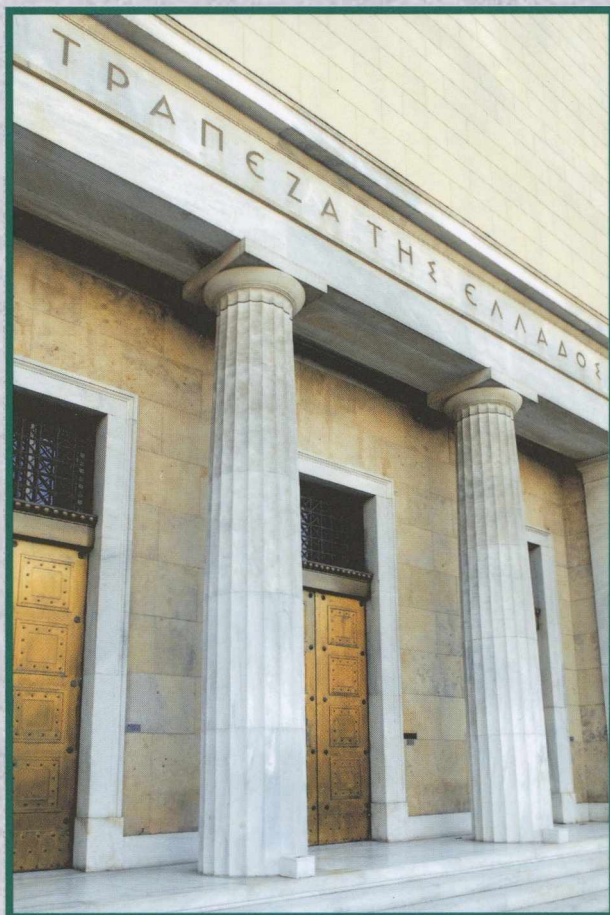


ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ
ΔΕΛΤΙΟ
ΤΕΥΧΟΣ 31

Αρχείο

588



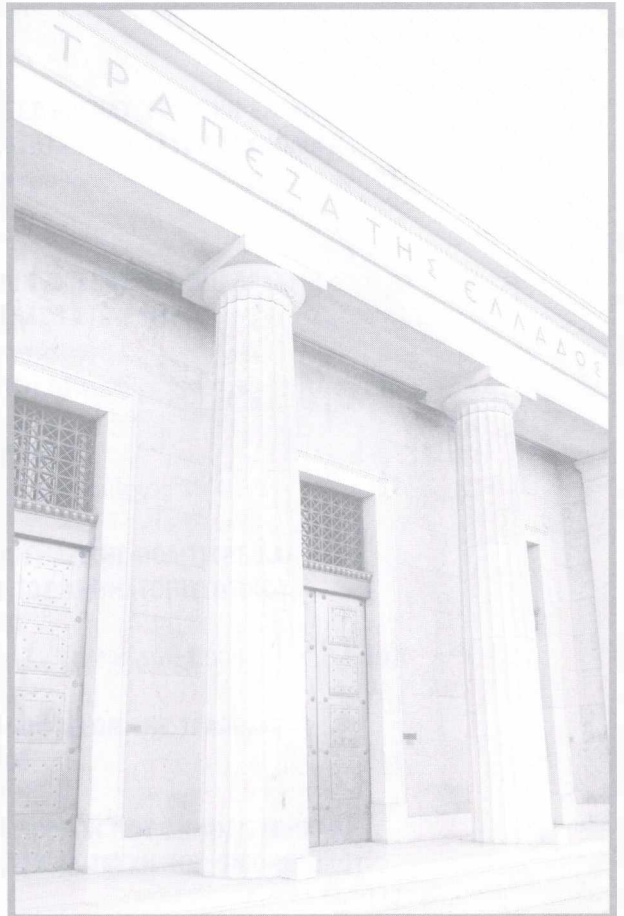
ΝΟΕΜΒΡΙΟΣ
2008



ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ
ΕΥΡΩΣΥΣΤΗΜΑ

ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΔΕΛΤΙΟ

ΤΕΥΧΟΣ 31



ΝΟΕΜΒΡΙΟΣ
2008



ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ
ΕΥΡΩΣΥΣΤΗΜΑ

ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ

Ελευθ. Βενιζέλου 21
102 50 Αθήνα

www.bankofgreece.gr

Διεύθυνση Οικονομικών Μελετών - Γραμματεία
Τηλ. ++30 210 320 2392
Fax ++30 210 323 3025

Τυπώθηκε στο
Ίδρυμα Εκτύπωσης Τραπεζογραμματίων και Αξιών
της Τράπεζας της Ελλάδος

ISSN 1105 - 8544

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΟΙ ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΤΙΚΟΙ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΤΗΣ ΕΠΙΒΙΩΣΗΣ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Ιωάννης Ασημακόπουλος
Διονύσης Λαλούντας
Κωνσταντίνος Συριόπουλος 7

ΞΕΝΕΣ ΑΜΕΣΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ: ΠΑΡΑΓΩΓΙΚΟΤΗΤΑ ΚΑΙ ΔΙΑΧΥΣΗ ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΑΣ

Παύλος Πέτρουλας 35

ΚΕΡΔΟΣΚΟΠΙΚΕΣ ΕΠΙΘΕΣΕΙΣ ΣΤΗ ΔΡΑΧΜΗ ΚΑΙ Η ΜΕΤΑΒΑΣΗ ΣΤΟ ΕΥΡΩ

Τάσος Αναστασάτος
Κωνσταντίνα Μάνου 55

ΔΟΚΙΜΙΑ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

(Μάρτιος – Σεπτέμβριος 2008) 87

ΜΕΤΡΑ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΚΑΙ ΕΠΟΠΤΕΙΑΣ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ

