-2010 ακολουθεί σταθερή πτωτική τάση του δείκτη δανεισμού, ξεκινώντας με 63,36% και κλείνοντας με 60,33%, οδηγώντας στα ίδια συμπεράσματα με τον δείκτη Σύνολο Υποχρεώσεων προς Ίδια Κεφάλαια. Δηλαδή, ότι το θετικό περιβάλλον για την προώθηση δημόσιων έργων και επενδύσεων στον κατασκευαστικό κλάδο συντελεί στην ανάγκη χρησιμοποίησης λιγότερων ξένων δανείων. Ενώ, από το έτος 2011 έως 2013, η χρηματοδότηση από τους πιστωτές των εν λόγω επιχειρήσεων του συγκεκριμένου κλάδου αυξάνεται σταδιακά από 60,93% σε 64,47%.

Ο κλάδος της τεχνολογίας, κινείται ανάλογα αν και με χαμηλότερο σχετικά δείκτη συγκριτικά με τους υπόλοιπους δυο κλάδους. Συγκεκριμένα, ο κλάδος της τεχνολογίας, από το 2008 μέχρι 2010 ακολούθησε πτωτική και ανοδική τάση (από 59,86% το 2008 σε 57,46% το 2009 και τελικά 57,82% το 2010), αν και σχετικά ελάχιστη η διαφορά. Ακολούθως συνέχισε να διατηρεί την κεφαλαιακή της διάρθρωση στα ίδια επίπεδα για τα έτη 2011 και 2012 με δείκτη 57,95% και 59,34% αντίστοιχα με ελάχιστη βέβαια άνοδο. Ενώ, το 2013 παρατηρείτε απότομη αύξηση του δείκτη (τιμή 64,57%) αγγίζοντας τον κλάδο των κατασκευών. Οδηγώντας στα ίδια συμπεράσματα με τον δείκτη σύνολο υποχρεώσεων/ ίδια κεφάλαια.

Ενώ, ο κλάδος των τροφίμων και ποτών διαχρονικά παρουσιάζει ανοδικές και πτωτικές μεταβολές του δείκτη με μέσο δείκτη για την πρώτη τριετία (2008-2010) 60,06% και 57,70% για την δεύτερη τριετία (2010-2013).

Συνεπώς, οδηγούμαστε στα ίδια συμπεράσματα που εξήχθησαν από τον προηγούμενο δείκτη(Σύνολο Υποχρεώσεων/Ίδια Κεφάλαια), επιβεβαιώνοντας θεωρητικές και εμπειρικές μελέτες της άριστης κεφαλαιακής διάρθρωσης. Ειδικότερα, οι Titmankai Wessels(1988) για τις δυνατότητες ανάπτυξης της εταιρίας επισήμαναν ότι εταιρίες που ανήκουν σε αναπτυσσόμενους κλάδους χρησιμοποιούν χαμηλή μόχλευση (στη δική μας μελέτη αυτό επιβεβαιώνεται από τον κλάδο της τεχνολογίας), καθώς υπάρχει η δυνατότητα ένταξης σε επενδυτικά προγράμματα που σημαίνει ασύμμετρη πληροφόρηση μεταξύ επιχείρησης και πιστωτών.

### 4.3.3 Δείκτης Βραχυπρόθεσμης & Μακροπρόθεσμης Δανειακής Επιβάρυνσης

Ο βραχυπρόθεσμος δείκτης χρέους μιας επιχείρησης, που είναι ο λόγος των συνολικών βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων προς το σύνολο του ενεργητικού, χρησιμεύει στο να παρατηρήσουμε κατά πόσο οι εταιρείες των εξεταζόμενων κλάδων επιλέγουν βραχυπρόθεσμη μόχλευση. Ο δείκτης βραχυπρόθεσμης δανειακής επιβάρυνσης συνδέεται αντίστροφα με την ρευστότητα της επιχείρησης και σαφώς την ικανότητα της να ανταπεξέλθει στα χρέη της, δηλαδή όσο πιο υψηλός ο δείκτης τόσο πιο χαμηλή παρουσιάζεται η ρευστότητα της επιχείρησης.

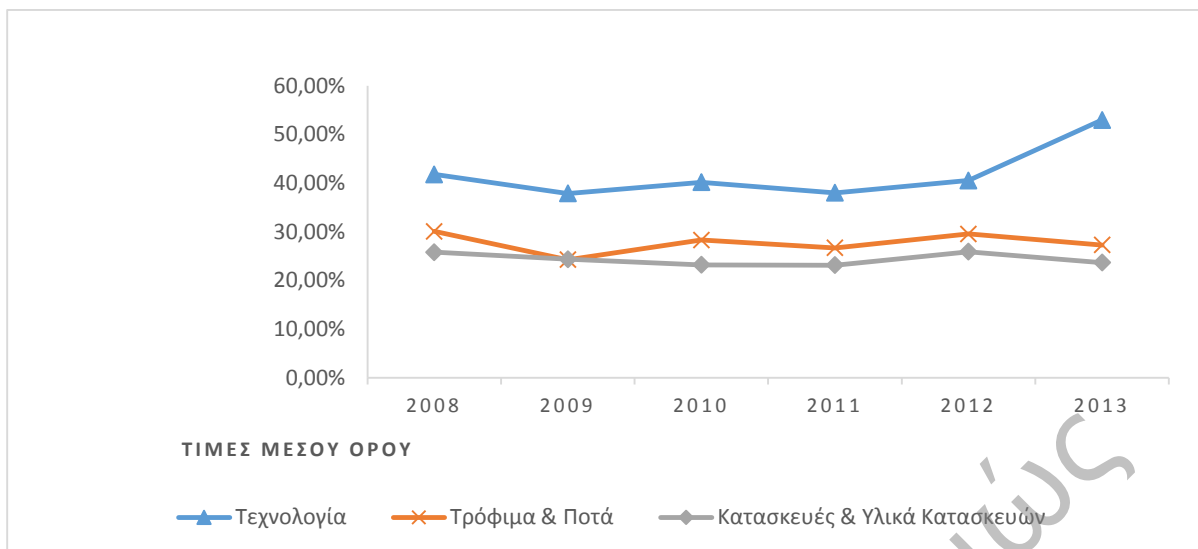
Αντίστοιχα, ο υπολογισμός του δείκτη μακροπρόθεσμης δανειακής επιβάρυνσης, που δίνεται από τον λόγο των συνολικών μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων προς το σύνολο του ενεργητικού, βοηθά στην άμεση παρατήρηση του τι ποσοστό της λογιστικής αξίας των περιουσιακών στοιχείων μιας εταιρείας χρηματοδοτείται από μακροπρόθεσμα ξένα κεφάλαια. Ένας υψηλός δείκτης μακροπρόθεσμης δανειακής επιβάρυνσης μαρτυρά την ικανότητα μιας επιχείρησης να παρουσιάζει θετικά έσοδα και σταθερή ροή μετρητών. Συγκρίνοντας τα αποτελέσματα και των δύο δεικτών παράλληλα θα προκύψουν και τα ανάλογα συμπεράσματα.

Παρακάτω παρατίθενται: τα αποτελέσματα των δεδομένων των τριών προαναφερόμενων εξεταζόμενων κλάδων, του δείκτη βραχυπρόθεσμου δανειακής επιβάρυνσης (πίνακας-διάγραμμα 4.3) και τα αποτελέσματα του δείκτη μακροπρόθεσμου δανειακής επιβάρυνσης (πίνακας-διάγραμμα 4.4).