(Ιανουάριος – Νοέμβριος 2008) 107

ΚΕΙΜΕΝΑ ΑΠΟΦΑΣΕΩΝ ΤΗΣ ΤΡΑΠΕΖΑΣ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ

111

ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΑΡΘΡΩΝ ΠΟΥ ΔΗΜΟΣΙΕΥΘΗΚΑΝ ΣΕ ΠΡΟΗΓΟΥΜΕΝΑ ΤΕΥΧΗ ΤΟΥ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΥ ΔΕΛΤΙΟΥ

117

ΟΙ ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΤΙΚΟΙ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΤΗΣ ΕΠΙΒΙΩΣΗΣ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΘΗΝΩΝ*

Ιωάννης Ασημακόπουλος
Τράπεζα της Ελλάδος
Διεύθυνση Οικονομικών Μελετών

Διονύσης Λαλούντας
Υπουργείο Οικονομίας και Οικονομικών
και Πανεπιστήμιο Πατρών

Κωνσταντίνος Συριόπουλος
Πανεπιστήμιο Πατρών

Ι ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η ανεύρεση των παραγόντων που επεξηγούν την επιβίωση των επιχειρήσεων σε μια οικονομία απασχολεί τους οικονομολόγους εδώ και πολλές δεκαετίες. Στην πλειονότητά τους οι σχετικές μελέτες, αρχής γενομένης από αυτήν του Altman (1968), επικεντρώνονται κυρίως στην εκτίμηση της πιθανότητας εμφάνισης χρηματοοικονομικής δυσπραγίας (financial distress) ή πτώχευσης μιας επιχείρησης μέσω της εφαρμογής “υποδείγμάτων πτώχευσης”, τα οποία χρησιμοποιούν χρηματοοικονομικά δεδομένα από τις δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις ενός δείγματος επιχειρήσεων.

Στη σχετικά πιο πρόσφατη βιβλιογραφία εφαρμόζονται εναλλακτικά υποδείγματα, τα υποδείγματα επιβίωσης, τα οποία, αν και στη θεωρητική τους βάση είναι παραπλήσια με τα “υποδείγματα πτώχευσης” από την άποψη ότι και σε αυτά απαιτείται η εκτίμηση μιας συνάρτησης κινδύνου (hazard function), τείνουν να διαφοροποιούνται ως προς το δείγμα που χρησιμοποιούν και ως προς τις εξεταζόμενες μεταβλητές. Στα κλασικά υποδείγματα πτώχευσης εξετάζονται τα θεμελιώδη μεγέθη δύο δειγμάτων επιχειρήσεων, όπου το ένα περιλαμβάνει επιχειρήσεις που έχουν πτωχεύσει και το άλλο επιχειρήσεις που δεν έχουν πτωχεύσει, και συνήθως αγνοούνται παράγοντες πλην των χρηματοοικονομικών οι οποίοι μπορεί να συνδέονται με τη μη επιβίωση μιας επιχείρησης. Στην πραγματικότητα, μια επιχείρηση ενδέχεται να μην επιβιώσει σε μια αγορά ακόμη και όταν τα θεμελιώδη στοιχεία της δεν προμηνύουν την πτώχευσή της.

Γενικά, τρία είναι τα πιθανά ενδεχόμενα για τη μη επιβίωση μιας επιχείρησης:¹ α) η μη επιβίωση για αρνητικούς λόγους (π.χ. η πτώχευσή της ως αποτέλεσμα της αδυναμίας της να εκπληρώνει τις υποχρεώσεις της σε μόνιμη βάση), β) η εκούσια λύση της νομικής της μορφής χωρίς αυτό να συνεπάγεται ότι η δραστηριότητα της επιχείρησης δεν είναι κερδοφόρος² και γ) η μη επιβίωση λόγω εξαγοράς ή συγχώνευσης η οποία δεν είναι απαραίτητο να επέρχεται εξαιτίας δυσμενών οικονομικών επιδόσεων της επιχείρησης, αλλά μπορεί να οφείλεται σε άλλους λόγους, π.χ. στην προσπάθεια για επίτευξη οικονομικών κλίμακας, η επέκταση σε νέες αγορές ή η δημιουργία συνεργειών.³

Επιπρόσθετα, τα υποδείγματα πτώχευσης βασίζονται αποκλειστικά σε δεδομένα οικονομικών καταστάσεων, των οποίων η ποιό-

* Το άρθρο απηχεί τις απόψεις των συγγραφέων και όχι κατ' ανάγκη της Τράπεζας της Ελλάδος. Ευχαριστίες εκφράζονται για τα πολύτιμα σχόλιά τους στον Ιωάννη Παπαδάκη, τον Ισαάκ Σαμπεθάι, τη Heather Gibson, τον Σοφοκλή Μπρισίμη και σε όσους συμμετείχαν στο σχετικό με το άρθρο σεμινάριο που διοργανώθηκε στην Τράπεζα της Ελλάδος.

1 Για εκτενέστερη ανάλυση των ενδεχομένων αυτών βλ. ενδεικτικά Hensler et al. (1997) και Macey et al. (2005).

2 Π.χ. η εκούσια λύση μπορεί να αναφέρεται σε περιπτώσεις όπου ο ιδιοκτήτης ρευστοποιεί τα περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησής του προκειμένου να στραφεί σε κάποια άλλη δραστηριότητα ή επειδή αποσύρεται για λόγους ηλικίας ή υγείας.