**Πίνακας 4.3**

**Αριθμοδείκτης: Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις/Σ. ενεργητικού**

ΚΛΑΔΟΣ\ΕΤΟΣ	Μέσος & Τυπική απόκλιση					
	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Τεχνολογία	41,82% (40,82%)	37,91% (41,06%)	40,19% (44,35%)	38,01% (42,24%)	40,56% (44,90%)	52,99% (61,28%)
Τρόφιμα & Ποτά	30,11% (30,27%)	24,28% (24,13%)	28,31% (28,22%)	26,70% (26,52%)	29,58% (30,94%)	27,31% (28,71%)
Κατασκευές & Υλικά Κατασκευών	25,83% (28,16%)	24,37% (25,73%)	23,24% (27,26%)	23,15% (24,41%)	25,92% (29,25%)	23,70% (24,83%)



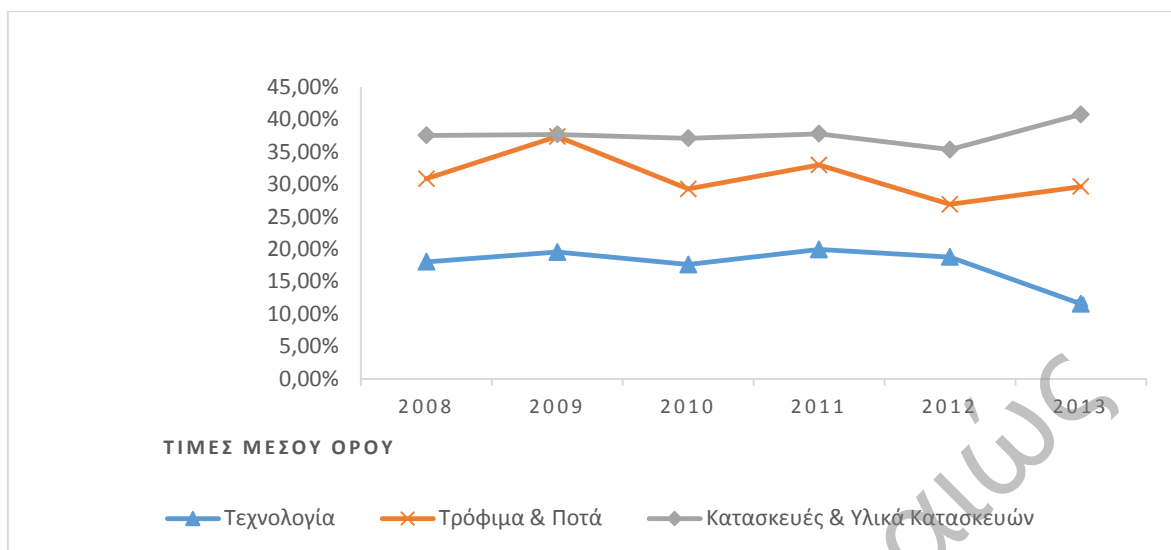
**Διάγραμμα 4.3**

**Αριθμοδείκτης: Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις/Σ. ενεργητικού**

**Πίνακας 4.4**

**Αριθμοδείκτης: Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις/Σ. ενεργητικού**

ΚΛΑΔΟΣ\ΕΤΟΣ	Μέσος & Τυπική απόκλιση					
	2008	2009	2010	2011	2012	2013
	*Οι τιμές στις παρενθέσεις είναι η τυπική απόκλιση					
Τεχνολογία	18,04% (18,50%)	19,55% (18,45%)	17,63% (17,43%)	19,94% (19,34%)	18,78% (19,41%)	11,58% (9,55%)
Τρόφιμα & Ποτά	30,85% (30,78%)	37,37% (37,71%)	29,28% (29,31%)	32,96% (33,23%)	26,91% (28,14%)	29,64% (31,12%)
Κατασκευές & Υλικά Κατασκευών	37,53% (37,89%)	37,68% (39,34%)	37,10% (39,10%)	37,78% (40,24%)	35,34% (37,41%)	40,77% (41,76%)



**Διάγραμμα 4.4**

**Αριθμοδείκτης: Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις/Σ. ενεργητικού**

Παρατηρώντας και συγκρίνοντας τα αποτελέσματα του πίνακα 4.3 και 4.4, γίνεται αντιληπτό ότι ο κλάδος της τεχνολογίας παρουσιάζει τον υψηλότερο δείκτη βραχυπρόθεσμης δανειακής επιβάρυνσης διαχρονικά με μέσο ποσοστό 41,91% συγκριτικά με τους δυο υπόλοιπους κλάδους (μέσος δείκτης βραχυπρόθεσμου χρέους για τον κλάδο των τροφίμων 27,71% και για τον κλάδο των κατασκευών 24,37%). Ενώ τον υψηλότερο μέσο δείκτη μακροπρόθεσμου χρέους παρουσιάζει ο κλάδος κατασκευών (37,70%) ακολουθούμενος από τον κλάδο των τροφίμων και ποτών (31,17%) και τέλος τον κλάδο της τεχνολογίας (17,59%).

Ωστόσο, αν και ο κλάδος της τεχνολογίας διαχρονικά παρουσιάζει τον υψηλότερο δείκτη βραχυπρόθεσμου δανεισμού, αυτός δεν υπερβαίνει το 50%, με μόνη εξαίρεση το έτος 2013 που αγγίζει σχεδόν το 53%, μαρτυρώντας ίσως τα προβλήματα ρευστότητας που αντιμετωπίζει ο συγκεκριμένος κλάδος. Αντίστοιχα, ο δείκτης του κλάδου τροφίμων και ποτών κυμαίνεται κάτω από το 30% με μόνη εξαίρεση το έτος 2008 (δείκτης 30,11%). Ο κλάδος των κατασκευών και υλικών κατασκευών παρουσιάζει μια σταθερότητα σε όλα τα εξεταζόμενα έτη όσον αφορά τον αριθμοδείκτη βραχυπρόθεσμου δανεισμού, ο οποίος κυμαίνεται γύρω στο 25%.

Όσον αφορά τα αποτελέσματα του δείκτη μακροπρόθεσμου δανειακής επιβάρυνσης (πίνακας-διάγραμμα 4.4), παρατηρείτε σε αντίθεση με το δείκτη βραχυπρόθεσμου δανειακής επιβάρυνσης πτώση στον κλάδο της τεχνολογίας, που παρουσιάζει και τον χαμηλότερο δείκτη διαχρονικά συγκριτικά με τους δυο υπόλοιπους κλάδους, ο οποίος κυμαίνεται γύρω στο 18%

με εξαίρεση το έτος 2013 που η πτώση ήταν ακόμη χαμηλότερη αγγίζοντας σχεδόν το 11%. Στον κλάδο των τροφίμων και ποτών παρατηρείται μια αστάθεια του μακροπρόθεσμου δείκτη από έτος σε έτος, ωστόσο είναι σαφώς υψηλότερο από τον κλάδο της τεχνολογίας με την χαμηλότερη τιμή κοντά στο 27% και την υψηλότερη 37%. Ξανά, ο κλάδος κατασκευών και υλικών κατασκευών είναι αυτός που παρουσιάζει την μεγαλύτερη σταθερότητα όπως και με τον δείκτη βραχυπρόθεσμου δανεισμού και ίσως μεγαλύτερη. Στα πρώτα τέσσερα έτη (2008-2011) ο μακροπρόθεσμος δείκτης δανεισμού κυμαίνεται σταθερά για τον αναφερόμενο κλάδο στο 37%, ενώ ακολουθεί μια μικρή πτώση το 2012 (35%) και άνοδος το 2013 αγγίζοντας 40%.