3 Χωρίς να αποκλείεται η πιθανότητα οι εξαγορές και συγχωνεύσεις να οφείλονται στην ύπαρξη αγοράς εταιρικού ελέγχου (market for corporate control). Σε ένα οικονομικό σύστημα όπου οι μετοχές με δικαίωμα ψήφου υφίστανται διαπραγμάτευση ελεύθερα σε χρηματιστηριακές αγορές, η έννοια της αγοράς εταιρικού ελέγχου αναφέρεται στη διαδικασία κατά την οποία ο έλεγχος και η ιδιοκτησία μιας επιχείρησης μεταφέρεται από ένα σύνολο επενδυτών και διοικούντων σε ένα άλλο. Με τον τρόπο αυτό οι διοικήσεις των επιχειρήσεων ελέγχονται για την αποτελεσματικότητά τους, έτσι ώστε εκείνες των οποίων οι διοικήσεις δεν λειτουργούν σύμφωνα με τους κανόνες της ορθής εταιρικής διακυβέρνησης να αποτελούν στόχο εξαγοράς. Στην περίπτωση αυτή, η εξαγορά αποτελεί μέσο “διατήρησης αξίας”.

τητα γενικά ενδέχεται να επηρεάζεται από λογιστικές πρακτικές (“δημιουργική λογιστική”),⁴ και χρησιμοποιούν κυρίως χρηματοοικονομικούς δείκτες, που έχουν το μειονέκτημα ότι συνήθως εμφανίζουν συσχέτιση μεταξύ τους. Αντίθετα, στα υποδείγματα επιβίωσης χρησιμοποιούνται κυρίως ποιοτικές (μη χρηματοοικονομικές) μεταβλητές. Τέλος, τα υποδείγματα πτώχευσης στηρίζονται στην εμπειρική παρατήρηση ότι οι χρηματοοικονομικοί δείκτες επιδεινώνονται καθώς πλησιάζει η ημερομηνία πτώχευσης, σε αντίθεση με τα υποδείγματα επιβίωσης, οι υποθέσεις των οποίων βασίζονται στη θεωρία της βιομηχανικής οργάνωσης, που εξετάζει τη στρατηγική συμπεριφορά, τη δυναμική των επιχειρήσεων, τη δομή της αγοράς και τις πιθανές αλληλεπιδράσεις μεταξύ των παραγόντων αυτών.

Μέχρι σήμερα, οι εμπειρικές μελέτες στην Ελλάδα επικεντρώνονται κυρίως στην εφαρμογή υποδειγμάτων πτώχευσης, δηλαδή προσπαθούν να εκτιμήσουν την πιθανότητα πτώχευσης των επιχειρήσεων χρησιμοποιώντας χρηματοοικονομικά δεδομένα (βλ. ενδεικτικά Doumpos and Zorounidis, 2007). Αντίθετα, ιδιαίτερα περιορισμένα είναι τα ευρήματα από μελέτες στις οποίες εφαρμόζονται υποδείγματα επιβίωσης, δηλαδή υποδείγματα μέσω των οποίων εξετάζονται και άλλοι παράγοντες εκτός από τους χρηματοοικονομικούς (βλ. Fotopoulos and Louri, 2000).

Η παρούσα μελέτη, η πρώτη εξ όσων γνωρίζουμε που εφαρμόζει υποδείγματα επιβίωσης σε δεδομένα επιχειρήσεων με μετοχές εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών (ΧΑ), προσεγγίζει το ζήτημα της επιβίωσης από μια σκοπιά διαφορετική από εκείνη της πτώχευσης. Συγκεκριμένα, σε αντιστοιχία με σχετικές μελέτες που έχουν πραγματοποιηθεί για άλλες αγορές κεφαλαίων (βλ. π.χ. Hensler et al., 1997, και Macey et al., 2005), ως κριτήριο μη επιβίωσης χρησιμοποιείται η έξοδος από την κεφαλαιαγορά, η οποία ορίζεται με δύο τρόπους: Με τη στενή έννοια, ως έξοδος για μια επιχείρηση με μετοχές εισηγμένες στο ΧΑ ορίζεται η αναστολή διαπραγμάτευσης των

μετοχών της για χρονικό διάστημα μεγαλύτερο των έξι μηνών και κατ’ επέκταση η διαγραφή της (η οποία αποτελεί ουσιαστικά διοικητική πράξη). Με την ευρύτερη έννοια, περιλαμβάνονται και οι επιχειρήσεις που έχουν υπαχθεί σε καθεστώς επιτήρησης. Όσον αφορά τους εξεταζόμενους προσδιοριστικούς παράγοντες, με εξαίρεση τη δανειακή επιβάρυνση,⁵ οι υπόλοιποι βασίζονται σε μη χρηματοοικονομικά δεδομένα, όπως π.χ. το μέγεθος, ο κλάδος, η εταιρική διακυβέρνηση και άλλα χαρακτηριστικά που συνδέονται με το περιβάλλον στο οποίο δρουν οι εν λόγω επιχειρήσεις. Επίσης, για να ελαχιστοποιηθεί η πιθανότητα μεροληψίας των εκτιμήσεων, εφαρμόζεται μια σειρά από εναλλακτικά (παραμετρικά και μη παραμετρικά) υποδείγματα.

Η μελέτη είναι διαρθρωμένη ως εξής: Στη δεύτερη ενότητα παρουσιάζεται το θεωρητικό υπόβαθρο και γίνεται επισκόπηση της βιβλιογραφίας που εξετάζει τους προσδιοριστικούς παράγοντες της επιβίωσης των επιχειρήσεων. Στην τρίτη ενότητα γίνεται αναφορά στα δεδομένα και τη μεθοδολογία, ενώ στην τέταρτη ενότητα παρουσιάζονται τα εμπειρικά αποτελέσματα. Τέλος, η πέμπτη ενότητα συνοψίζει τη μελέτη.

2 ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΤΙΚΟΙ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΤΗΣ ΕΠΙΒΙΩΣΗΣ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

Οι προσδιοριστικές μεταβλητές που ενσωματώνονται στα οικονομετρικά υποδείγματα των εμπειρικών μελετών διεθνώς επιλέγονται κατά κανόνα με βάση τη διαθεσιμότητα των δεδομένων και τα ερευνητικά ερωτήματα. Γενικά, οι παράγοντες αυτοί μπορούν να κατηγοριοποιηθούν σε εκείνους που σχετίζο-

4 Το φαινόμενο της επίδρασης της δημιουργικής λογιστικής στα χρηματοοικονομικά μεγέθη των επιχειρήσεων έχει απασχολήσει έντονα τα τελευταία χρόνια τις ρυθμιστικές αρχές, τους επενδυτές και γενικότερα τους χρήστες των εταιρικών οικονομικών καταστάσεων παγκοσμίως. Ενδεικτικά για την Ελλάδα, οι Caramanis and Lenox (2008), Κουμανάκος (2007) και Spathis et al. (2002) ασκούν κριτική στην ποιότητα των δεδομένων των οικονομικών καταστάσεων των επιχειρήσεων.

5 Ο συγκεκριμένος παράγοντας είναι ο μοναδικός χρηματοοικονομικός παράγοντας που χρησιμοποιείται στη μελέτη, καθώς επηρεάζεται ελάχιστα έως καθόλου από μεθόδους της δημιουργικής λογιστικής.

νται με την επιχείρηση και σε εκείνους που συνδέονται με το περιβάλλον λειτουργίας της, δηλαδή τον κλάδο και το γενικότερο μακροοικονομικό περιβάλλον.

2.1 ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΠΟΥ ΣΥΝΔΕΟΝΤΑΙ ΜΕ ΤΗΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ

2.1.1 Η δανειακή επιβάρυνση

Οι μελέτες των Modigliani and Miller (1958, 1963) σχετικά με την επίδραση της χρηματοοικονομικής δομής στην αξία μιας επιχείρησης αποτέλεσαν την αφορμή για τη συγγραφή πλήθους σχετικών μελετών αναφορικά με τη βέλτιστη κεφαλαιακή διάρθρωση και τους προσδιοριστικούς της παράγοντες.⁶ Με βάση τα γενικά συμπεράσματα που έχουν προκύψει από τις εν λόγω μελέτες, η αξία μιας επιχείρησης σχετίζεται θετικά με το δανεισμό, λόγω του φορολογικού πλεονεκτήματος που αυτός δημιουργεί. Ωστόσο, η αύξηση του δανεισμού αυξάνει την πιθανότητα πτώχευσής της δημιουργώντας “κόστος πτώχευσης” (Altman, 1984).

Ένα πρόσθετο κόστος για μια επιχείρηση, το οποίο σχετίζεται με την κεφαλαιακή διάρθρωση, είναι το κόστος αντιπροσώπευσης⁷ μεταξύ μετόχων και διοικούντων (“agency cost”, Jensen and Meckling, 1976). Πρόκειται για το κόστος που βαρύνει τους μετόχους μιας επιχείρησης όταν προσπαθούν να ελέγξουν όσο το δυνατόν καλύτερα τις επιλογές της διοίκησης. Σύμφωνα με τη θεωρία της αντιπροσώπευσης, αν η δανειακή επιβάρυνση μιας επιχείρησης είναι υψηλή, οι ελεύθερες ταμειακές ροές⁸ περιορίζονται, με αποτέλεσμα η διοίκηση της επιχείρησης να ασκεί προσεκτικότερη διαχείριση των κεφαλαίων της και να αποφεύγει επενδύσεις αμφίβολης αποδοτικότητας. Με βάση τη λογική αυτή, η δανειακή επιβάρυνση χρησιμοποιείται από την επιχείρηση ως μοχλός δημιουργίας αξίας, οπότε μειώνεται η πιθανότητα αποτυχίας, αλλά παράλληλα αυξάνεται το κόστος για τους μετόχους.⁹

Τα εμπειρικά αποτελέσματα που εξετάζουν τη σχέση μεταξύ δανειακής επιβάρυνσης και εξό-

δου της επιχείρησης από την αγορά είναι μάλλον αντιφατικά.¹⁰ Ενδεικτικά αναφέρεται ότι οι Opler and Titman (1994) και Altman (1984) απέδειξαν ότι στην αμερικανική αγορά οι επιχειρήσεις με υψηλή δανειακή επιβάρυνση έχασαν μερίδιο αγοράς (έμμεσο κόστος πτώχευσης). Επίσης, σε παρόμοιο συμπέρασμα κατέληξαν για την ελληνική αγορά οι Fotopoulos and Louri (2000), που διαπιστώνουν ότι η δανειακή επιβάρυνση αυξάνει την πιθανότητα αποτυχίας των επιχειρήσεων. Αντίθετα, οι Wruck (1990) και Whitaker (1999) συμπέραναν ότι η υψηλή δανειακή επιβάρυνση δεν αποτελεί αρνητικό παράγοντα για την επιχείρηση, ενώ οι Audretsch et al. (2000) υποστήριξαν ότι η δανειακή επιβάρυνση δεν αποτελεί προσδιοριστικό παράγοντα της επιβίωσης των επιχειρήσεων.

2.1.2 Η υπόθεση του μειονεκτήματος του μικρού μεγέθους

Βασική υπόθεση στη διεθνή βιβλιογραφία που ασχολείται με την επιβίωση των επιχειρήσεων είναι εκείνη του μειονεκτήματος του μικρού μεγέθους (liability of smallness),¹¹ όπου το μέγεθος ορίζεται με διαφορετικούς τρόπους, π.χ. με βάση τον κύκλο εργασιών, την αξία του ενεργητικού ή τον αριθμό των απασχολούμενων στην επιχείρηση.¹²

6 Για την κεφαλαιακή διάρθρωση και τους προσδιοριστικούς παράγοντες των επιχειρήσεων με μετοχές εισηγμένες στο ΧΑ, καθώς και για επισκόπηση της σχετικής βιβλιογραφίας, βλ. Αθανάσoglou κ.ά. (2006).