Τα παραπάνω αποτελέσματα επιβεβαιώνουν την θεωρητική προσέγγιση της κεφαλαιακής διάρθρωσης, αλλά και τα συμπεράσματα της εμπειρικής έρευνας (με αντικείμενο τις επενδυτικές ευκαιρίες, πληροφόρηση και μέγεθος εταιρίας) των Barclay, Smith και Watts (1992), ότι οι επιχειρήσεις με υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης (growth), κλάδος τεχνολογίας, κάνουν χρήση βραχυπρόθεσμου και σχετικά χαμηλού δανεισμού. Ενώ, οι εταιρίες σταθερής ανάπτυξης (value), κλάδος τροφίμων και κατασκευών, τις περισσότερες φορές επιλέγουν μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση από ξένα κεφαλαία.

#### 4.3.4 Εξαγωγές / Σύνολο ενεργητικού

Προκειμένου να έχουμε ένα μέτρο σύγκρισης της εξωστρέφειας των τριών εξεταζόμενων κλάδων<sup>5</sup>, κάνουμε χρήση του δείκτη Εξαγωγές προς Σύνολο Ενεργητικού. Μέσο του συγκεκριμένου δείκτη παρατηρούμε τι ποσοστό της λογιστικής αξίας των περιουσιακών στοιχείων μιας εταιρείας αντιπροσωπεύουν οι εξαγωγές.

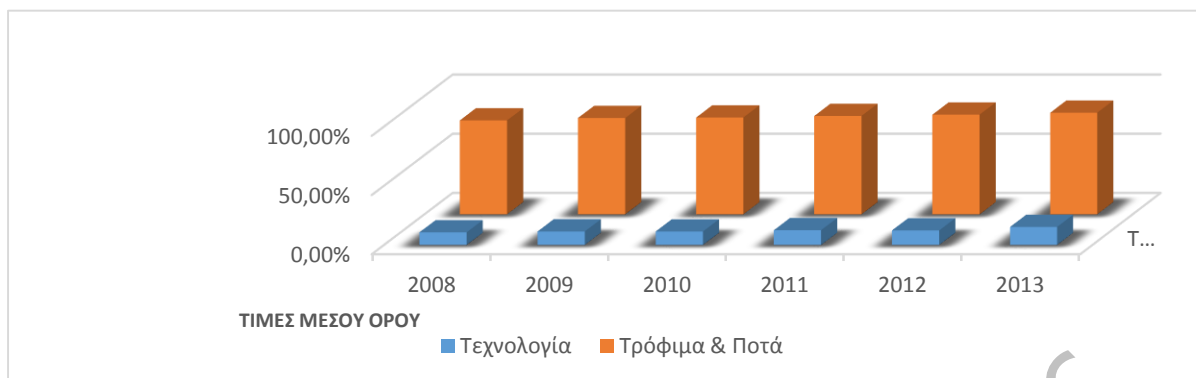
Παρακάτω παρατίθενται δυο πίνακες με τα διαγράμματα τους (4.5 και 4.6) καθώς κρίθηκε απαραίτητο στο αρχικό υπολογισμό του δείκτη (πίνακας-διάγραμμα 4.5) να συμπεριληφθούν προς εξέταση όλες οι επιχειρήσεις των εν λόγω εξεταζόμενων κλάδων. Ενώ στον πίνακα-διάγραμμα 4.6 δεν έχει συμπεριληφθεί στον υπολογισμό του μέσου δείκτη η εταιρεία Coca-Cola Hellenic A.E. του κλάδου τροφίμων και ποτών, που αποτελεί και την εξαίρεση από τις υπόλοιπες εξεταζόμενες επιχειρήσεις, καθώς κατέχει δεσπόζουσα θέση, δραστηριοποιείτε σε διεθνείς αγορές απολαμβάνοντας τα όποια οφέλη αυτό ενέχει, με αποτέλεσμα και οι εξαγωγικές πωλήσεις της θυγατρικής εταιρείας στη Ελλάδα να είναι κατά πολύ υψηλότερες από τις υπόλοιπες Ελληνικές εταιρείες του ίδιου κλάδου.

**Πίνακας 4.5**

**Αριθμοδείκτης 1: Εξαγωγές/Σ. ενεργητικού**

ΚΛΑΔΟΣ\ΕΤΟΣ	Μέσος & Τυπική απόκλιση					
	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Τεχνολογία	10,64% (8,84%)	11,42% (8,72%)	11,39% (8,38%)	12,45% (9,45%)	12,28% (8,99%)	15,20% (11,21%)
Τρόφιμα & Ποτά	79,37% (42,29%)	81,39% (43,60%)	81,80% (43,65%)	83,12% (44,52%)	84,24% (44,62%)	85,86% (45,57%)

<sup>5</sup> Σημείωση: για τον κλάδο «Κατασκευές και υλικά κατασκευών» δεν ήταν εφικτή η εύρεση των εξαγωγικών πωλήσεων για ορισμένες επιχειρήσεις, συνεπώς δεν θα συμπεριληφθεί στον υπολογισμό του συγκεκριμένου δείκτη.



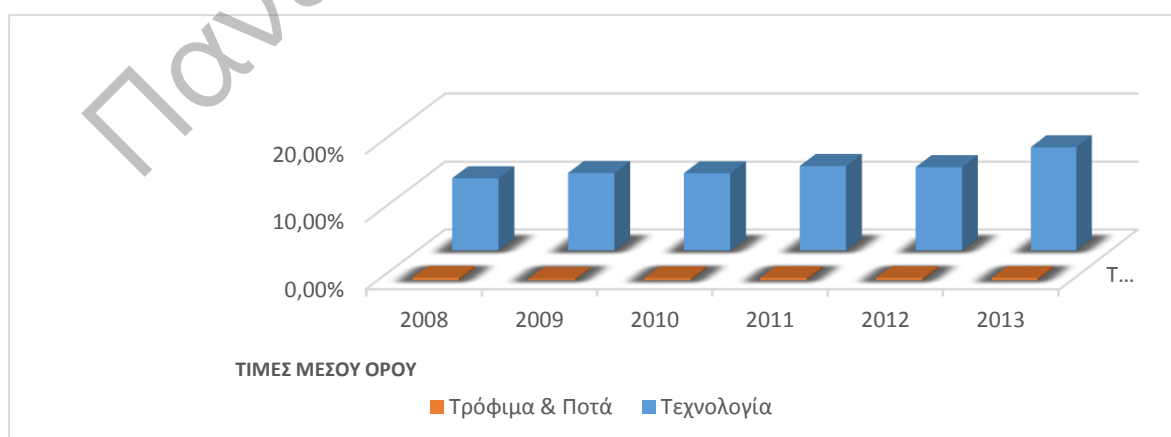
**Διάγραμμα 4.5**

**Αριθμοδείκτης 1: Εξαγωγές/Σ. ενεργητικού**

**Πίνακας 4.6**

**Αριθμοδείκτης 2: Εξαγωγές/Σ. ενεργητικού**

ΕΞΑΓΩΓΕΣ / ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ						
ΚΛΑΔΟΣ\ΕΤΟΣ	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Τεχνολογία	10,64% (8,84%)	11,42% (8,72%)	11,39% (8,38%)	12,45% (9,45%)	12,28% (8,99%)	15,20% (11,21%)
Τρόφιμα & Ποτά	0,34% (0,18%)	0,20% (0,11%)	0,29% (0,15%)	0,31% (0,17%)	0,32% (0,17%)	0,32% (0,17%)



**Διάγραμμα 4.6**

**Αριθμοδείκτης 2: Εξαγωγές/Σ. ενεργητικού**

Συνεπώς, από τα αποτελέσματα του δείκτη, γενικά παρατηρείτε, ότι το ποσοστό των εξαγωγών και των δύο κλάδων προς το ενεργητικό τους, δεν μεταβάλλετε αισθητά από έτος σε έτος αλλά ούτε παρατηρείτε και υψηλή ποσοστιαία απόκλιση από το έτος 2008 με το έτος 2013. Η παρατεταμένη ύφεση και η έλλειψη αναπτυξιακής δυναμικής έτεινε στο να συρρικνώνει την επιχειρηματική δραστηριότητα των εταιριών αυτών (συνεπώς και τις εξωστρεφείς δραστηριότητες) και είχε ως αποτέλεσμα να αναχαιτίσει τον κύκλο εργασιών των περισσότερων.