7 Εναλλακτικά το κόστος αντιπροσώπευσης μπορεί να εκφραστεί και ως κόστος σύγκρουσης συμφερόντων.

8 Ως ελεύθερες ταμειακές ροές (free cash flows) ορίζονται οι ταμειακές ροές που δεν αποδίδονται στους μετόχους με τη μορφή μερίσματος, αλλά χρηματοδοτούν επενδύσεις, η παρούσα αξία των οποίων ωστόσο δεν είναι απαραίτητα θετική.

9 Ουσιαστικά η άριστη χρηματοοικονομική διάρθρωση μιας επιχείρησης προσδιορίζεται από το σημείο στο οποίο μεγιστοποιείται το φορολογικό πλεονέκτημα και ελαχιστοποιείται το κόστος της πτώχευσης λόγω ενδεχόμενης σύγκρουσης συμφερόντων.

10 Στις περισσότερες από τις μελέτες αυτές εφαρμόζονται υποδείγματα πτώχευσης.

11 Η αποδοχή της υπόθεσης του μειονεκτήματος του μικρού μεγέθους συνδέεται και με τη θεωρία της παθητικής εκμάθησης (Jonanovic, 1982), η οποία υποστηρίζει ότι το αρχικό μέγεθος των επιχειρήσεων πρέπει να είναι μικρό, λόγω της αβεβαιότητας για τη μελλοντική τους πορεία.

12 Το μέγεθος της επιχείρησης, σύμφωνα με την ισχύουσα νομοθεσία (Κανονισμός ΕΚ 70/2001 όπως τροποποιήθηκε και ισχύει), προσδιορίζεται αρχικά από τον αριθμό του μόνιμου προσωπικού. Στην πλειοψηφία τους, οι εμπειρικές έρευνες στον ευρωπαϊκό χώρο ορίζουν το μέγεθος της επιχείρησης με βάση αυτή την αρχή.

Σύμφωνα με την ανωτέρω υπόθεση, οι επιχειρήσεις μεγαλύτερου μεγέθους έχουν αυξημένες πιθανότητες επιβίωσης συγκριτικά με τις μικρότερου μεγέθους, καθώς βρίσκονται σε πιο προνομιακή θέση όσον αφορά την εκμετάλλευση οικονομιών κλίμακας, έχουν ευκολότερη και με καλύτερους όρους πρόσβαση στις αγορές χρήματος και κεφαλαίων, ενώ κατά μέσο όρο απασχολούν και ποιοτικά καλύτερο εργατικό δυναμικό.

Ωστόσο, υπάρχουν και επιχειρήματα υπέρ της αντίθετης άποψης. Παραδείγματος χάριν, οι μεγάλοι μεγέθους επιχειρήσεις, λόγω της πολύπλοκης δομής της ιεραρχίας τους, χαρακτηρίζονται από αυξημένο κόστος αντιπροσώπευσης, με αποτέλεσμα η μεγιστοποίηση της αξίας για τους μετόχους να μην ταυτίζεται με τη μεγιστοποίηση της αξίας της διοίκησης (principal-agent problem). Σε μια τέτοια περίπτωση, τα κέρδη των εν λόγω επιχειρήσεων ενδέχεται να εμφανίσουν μείωση, εξέλιξη που κατ' επέκταση θα δυσχεράνει την επιβίωσή τους. Πέραν τούτου, η πολύπλοκη δομή των μεγάλων επιχειρήσεων δημιουργεί προβλήματα ιεραρχικού ελέγχου των υφισταμένων όσον αφορά την επίτευξη των στόχων που τους έχουν τεθεί, με άμεση συνέπεια αυτοί να έχουν μειωμένο αίσθημα ευθύνης κατά την άσκηση των καθηκόντων τους.

Στην πλειοψηφία τους, οι εμπειρικές έρευνες που συνήθως υπολογίζουν το μέγεθος με βάση το πρώτο έτος λειτουργίας μιας επιχείρησης (αρχικό μέγεθος) συνηγορούν υπέρ της άποψης ότι το αρχικό μέγεθος και ο χρόνος επιβίωσης σχετίζονται θετικά, ανεξάρτητα από τη χώρα, τον κλάδο δραστηριότητας και την ηλικία των επιχειρήσεων (βλ. ενδεικτικά Audretsch et al., 2000, Honjo, 2000, Agarwall and Audretsch, 2001, Mata and Portugal, 2002).

2.1.3 Η εταιρική διακυβέρνηση

Ως εταιρική διακυβέρνηση νοείται ο τρόπος με τον οποίο διαχωρίζεται η ιδιοκτησία (ownership) από τον έλεγχο (control) μιας επιχείρησης και το πλαίσιο μέσω του οποίου οι

μέτοχοι-επενδυτές εξασφαλίζονται για την αποδοτικότητα της επένδυσής τους. Υπό αυτή την οπτική γωνία, ο ρόλος της εταιρικής διακυβέρνησης συνοψίζεται στη μείωση του κόστους αντιπροσώπευσης.¹³

Οι μέτοχοι που χρηματοδοτούν μια επένδυση χρειάζονται μια ικανή διοίκηση, η οποία να είναι σε θέση να διαχειρίζεται ορθά το κεφάλαιο που της έχουν εμπιστευθεί, έτσι ώστε αυτό να αποδώσει μελλοντικές ταμειακές ροές, αλλά και οι διοικήσεις των επιχειρήσεων χρειάζονται τους επενδυτές για τη χρηματοδότηση των επιχειρηματικών σχεδίων. Στο πλαίσιο αυτό παρατηρείται ορισμένες φορές οι διοικούντες να λαμβάνουν αποφάσεις με κίνητρο τη μεγιστοποίηση της ατομικής τους ωφέλειας, σε αντίθεση με τους επενδυτές οι οποίοι ενδιαφέρονται για την αποδοτικότητα της επένδυσης.

Στην περίπτωση που μια επιχείρηση έχει πολυμετοχική σύνθεση, ο έλεγχος των επιδόσεων της διοίκησής της από τους μετόχους-επενδυτές είναι δύσκολος. Ο κάθε μικρομέτοχος ενδέχεται να μη διαθέτει τους κατάλληλους πόρους ώστε να αντιμετωπίσει το κόστος του ελέγχου των αποφάσεων της διοίκησης και γι' αυτό το λόγο δέχεται ότι κάποιοι άλλοι μικρομέτοχοι αντ' αυτού θα ασχοληθούν με τον έλεγχο των αποφάσεων της διοίκησης και θα αναλάβουν το συναφές κόστος (free rider problem).

Το συγκεκριμένο πρόβλημα αντιπροσώπευσης μπορεί να επιλυθεί με τη συγκέντρωση των μετοχών σε μεγαλομετόχους οι οποίοι διαθέτουν επαρκή δικαιώματα ψήφου ώστε να επιβάλουν την άποψή τους στους διοικούντες την επιχείρηση, με αποτέλεσμα τη μείωση του κόστους αντιπροσώπευσης και την αύξηση της πιθανότητας επιβίωσης της επιχείρησης.

Ωστόσο, η συγκέντρωση της ιδιοκτησίας έχει και σοβαρά μειονεκτήματα, με σημαντικότερο το ότι τα συμφέροντα των μεγαλομετόχων δεν

¹³ Για εκτενή επισκόπηση της σχετικής βιβλιογραφίας, βλ. Shleifer and Vishny (1997).

συμπίπτουν κατ' ανάγκην με τα συμφέροντα των μικροεπενδυτών, των διοικούντων και των εργαζομένων. Παραδείγματος χάριν, οι μεγαλομέτοχοι μπορούν να επιβάλουν την καταβολή πρόσθετων μερισμάτων στερώντας από την επιχείρηση απαραίτητες ταμειακές ροές για την περαιτέρω ανάπτυξή της ή να επωφεληθούν από τις εταιρικές σχέσεις με επιχειρήσεις τις οποίες ελέγχουν. Το υψηλότερο ασφάλιστρο κινδύνου διαπραγμάτευσης για τις μετοχές των εταιριών που παρέχουν προνομιακά δικαιώματα ψήφου¹⁴ αποτελεί ένδειξη του κόστους που δημιουργεί η σύγκρουση συμφερόντων μεταξύ μεγαλομετόχων και μικρομετόχων (Zingales, 1994).

Οι ανωτέρω προβληματισμοί επιβεβαιώνονται και από τα αποτελέσματα των εμπειρικών μελετών. Σε ορισμένες εξ αυτών ο αριθμός των εμπλεκόμενων, με άμεσο ή έμμεσο τρόπο, στη διοίκηση μιας επιχείρησης συνδέεται θετικά με τη διάρκεια επιβίωσής της (Hensler et al., 1997, Peristiani and Hong, 2004), ενώ σε άλλες δεν παρατηρείται κάποια στατιστικά σημαντική σχέση (Jain and Kini, 1999).

Πολλές όμως από τις εμπειρικές μελέτες που εξετάζουν το κόστος αντιπροσώπευσης (π.χ. Jensen and Meckling, 1976) δεν λαμβάνουν υπόψη το διαφορετικό ρόλο του διοικητικού συμβουλίου και του διευθύνοντος συμβούλου καθώς και το διακριτό ρόλο τους στις μελλοντικές επιδόσεις της επιχείρησης και τη διαφορετική επίδραση που μπορεί να έχουν οι αντίστοιχες αποφάσεις τους στην επιβίωση της επιχείρησης.

Το διοικητικό συμβούλιο θεωρείται το όργανο της επιχείρησης που έχει κύρια αποστολή του να ελέγχει τις ενέργειες του διευθύνοντος συμβούλου επιλύοντας τα προβλήματα αντιπροσώπευσης λόγω διαχωρισμού διοίκησης και ελέγχου. Ο βαθμός στον οποίο το διοικητικό συμβούλιο μπορεί να επηρεάσει την πορεία της επιχείρησης εξαρτάται από τη δυνατότητά του να επηρεάσει σημαντικές αποφάσεις, ακόμη και να ζητήσει την αντικατάστασή του διευθύνοντος συμβούλου (Dowell et al., 2006). Έτσι, όσο στενότερος είναι ο δεσμός

του διοικητικού συμβουλίου με την επιχείρηση, δηλαδή όσο μεγαλύτερο είναι το ποσοστό των μετοχών που κατέχουν τα μέλη του, τόσο ενισχύονται τα κίνητρά τους να εκτελούν ορθά τα καθήκοντά τους ελέγχοντας τις πράξεις και τις αποφάσεις του διευθύνοντος συμβούλου (Shivdasani, 1993).