Συγκεκριμένα, στο πίνακα-διάγραμμα 4.5 που εμπεριέχει όλες τις εξεταζόμενες επιχειρήσεις των δυο κλάδων (συμπεριλαμβανομένου της Coca-Cola Hellenic A.E., κλάδος τροφίμων και ποτών) είναι εμφανές ότι ο κλάδος των τροφίμων και ποτών υπερέχει του κλάδου τεχνολογίας σε εξωστρεφείς δραστηριότητες εξαπλάσια και επταπλάσια φορές παραπάνω, με μέσο ποσοστό 82,63% έναντι 12,23% αντίστοιχα. Ενώ στο πίνακα-διάγραμμα 4.6 (όπου εξαιρείται από τον υπολογισμό του μέσου όρου του κλάδου τροφίμων και ποτών η εταιρεία Coca-Cola Hellenic A.E.) υπάρχει αντίστροφο αποτέλεσμα, με τον κλάδο της τεχνολογίας να υπερέχει έναντι του κλάδου τροφίμων και ποτών τριάντα έως πενήντα φορές παραπάνω, με μέσο ποσοστό 12,23% έναντι 0,30% αντίστοιχα.

Συμπερασματικά, εάν λάβουμε υπόψιν τα αποτελέσματα του πίνακα 4.6 (που κατά προσωπική άποψη είναι σωστότερο, λόγω των ανωτέρω αιτιολογήσεων) παρατηρείτε ότι οι επιχειρήσεις με υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης (growth), κλάδος τεχνολογίας, είναι πιο εξωστρεφείς από τις επιχειρήσεις σταθερής ανάπτυξης (value), κλάδος τροφίμων, την τελευταία τουλάχιστον εξαετία.

Αυτό οφείλετε κυρίως στο γεγονός ότι ο κλάδος της τεχνολογίας επωφελείται της οικονομικής κρίσης, καθώς οι εταιρείες του συγκεκριμένου κλάδου απευθύνονται στις επιχειρήσεις που έχουν υποστεί πλήγμα από τη μείωση του ανθρώπινου δυναμικού, οι οποίες προκειμένου όχι μόνο να μην μειώσουν την παραγωγικότητα τους αλλά να την ενισχύσουν κιάλας αντισταθμίζουν τις ανάγκες μείωσης ανθρώπινου δυναμικού με ηλεκτρονικά συστήματα. Επίσης, οι εξαγορές και συγχωνεύσεις των επιχειρήσεων του εν λόγω κλάδου, που στην εξεταζόμενη περίοδο υπογράφονταν κατά κόρον ενισχύουν τις δραστηριότητες του κλάδου στις διεθνείς αγορές. Επιπλέον, η δυναμική εξωστρέφειας του κλάδου της τεχνολογίας έπεται και στην επέκταση συνεργασιών στις διεθνείς αγορές μέσω συμβάσεων για αποπεράτωση ανάληψης ορισμένου έργου, όπου παρέχουν συμβουλευτικές υποστηρικτικές υπηρεσίες, παραγωγή και εμπόριο ηλεκτρονικών υποσυστημάτων, κ.τ.λ.. Η δε συνεργασία των



εταιρειών του κλάδου τεχνολογίας με δημόσιους κρατικούς φορείς πέραν της Ελλάδος, για θέματα όπως εισφοροδιαφυγής στη δημόσια κοινωνική ασφάλιση συντέλεσε στην υπεροχή της εξωστρέφειας της έναντι του κλάδου τροφίμων.

Τέλος, καθώς η περίοδος αυτή χαρακτηρίζεται από την ανάπτυξη της πληροφορικής και τεχνολογίας, όπου κυριαρχεί η ζήτηση για προηγμένες λύσεις τεχνολογίας και νέων αναβαθμισμένων προϊόντων, δεν θα μπορούσε να μην ευνοεί τις εν λόγω εταιρείες ώστε να ενισχύσουν την θέση τους τόσο στην εγχώρια αγορά αλλά όσο και στο εξωτερικό παρουσιάζοντας νέα προϊόντα, προσφέροντας υποστηρικτικές υπηρεσίες συντήρησης και αναβάθμισης των υπάρχοντων ηλεκτρονικών συστημάτων, παρέχοντας προηγμένες λύσεις για πρόσβαση και υποστήριξη δικτύων και λαμβάνοντας συμμετοχή σε πολυάριθμα εθνικά και διεθνή προγράμματα, προσφέροντας τις υπηρεσίες όπως σχεδίαση, ανάπτυξη, ολοκλήρωση και επαλήθευση των αμυντικών και ηλεκτρονικών συστημάτων.

Συνεπώς, όλα τα προαναφερθέντα αλλά και το γεγονός ότι ο κλάδος των τροφίμων δεν εδραιώνεται σε αγορές του εξωτερικού λόγω της οικονομικής ύφεσης και του δείκτη τιμών καταναλωτή ο οποίος παραμένει σταθερός ή ακόμη να ακολουθεί πτώση, εξηγούν την υπεροχή της εξωστρέφειας του τεχνολογικού κλάδου.

#### 4.4 Ανακεφαλαίωση

Ολοκληρώνοντας την μελέτη του παρόντος κεφαλαίου, που περιστρέφονταν γύρω από την διάρθρωση των κεφαλαίων των επιχειρήσεων και της εξωστρέφειας τους, συμπεράναμε ότι οι ο μέσος όρος των εξεταζόμενων επιχειρήσεων των κλάδων: τεχνολογίας, τροφίμων και ποτών, και κατασκευών και υλικών κατασκευών, καλύπτουν της χρηματοοικονομικές τους ανάγκες κάνοντας χρήση κυρίως εξωτερικού δανεισμού και όχι μετοχικού.

Ανεξαρτήτως, εάν υπάγονται στους κλάδους εκείνους που παρουσιάζουν επενδυτικές ευκαιρίες, που αποτελεί ουσιαστικό προσδιοριστικό παράγοντα της κεφαλαιακής τους διάρθρωσης, τονίζοντας ότι οι επιχειρήσεις που υπάγονται στην κατηγορία αναπτυσσόμενων (growth) δανείζονται λιγότερα ξένα κεφάλαια και περισσότερα ίδια κεφάλαια και οι επιχειρήσεις σταθερής ανάπτυξης (value) το αντίθετο, τα αποτελέσματα της έρευνας ήταν ότι όλες οι εξεταζόμενες επιχειρήσεις βασίζονται στην εξωτερική μόχλευση.

Ωστόσο, παρατηρήθηκε ότι συγκριτικά ο κλάδος των εταιρειών growth έναντι των value όντως χρησιμοποιούν λιγότερο ξένα κεφάλαια, επαληθεύοντας της διάφορες θεωρητικές και εμπειρικές μελέτες γύρω από την άριστη κεφαλαιακή διάρθρωση.

Τέλος, όσον αφορά την εξωστρέφεια και ανταγωνιστικότητα των εν λόγω εξεταζόμενων κλάδων, παρατηρήθηκε ότι ο κλάδος της τεχνολογίας είναι πιο εξωστρεφείς από τον κλάδο τροφίμων και ποτών.

**\* \* \* ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ \* \* \***

Οι παρακάτω πίνακες περιλαμβάνουν τα οικονομικά μεγέθη όλων των επιχειρήσεων ανά κλάδο, τα οποία ήταν αναγκαία για την εκπόνηση της εμπειρικής μελέτης (κεφάλαιο 4). Όλα τα στοιχεία συγκεντρώθηκαν από τις δημοσιευμένες οικονομικές τους καταστάσεις.

**ΠΙ Οικονομικά στοιχεία του κλάδου τεχνολογίας**

<b>ΚΛΑΔΟΣ ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΑΣ</b>							
<b>ΕΤΟΣ</b>		<b>ΜΕΣΟΣ ΟΡΟΣ ΚΛΑΔΟΥ</b>	<b>ALTEC ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ Α.Β.Ε.Ε.</b>	<b>BYTE COMPUTER Α.Β.Ε.Ε.</b>	<b>LOGISMOS ΣΥΣΤΗΜΑΤΑ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗΣ Α.Ε.</b>	<b>QUEST ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ Α.Ε.<sup>6</sup></b>	<b>ΙΝΤΡΑΚΟΜ Α.Ε. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ</b>
<b>2008</b>	<b>Μ.Υ.<sup>7</sup></b>	62.484.762 €	82.977.413 €	1.521.701 €	1.624.698 €	21.617.000 €	204.683.000 €
	<b>Β.Υ.</b>	144.879.207 €	100.197.575 €	20.170.907 €	2.377.551 €	130.122.000 €	471.528.000 €
	<b>Σ.Υ.</b>	207.363.969 €	183.174.988 €	21.692.608 €	4.002.249 €	151.739.000 €	676.211.000 €
	<b>Ι.Κ.</b>	154.822.844 €	78.954.670 €	21.347.636 €	6.658.913 €	198.666.000 €	468.487.000 €
	<b>Σ.Ε.</b>	346.396.079 €	183.174.989 €	43.040.245 €	10.661.162 €	350.406.000 €	1.144.698.000 €
<b>2009</b>	<b>Μ.Υ.</b>	67.075.132 €	92.095.994 €	1.209.481 €	1.677.183 €	21.617.000 €	218.776.000 €
	<b>Β.Υ.</b>	130.059.516 €	10.752.310 €	19.334.095 €	3.143.176 €	130.122.000 €	486.946.000 €
	<b>Σ.Υ.</b>	197.134.648 €	102.848.304 €	20.543.576 €	4.820.359 €	151.739.000 €	705.722.000 €
	<b>Ι.Κ.</b>	162.009.150 €	82.992.121 €	21.176.566 €	6.716.065 €	198.666.000 €	500.495.000 €
	<b>Σ.Ε.</b>	343.064.575 €	102.848.305 €	41.719.143 €	11.536.425 €	350.406.000 €	1.208.813.000 €
<b>2010</b>	<b>Μ.Υ.</b>	56.770.609 €	55.890.940 €	687.628 €	2.095.479 €	21.092.000 €	204.087.000 €
	<b>Β.Υ.</b>	129.423.169 €	12.240.954 €	13.373.355 €	2.341.538 €	109.312.000 €	509.848.000 €
	<b>Σ.Υ.</b>	186.193.779 €	68.131.894 €	14.060.983 €	4.437.017 €	130.404.000 €	713.935.000 €
	<b>Ι.Κ.</b>	143.365.951 €	37.556.408 €	19.208.239 €	6.769.110 €	200.479.000 €	452.817.000 €

<sup>6</sup> Για την εταιρεία Quest Συμμετοχών Α.Ε. τα στοιχεία του 2008 έχουν ληφθεί ίδια με του 2009 καθώς δεν υπήρχαν.

<sup>7</sup> Όπου: **Μ.Υ.**(μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις), **Β.Υ.**(βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις), **Σ.Υ.**(συνολικές υποχρεώσεις), **Ι.Κ.**(ίδια κεφάλαια), **Σ.Ε.**(σύνολο ενεργητικού)

	Σ.Ε.	322.048.849 €	68.131.894 €	33.269.222 €	11.206.128 €	330.885.000 €	1.166.752.000 €
2011	Μ.Υ.	58.488.960 €	49.755.335 €	583.842 €	2.006.621 €	37.166.000 €	202.933.000 €
	Β.Υ.	111.483.129 €	14.961.757 €	11.871.845 €	1.524.043 €	98.521.000 €	430.537.000 €
	Σ.Υ.	169.972.089 €	64.717.092 €	12.455.687 €	3.530.664 €	135.687.000 €	633.470.000 €
	Ι.Κ.	132.021.707 €	43.540.167 €	17.025.404 €	6.809.966 €	195.434.000 €	397.299.000 €
	Σ.Ε.	293.285.963 €	64.717.093 €	29.481.092 €	10.340.631 €	331.122.000 €	1.030.769.000 €
	2012	Μ.Υ.	50.514.338 €	22.881.574 €	1.198.913 €	1.587.204 €	36.246.000 €
Β.Υ.		109.110.630 €	10.600.861 €	11.295.835 €	1.286.456 €	89.416.000 €	432.954.000 €
Σ.Υ.		159.624.969 €	33.482.435 €	12.494.748 €	2.873.660 €	125.662.000 €	623.612.000 €
Ι.Κ.		125.337.715 €	79.793.042 €	14.812.106 €	6.850.429 €	177.707.000 €	347.526.000 €
Σ.Ε.		269.003.876 €	33.482.434 €	27.306.854 €	9.724.090 €	303.368.000 €	971.138.000 €
2013		Μ.Υ.	29.796.010 €	23.947.586 €	988.580 €	1.536.886 €	30.337.000 €
	Β.Υ.	136.399.832 €	5.044.883 €	11.535.416 €	986.861 €	107.605.000 €	556.827.000 €
	Σ.Υ.	166.195.842 €	28.992.469 €	12.523.996 €	2.523.747 €	137.942.000 €	648.997.000 €
	Ι.Κ.	108.346.006 €	85.674.770 €	14.625.633 €	6.885.628 €	162.374.000 €	272.170.000 €
	Σ.Ε.	257.406.295 €	28.992.469 €	27.149.629 €	9.409.376 €	300.313.000 €	921.167.000 €