Ωστόσο, και η συμμετοχή του διευθύνοντος συμβούλου στη μετοχική σύνθεση αποτελεί ισχυρό κίνητρο για την εφαρμογή στρατηγικών άμβλυνσης των κινδύνων μη επιβίωσης μιας επιχείρησης. Σύμφωνα με τους Tosi et al. (1999), η άμεση συμμετοχή του διευθύνοντος συμβούλου στο μετοχικό κεφάλαιο μιας επιχείρησης είναι πιο αποτελεσματική συγκριτικά με άλλες μεθόδους έμμεσης ανταμοιβής της διοίκησης (π.χ. προγράμματα παροχής δικαιωμάτων προαίρεσας αγοράς μετοχών-stock option plans) όσον αφορά την ευθυγράμμιση των συμφερόντων του με αυτά των μετόχων της επιχείρησης. Αν και η συμμετοχή του διευθύνοντος συμβούλου στο μετοχικό κεφάλαιο μιας επιχείρησης μπορεί να μεταβληθεί με την πάροδο του χρόνου, μετά την είσοδο της επιχείρησης σε μια χρηματιστηριακή αγορά, το αρχικό ποσοστό που αυτός κατέχει έχει βρεθεί ότι επηρεάζει σημαντικά την πορεία της επιχείρησης (Fisher and Pollock, 2004).

Στο πλαίσιο του ελέγχου των αποφάσεων της διοίκησης μιας επιχείρησης, σημαντικός είναι ο ρόλος των θεσμικών επενδυτών, οι οποίοι θεωρούνται ως οι πιο δραστήριοι επενδυτές όσον αφορά την παρακολούθηση της λειτουργίας της επιχείρησης. Οι επενδυτές αυτοί συμμετέχουν ενεργά στο διοικητικό συμβούλιο και στη γενική συνέλευση των μετόχων και απαιτούν, σε τακτά χρονικά διαστήματα, ενημέρωση σχετικά με την πορεία της επιχείρησης, ενώ παράλληλα παρέχουν και συμβουλές για την κατάρτιση του στρατηγικού σχεδίου δράσης της.

¹⁴ Δεν πρέπει να συγχέονται τα προνομιακά δικαιώματα ψήφου με το θεσμό των προνομιούχων μετοχών στην Ελλάδα. Συνήθως οι κάτοχοι προνομιούχων μετοχών στην Ελλάδα έχουν αυξημένα δικαιώματα επί των κερδών, στερούνται όμως του δικαιώματος ψήφου.

Οι εμπειρικές μελέτες μάλιστα έχουν δείξει ότι η συμμετοχή των θεσμικών επενδυτών επηρεάζει θετικά την πιθανότητα επιβίωσης της επιχείρησης (Jain and Kini, 2000). Ωστόσο, υπάρχουν και περιπτώσεις πολυμετοχικών ή και οικογενειακού τύπου επιχειρήσεων όπου το κόστος επικοινωνίας και συντονισμού μεταξύ θεσμικών επενδυτών και ιδιοκτησίας είναι υψηλό (Tosi et al., 1999), με αποτέλεσμα την αρνητική επίδραση του εν λόγω παράγοντα στην πιθανότητα επιβίωσης της επιχείρησης.

Τέλος, οι κανόνες ορθής εταιρικής διακυβέρνησης επιβάλλουν τον έλεγχο της διοίκησης από τους μετόχους όχι μόνο μέσω μηχανισμών ελέγχου, αλλά και μέσω της μεταβίβασης της ιδιοκτησίας (market for corporate control). Για παράδειγμα, στο αγγλοσαξονικό σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης, οι Denis and Sarin (1999) κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι υπάρχει θετική σχέση ανάμεσα στις κακές εταιρικές επιδόσεις και στη μεταβολή της ιδιοκτησίας η οποία επέρχεται μέσω εξαγορών ή συγχωνεύσεων. Μια τέτοια σχέση δεν φαίνεται να επιβεβαιώνεται πλήρως (βλ. ενδεικτικά Franks and Mayer, 2001, Heiss and Koke, 2004) για τις γερμανικές επιχειρήσεις, ενώ καταρρίπτεται για τις ελληνικές επιχειρήσεις (Τσαγκανός, 2008, Tsagkanos et al., 2008).

2.1.4 Οι υποθέσεις του μειονεκτήματος του “νεαρού της ηλικίας” και της “εφηβείας”

Μια δεύτερη βασική παράμετρος που συνδέεται με την επιβίωση μιας επιχείρησης είναι η χρονική διάρκεια που αυτή δραστηριοποιείται σε μια αγορά. Σύμφωνα με την κρατούσα άποψη, η έξοδος μιας επιχείρησης από την αγορά συνδέεται αντιστρόφως ανάλογα με τη χρονική διάρκεια της παρουσίας της σ’ αυτήν (Freeman et al., 1983, Mitchell, 1994, Mata and Portugal, 1994). Η υπόθεση αυτή είναι γνωστή και ως υπόθεση του μειονεκτήματος του νεαρού της ηλικίας (liability of newness).¹⁵ Στην κατεύθυνση αυτή κινούνται τόσο το υπόδειγμα παθητικής εκμάθησης (passive learning – βλ. Jovanovic, 1982) όσο και το υπόδειγμα

ενεργητικής εκμάθησης (active learning – βλ. Ericson and Pakes, 1995)

Βασικό χαρακτηριστικό του πρώτου υποδείγματος είναι ότι το κόστος για τις νεοεισερχόμενες επιχειρήσεις δεν είναι μόνο τυχαίο, αλλά και διαφέρει μεταξύ των επιχειρήσεων. Με άλλα λόγια, μια νεοεισερχόμενη σε μια αγορά επιχείρηση δεν είναι βέβαιη για τις προοπτικές επιτυχίας της και το αρχικό της μέγεθος είναι αναγκαστικά μικρό μέχρι να διαπιστωθεί ότι είναι ικανή να αποσπάσει ικανό μερίδιο της αγοράς. Αν εκ των υστέρων διαπιστωθεί ότι η επιχείρηση λειτουργεί αποτελεσματικά, τότε αυξάνονται οι πιθανότητες να παραμείνει στην αγορά και να αναπτυχθεί σε μέγεθος, διαφορετικά θα συρρικνωθεί και πιθανόν θα εξέλθει από την αγορά. Λόγω της εξόδου των αδύναμων επιχειρήσεων από την αγορά, οι μέσες επιδόσεις (αποτελεσματικότητα) των επιχειρήσεων που παραμένουν σ’ αυτήν βελτιώνονται με την πάροδο του χρόνου, χωρίς η βελτίωση αυτή να συνδέεται με μεταβολή των θεμελιωδών χαρακτηριστικών τους, με αποτέλεσμα να μειώνεται η πιθανότητα εξόδου τους από την αγορά. Εναλλακτικά, η πιθανότητα εξόδου είναι σταθερή και δεν εξαρτάται από το χρόνο.