## Π2 Οικονομικά στοιχεία του κλάδου τροφίμων και ποτών

ΚΛΑΔΟΣ ΤΡΟΦΙΜΩΝ ΚΑΙ ΠΟΤΩΝ							
ΕΤΟΣ		ΜΕΣΟΣ ΟΡΟΣ ΚΛΑΔΟΥ	COCA COLA Α.Ε.	ΑΡΤΟΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΚΑΡΑΜΟΛΕΓΚΟΣ Α.Ε.	ΚΡΙ-ΚΡΙ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΓΑΛΑΚΤΟΣ Α.Β.Ε. Ε.	ΜΥΛΟΙ ΛΟΥΛΗ Α.Ε.	ΚΥΛΙΝΔΡΟΜΥΛΟΙ Κ. ΣΑΡΑΝΤΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε
2008	Μ.Υ.	488.184.797 €	2.316.000.000 €	36.314.161 €	8.861.139 €	60.362.400 €	19.386.287 €
	Β.Υ.	476.455.967 €	2.274.000.000 €	41.097.826 €	7.960.635 €	42.348.855 €	16.872.519 €
	Σ.Υ.	964.640.764 €	4.590.000.000 €	77.411.987 €	16.821.774 €	102.711.255 €	36.258.806 €
	Ι.Κ.	617.449.843 €	2.930.000.000 €	32.327.357 €	25.375.386 €	90.219.281 €	9.327.190 €
	Σ.Ε.	1.582.290.608 €	7.521.000.000 €	109.739.346 €	42.197.161 €	192.930.536 €	45.585.998 €
2009	Μ.Υ.	536.495.111 €	2.558.000.000 €	39.186.655 €	8.110.156 €	35.756.191 €	41.422.555 €
	Β.Υ.	348.672.108 €	1.642.000.000 €	43.663.555 €	8.320.758 €	34.183.155 €	15.193.073 €
	Σ.Υ.	885.167.220 €	4.200.000.000 €	82.850.210 €	16.430.914 €	69.939.346 €	56.615.628 €
	Ι.Κ.	550.447.782 €	2.595.000.000 €	33.205.099 €	27.375.465 €	83.813.909 €	12.844.437 €
	Σ.Ε.	1.435.815.002 €	6.796.000.000 €	116.055.311 €	43.806.378 €	153.753.255 €	69.460.066 €
2010	Μ.Υ.	444.596.661 €	2.113.000.000 €	36.959.042 €	7.382.714 €	27.213.406 €	38.428.145 €
	Β.Υ.	429.909.287 €	2.036.000.000 €	45.023.192 €	9.473.188 €	40.832.844 €	18.217.213 €
	Σ.Υ.	874.505.949 €	4.149.000.000 €	81.982.234 €	16.855.902 €	68.046.250 €	56.645.358 €
	Ι.Κ.	643.870.978 €	3.060.000.000 €	35.378.862 €	27.077.268 €	85.005.409 €	11.893.352 €
	Σ.Ε.	1.518.576.928 €	7.210.000.000 €	117.361.098 €	43.933.171 €	153.051.659 €	68.538.711 €

2011	M.Y.	503.791.912 €	2.400.000.000 €	32.972.839 €	7.382.714 €	40.802.215 €	37.801.791 €
	B.Y.	408.006.736 €	1.921.000.000 €	54.857.518 €	9.965.803 €	35.002.761 €	19.207.600 €
	Σ.Υ.	911.798.648 €	4.321.000.000 €	87.830.357 €	17.348.517 €	75.804.976 €	57.009.391 €
	I.K.	616.103.513 €	2.913.000.000 €	36.163.149 €	29.114.860 €	87.118.236 €	15.121.321 €
	Σ.Ε.	1.528.314.536 €	7.235.000.000 €	123.993.508 €	47.525.246 €	162.923.212 €	72.130.713 €
2012	M.Y.	408.528.387 €	2.021.000.000 €	-24.632.764 €	7.719.987 €	37.579.900 €	974.810 €
	B.Y.	449.140.717 €	2.222.000.000 €	-43.211.517 €	8.286.804 €	43.427.489 €	15.200.810 €
	Σ.Υ.	857.669.104 €	4.243.000.000 €	-67.844.281 €	16.006.791 €	81.007.389 €	16.175.620 €
	I.K.	617.465.864 €	3.006.000.000 €	-39.647.659 €	32.588.414 €	82.836.366 €	5.552.200 €
	Σ.Ε.	1.518.331.744 €	7.250.000.000 €	107.491.941 €	48.595.204 €	163.843.755 €	21.727.821 €
2013	M.Y.	452.174.164 €	2.241.000.000 €	-25.704.711 €	10.134.040 €	34.407.936 €	1.033.555 €
	B.Y.	416.555.710 €	2.066.000.000 €	-49.210.806 €	15.169.181 €	35.557.799 €	15.262.378 €
	Σ.Υ.	868.729.874 €	4.307.000.000 €	-74.915.517 €	25.303.221 €	69.965.735 €	16.295.933 €
	I.K.	611.100.133 €	2.967.000.000 €	-39.343.537 €	35.496.295 €	86.899.072 €	5.448.836 €
	Σ.Ε.	1.525.533.630 €	7.274.000.000 €	114.259.055 €	60.799.517 €	156.864.807 €	21.744.770 €

### Π3 Οικονομικά στοιχεία του κλάδου κατασκευών και υλικών κατασκευών

ΚΛΑΔΟΣ ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ & ΥΛΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ							
ΕΤΟΣ		ΜΕΣΟΣ ΟΡΟΣ ΚΛΑΔΟΥ	ΑΕΓΕΚ ΚΑΤΑΣΚΕΥΑΣΤΙΚΗ Α.Ε.	ΑΤΤΙ-ΚΑΤ Α.Τ.Ε.	ΕΛΛΑΚΤΩΡ Α.Ε.	ΜΑΘΙΟΣ ΠΥΡΙΜΑΧΑ Α.Ε.	ΤΙΤΑΝ Α.Ε.
2008	M.Y.	571.744.453 €	17.168.000 €	163.528.272 €	1.445.237.000 €	5.099.994 €	1.227.689.000 €
	B.Y.	393.591.739 €	28.097.000 €	141.381.268 €	1.252.507.000 €	13.706.429 €	532.267.000 €
	Σ.Υ.	965.336.193 €	45.265.000 €	304.909.540 €	2.697.744.000 €	18.806.423 €	1.759.956.000 €
	I.K.	558.213.852 €	32.216.000 €	129.827.621 €	1.182.443.000 €	12.448.641 €	1.434.134.000 €
	Σ.Ε.	1.523.550.045 €	77.482.000 €	434.737.162 €	3.880.186.000 €	31.255.064 €	3.194.090.000 €
2009	M.Y.	569.928.435 €	4.469.000 €	144.999.094 €	1.677.132.000 €	4.507.083 €	1.018.535.000 €
	B.Y.	368.592.122 €	10.167.000 €	134.788.758 €	1.159.492.000 €	11.615.854 €	526.897.000 €
	Σ.Υ.	938.520.558 €	14.636.000 €	279.787.852 €	2.836.624.000 €	16.122.937 €	1.545.432.000 €
	I.K.	573.845.072 €	36.827.000 €	100.736.578 €	1.258.927.000 €	12.546.783 €	1.460.188.000 €
	Σ.Ε.	1.512.365.830 €	51.464.000 €	380.524.430 €	4.095.551.000 €	28.669.720 €	3.005.620.000 €
2010	M.Y.	570.453.551 €	8.025.000 €	75.606.302 €	1.762.463.000 €	3.938.455 €	1.002.235.000 €
	B.Y.	357.323.819 €	4.109.000 €	96.349.928 €	1.304.611.000 €	11.698.168 €	369.851.000 €
	Σ.Υ.	927.777.371 €	12.134.000 €	171.956.230 €	3.067.074.000 €	15.636.623 €	1.372.086.000 €
	I.K.	610.021.735 €	36.404.000 €	50.829.575 €	1.239.713.000 €	12.338.100 €	1.710.824.000 €
	Σ.Ε.	1.537.799.306 €	48.539.000 €	222.785.807 €	4.306.787.000 €	27.974.723 €	3.082.910.000 €
2011	M.Y.	595.470.922 €	5.695.000 €	33.046.874 €	1.837.450.000 €	3.514.738 €	1.097.648.000 €

	<b>B.Y.</b>	364.918.915 €	4.962.000 €	122.768.995 €	1.206.118.000 €	11.188.581 €	479.557.000 €
	<b>Σ.Υ.</b>	960.389.838 €	10.657.000 €	155.815.869 €	3.043.568.000 €	14.703.319 €	1.577.205.000 €
	<b>I.K.</b>	615.737.462 €	34.783.000 €	18.022.797 €	1.315.013.000 €	10.420.512 €	1.700.448.000 €
	<b>Σ.Ε.</b>	1.576.127.700 €	45.442.000 €	173.838.668 €	4.358.581.000 €	25.123.831 €	3.277.653.000 €
<b>2012</b>	<b>M.Y.</b>	538.303.650 €	3.797.212 €	31.186.662 €	1.678.165.000 €	2.715.375 €	975.654.000 €
	<b>B.Y.</b>	394.816.899 €	9.325.747 €	135.549.191 €	1.422.177.000 €	10.585.557 €	396.447.000 €
	<b>Σ.Υ.</b>	933.120.549 €	13.122.959 €	166.735.853 €	3.100.342.000 €	13.300.932 €	1.372.101.000 €
	<b>I.K.</b>	589.945.802 €	27.779.329 €	-1.512.608 €	1.253.714.000 €	9.807.290 €	1.659.941.000 €
	<b>Σ.Ε.</b>	1.523.066.551 €	40.902.289 €	165.223.244 €	4.354.057.000 €	23.108.222 €	3.032.042.000 €
<b>2013</b>	<b>M.Y.</b>	596.070.509 €	245.235.758 €	32.822.023 €	1.859.117.000 €	2.510.763 €	840.667.000 €
	<b>B.Y.</b>	346.478.276 €	98.438.261 €	149.371.274 €	1.153.269.000 €	9.733.843 €	321.579.000 €
	<b>Σ.Υ.</b>	942.548.784 €	343.674.019 €	182.193.297 €	3.012.386.000 €	12.244.606 €	1.162.246.000 €
	<b>I.K.</b>	519.487.870 €	-78.013.114 €	-23.049.618 €	1.150.376.000 €	9.316.083 €	1.538.810.000 €
	<b>Σ.Ε.</b>	1.462.036.654 €	265.660.904 €	159.143.678 €	4.162.762.000 €	21.560.689 €	2.701.056.000 €

#### Π4 Οι εξαγωγικές πωλήσεις των κλάδων: τεχνολογίας και τροφίμων & ποτών

<b>ΕΞΑΓΩΓΕΣ</b>						
<b>ΚΛΑΔΟΣ ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΑΣ</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
LOGISMOS ΣΥΣΤΗΜΑΤΑ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗΣ Α.Ε.	0 €	0 €	0 €	0 €	0 €	0 €
QUEST ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ Α.Ε.	9.103.000 €	9.241.000 €	10.181.000 €	13.615.000 €	19.294.000 €	20.825.000 €
ALTEC ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ Α.Β.Ε.Ε.	10.051.775 €	7.398.189 €	4.404.082 €	5.476.044 €	1.893.806 €	2.289.350 €
BYTE COMPUTER Α.Β.Ε.Ε.	437.000 €	1.203.000 €	396.000 €	172.000 €	122.000 €	113.000 €
ΙΝΤΡΑΚΟΜ Α.Ε. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ	164.705.000 €	178.031.000 €	168.463.000 €	163.340.000 €	143.867.000 €	172.445.000 €
<b>ΜΕΣΟΣ ΟΡΟΣ ΚΛΑΔΟΥ</b>	<b>36.859.355 €</b>	<b>39.174.638 €</b>	<b>36.688.816 €</b>	<b>36.520.609 €</b>	<b>33.035.361 €</b>	<b>39.134.470 €</b>
<b>ΚΛΑΔΟΣ ΤΡΟΦΙΜΩΝ &amp; ΠΟΤΩΝ</b>						
COCA-COLA HELLENIC Α.Ε.	6.252.000.000 €	5.829.000.000 €	6.189.000.000 €	6.328.000.000 €	6.371.000.000 €	6.525.000.000 €
ΑΡΤΟΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΚΑΡΑΜΟΛΕΓΚΟΣ Α.Ε.	4.775.762 €	6.190.078 €	6.869.566 €	11.432.707 €	9.717.838 €	9.896.918 €
ΚΡΙ-ΚΡΙ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΓΑΛΑΚΤΟΣ Α.Β.Ε.Ε.	5.161.194 €	6.286.885 €	13.046.754 €	10.046.044 €	11.445.269 €	11.507.815 €
ΜΥΛΟΙ ΛΟΥΛΗ Α.Ε.	17.253.680 €	1.564.235 €	1.652.424 €	2.462.881 €	2.996.008 €	2.732.844 €
ΚΥΛΙΝΔΡΟΜΥΛΟΙ Κ. ΣΑΡΑΝΤΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε	0 €	123.000 €	97.000 €	93.000 €	30.000 €	0 €
<b>ΜΕΣΟΣ ΟΡΟΣ ΚΛΑΔΟΥ</b>	<b>1.255.838.127 €</b>	<b>1.168.632.840 €</b>	<b>1.242.133.149 €</b>	<b>1.270.406.926 €</b>	<b>1.279.037.823 €</b>	<b>1.309.827.515 €</b>

### \* \* \* ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ \* \* \*

#### Ελληνική

- ~ Αυλωνίτης, Λυμπερόπουλος, Τζαναβάρας,(2010), «Σύγχρονες Στρατηγικές Μάρκετινγκ για διεθνείς αγορές», σελ.161
- ~ Αρτίκης Π. Γεώργιος (2002). Χρηματοοικονομική Διοίκηση, Εκδόσεις Interbooks, Αθήνα.
- ~ Θανόπουλος Γ.Ν., «Διεθνής Επιχείρηση: Περιβάλλον, Δομή και Προκλήσεις», Εκδόσεις Interbooks, Αθήνα, 2006.
- ~ Καρατζιάς, Π., Αναδιάρθρωση- ανασχηματισμός στον κλάδο των επιχειρήσεων: θεωρητική προσέγγιση και εμπειρική διερεύνηση στο πλαίσιο της ελληνικής πραγματικότητας, 2008.
- ~ Λυμπεράκη, Α., (1998) Δικτύωση, Ευέλικτη Εξειδίκευση και Μικρές Επιχειρήσεις στο Αντωνάκης και Πιτέλης (επιμ.) Διεθνής Ανταγωνιστικότητα και Βιομηχανική Στρατηγική, Τυπωθήτω, Αθήνα.
- ~ Μελάς, Κ., Παγκοσμιοποίηση και πολυεθνικές επιχειρήσεις, Παπαζήσης, Αθήνα, 2005.
- ~ Μελάς, Κ. και Πολλαλής, Γ. (2005) Παγκοσμιοποίηση & Πολυεθνικές Επιχειρήσεις. Εκδόσεις Παπαζήση.
- ~ Μητρόπουλος Κ.Σ. (2003) Η ανταγωνιστικότητα της Ελληνικής οικονομίας – Μύθοι και πραγματικότητα, ΚΑΝΤΟΡ Σύμβουλοι Επιχειρήσεων Α.Ε.
- ~ Πανηγυρακης Γ.(1999), «Διεθνές Εξαγωγικό Marketing», τόμος Ι, Β έκδοση, σελ.266
- ~ Παπαδάκης Β., Στρατηγική των επιχειρήσεων: ελληνική και διεθνής εμπειρία, Α Τόμος, 4η έκδοση, Εκδόσεις Μπένου, Αθήνα, 2002.
- ~ Παπαδάκης Β.Μ. (2002) Στρατηγική των Επιχειρήσεων: Ελληνική και Διεθνής εμπειρία: Τόμος Α, Θεωρία, Εκδόσεις Ε. Μπένου, Αθήνα.

- ~ Χατζηδημητρίου, Γ.Α., Διεθνείς Επιχειρηματικές Δραστηριότητες, Εκδόσεις Ανικούλα, Θεσσαλονίκη, 2003.

## Ξένη

- ~ Baker, M., and Wurgle, J. (2002). Market Timing and Capital Structure, *Journal of Finance*, 57(1), 1-32
- ~ Bradley M., Gregg A., Jarell, E. Han Kim (1984). On the Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence, *The Journal of Finance*, Vol. 39, 857-878
- ~ Bradley, F. (1995) *International Marketing Strategy*. 2nd edition, Prentice Hall.
- ~ Brealey A. Richard, Myers C. Stewart, Allen Franklin (2011). *Principles of Corporate Finance*, Tenth edition, New York, NY : McGraw-Hill/Irwin
- ~ Brigham E.F. Ehrhardt M.C.(2005), *Financial Management: Theory and Practice*, 11th Edition , South Western
- ~ Brooks I., Weatherston J. και Wilkinson G. (2010), *The International Business Environment: Challenges and Changes*, (κεφ. 9), Pearson Education Limited, Essex.
- ~ Chryssochoides, G. , Millar, C. and Clegg, J. (1997) *Internalization strategies*. London, Macmillan Press.
- ~ Contractor, F. J. (1981) *The Role of Licensing in International Strategy* . *Columbia Journal of World Business*. Vol. XVI, No. 4.
- ~ Dimitratos P., Lioukas, S. and S. Carter (2004). “The relationship between entrepreneurship and international performance: the importance of domestic environment”, *International Business Review*, 12, 19-41
- ~ European Commission (2002), *Competitiveness and Benchmarking: A pocketbook of enterprise policy indicators – 2002 Edition*, Enterprise publications, Luxembourg
- ~ European Communities (2001), *Competitiveness, innovation and enterprise performance – 2001 Edition*, Luxembourg.
- ~ Fagerberg, J. (1988) 'International Competitiveness' *The Economic Journal* 98(2): 355–374.



- ~ Frank, M., and Goyal, V. (2003). Testing the Pecking Order Theory of Capital structure, *Journal of Financial Economics*, 67, 217-248.
- ~ Garelli, S. (2003) *Competitiveness of Nations: The Fundamentals*, IMD World Competitiveness Yearbook 2003.
- ~ Hawawini, G., Subramanian, V. and P. Verdin (2004). “The home country in the age of globalisation: how much it matter for firm performance?”, *Journal of World Business*, 39, 121-135.
- ~ Hofstede G. (1980), *Culture’s Consequences: International Differences in Work-Related Values*, Sage, Beverly Hills.
- ~ Jeannet, Jean-Pierre. and Hennessey, H. David. (1995) *Global Marketing Strategies*. 3rd edition, Houghton Mifflin Company.
- ~ Mankiw, N.G. (1995) ‘The Growth of Nations’, *Brookings Papers on Economic Activity* 1 (1): 275–310.
- ~ McArthur, J.W. and J.D. Sachs, (2002). *The Growth Competitiveness Index: Measuring Technological Advancement and the Stages of Development*, in *The Global Competitiveness Report 2001–2002*, New York: Oxford University Press for the World Economic Forum
- ~ Miller M. (1977), *Debt and Taxes*, *Journal of Finance*, Vol 32, pp.261-275
- ~ Modigliani F. and Miller M. (1958). *The Cost of Capital, Corporation Capital and the Theory of Investment*, *The American Economic Review*, Vol. 48, No 3, pp.261-296
- ~ Murray Z. Frank and Vidhan K. Goyal, April 17, 2003, *Capital Structure Decisions*, (Unpublished working paper, University of British Columbia, pp.1-55
- ~ Myers S.C., 1984, *The Capital Structure Puzzle*, *The Journal of Finance*, Volume 39, No 3, pp.575-592
- ~ Myers Stewart C., Spring 2001, *Capital Structure*, *Journal of Economic Perspectives*- Volume 15, No.2, pp81-102
- ~ Nickell, S. (1996) ‘Competition and Corporate Performance’, *Journal of Political Economy* 104 (1996): 724-746
- ~ Porter M. (1990), *The competitive Advantage of Nations*, The Free Press, New York.
- ~ Porter, M.E. (1990) *The Competitive advantage of nations*, New York: The Free Press.
- ~ Porter, M.E. (1998) *Competitive Advantage: Creating and sustaining superior performance*, New York: The Free Press.

- ~ Porter, M.E. (2002) Building the Microeconomic Foundations of Prosperity: Findings from the Microeconomic Competitiveness Index, in the Global Competitiveness Report 2002-2003, New York: Oxford University Press for the World Economic Forum.
- ~ Porter, M.E. (2003) Winning Strategies and Country Competitiveness in Difficult Times, Institute for Strategy and Competitiveness, Harvard Business School.
- ~ Porter, M.E. and Stern, S.,(1999). The New Challenge to America's Prosperity: Findings from the Innovation Index, Council on Competitiveness
- ~ Titman, S. and R. Wessels (1988), The Determinants of Capital Structure Choice, Journal of Finance, Vol.43, pp.1-19
- ~ Yip G. και Hult G. T. M. (2011), Total Global Strategy, 3rd edition, Pearson, New York.
- ~ Zairi, M., 2004. Benchmarking: the best tool for measuring competitiveness. Benchmarking for Quality Management & Technology, 1(1), pp.11-24.

### **Διαδικτυακοί Τόποι**

<https://www2.bc.edu/~chemmanu/phdfincorp/MF891%20papers/MM1958.pdf>

<http://www.aegek.gr>

<http://www.altec.gr>

<http://www.arcadiaportal.gr/news/ti-simainei-o-oros-eksostreifeia>

<http://www.ase.gr>

<http://www.attikat.gr>

<http://www.byte.gr>

<http://www.coca-colahellenic.com>

<http://www.cretafarm.gr>

<http://eiead.gr/publications/docs/oikonomou.pdf>

[http://www.econ.uiuc.edu/~avillami/course-files/PalgraveRev\\_ModiglianiMiller\\_Villamil.pdf](http://www.econ.uiuc.edu/~avillami/course-files/PalgraveRev_ModiglianiMiller_Villamil.pdf)

<http://www.etae.com>

<http://www.euretirio.com/2012/10/dikaioxrisi-franchising.html>

<http://www.franchise-success.gr/htmlsite/greek/successdetails.asp?id=290&pstring=78,112>

[www.epirus.gov.gr/2009/news/anapt\\_syn05/.../Mantzouneas\\_Elias.doc](http://www.epirus.gov.gr/2009/news/anapt_syn05/.../Mantzouneas_Elias.doc)

<http://www.intracom.com>

<http://www.kreka.gr>

<http://www.krikri.gr>

<http://www.ksarantopoulos.gr>

<http://www.logismos.gr>

<http://www.loulisgroup.com>

<http://www.mathios.gr>

<http://www.quest.gr>

<http://repository.edulll.gr/edulll/retrieve/4619/1315.pdf>

<http://www.strategy-train.eu/index.php?id=39&L=4>

<http://www.titan-cement.com>

<http://www.usfca.edu/fac-staff/gonzales/Web--617/MMEquations.pdf>