Σύμφωνα με το δεύτερο υπόδειγμα, σε γενικές γραμμές, οι νέες επιχειρήσεις “μαθαίνουν” από την παρουσία τους σε μια αγορά, βελτιώνοντας έτσι τη διοικητική τους λειτουργία και τις μεθόδους παραγωγής τους, με αποτέλεσμα να μειώνεται η πιθανότητα εξόδου τους από αυτήν. Με άλλα λόγια, η πιθανότητα εξόδου δεν είναι σταθερή και μειώνεται με το χρόνο.

Ωστόσο, υπάρχουν και επιχειρήματα υπέρ της αντίθετης άποψης, δηλαδή ότι επιχειρήσεις με σχετικά μικρή χρονική διάρκεια δραστηριοποίησης σε μια αγορά ενδέχεται να έχουν καλύτερες προοπτικές ανάπτυξης και επιβίωσης σε σχέση με εκείνες που βρίσκονται

¹⁵ Μολονότι η ανάλυση της συγκεκριμένης υπόθεσης έχει εφαρμογή κυρίως σε νεοιδρύμενες επιχειρήσεις και όχι σε εκείνες που είναι νέες σε μια χρηματιστηριακή αγορά, η παρούσα ανάλυση εμπεριέχει στοιχεία που σχετίζονται και με τις τελευταίες.

στην αγορά για μεγαλύτερη περίοδο. Για παράδειγμα, είναι πιθανό οι μεγάλες σε ηλικία επιχειρήσεις να διαθέτουν παρωχημένη τεχνολογία. Η παραγωγικότητα ενός εργοστασίου έως ένα βαθμό ορίζεται κατά το χρόνο ίδρύσής του. Οι νέες επιχειρήσεις ιδρύουν εργοστάσια ενσωματώνοντας τεχνολογία αιχμής. Το ίδιο ισχύει και για τα παραγόμενα προϊόντα. Οι μεγάλες σε ηλικία επιχειρήσεις είτε παρουσιάζουν δυσκολίες ενσωμάτωσης νέων τεχνολογιών στην παραγωγική διαδικασία είτε μειονεκτούν σε καινοτόμες μεθόδους, με αποτέλεσμα να προσφέρουν παρωχημένα προϊόντα και υπηρεσίες.

Αντίθετα, οι νέες επιχειρήσεις που επιχειρούν να κατακτήσουν μερίδιο της αγοράς εμφανίζονται πιο καινοτόμες και υιοθετούν άμεσα τις νέες τεχνολογίες αποσπώντας μερίδιο αγοράς από τις παλαιές επιχειρήσεις. Επιπρόσθετα, οι σχετικά παλαιές και μεγάλου μεγέθους επιχειρήσεις παρουσιάζουν λειτουργικές δυσκολίες σε περιπτώσεις αναδιοργάνωσής τους (αδράνεια), καθώς το 70% περίπου των επιχειρήσεων αυτών που επιθυμούν να υιοθετήσουν νέες τεχνολογίες ή να μεταβάλουν τις εργασιακές σχέσεις δεν επιτυγχάνουν τα επιθυμητά αποτελέσματα (Γεωργόπουλος, 2004).

Ειδικά για τις επιχειρήσεις με μετοχές εισηγμένες προς διαπραγμάτευση σε μια χρηματιστηριακή αγορά οι οποίες λειτουργούν ήδη επί αρκετά έτη πριν από την είσοδό τους στην εν λόγω αγορά, η ανωτέρω υπόθεση του μειονεκτήματος του νεαρού της ηλικίας, διατηρώντας τα βασικά συστατικά που τη χαρακτηρίζουν, εξετάζεται στη βιβλιογραφία (π.χ. Hensler et al., 1997) ως η υπόθεση του “μειονεκτήματος της εφηβείας” (liability of adolescence). Με βάση την υπόθεση αυτή, μια νεοεισερχόμενη σε μια χρηματιστηριακή αγορά επιχείρηση μπορεί να επιβιώσει τα πρώτα χρόνια παρουσίας της στη χρηματιστηριακή αγορά αναλώνοντας τα αρχικά κεφάλαια που προήλθαν από τη δημόσια εγγραφή της. Έτσι, τα πρώτα χρόνια ο κίνδυνος εξόδου της από την αγορά είναι μικρός, στη συνέχεια αυξάνεται έως μια μέγιστη τιμή και τέλος μειώνεται.¹⁶

Αν και υπάρχει σημαντικός αριθμός εμπειρικών ερευνών που εξετάζουν τη σχέση μεταξύ επιβίωσης και ηλικίας, τα ευρήματα είναι μάλλον αντικρουόμενα. Π.χ. οι μελέτες των Amburgey et al. (1993), Olzak and West (1991), Mata and Portugal (1994) και Audretsch et al. (2000) επιβεβαιώνουν την ορθότητα της υπόθεσης του μειονεκτήματος του νεαρού της ηλικίας, σε αντίθεση με τις μελέτες των Barron et al. (1994) και Ranger-Moore (1997). Όσον αφορά τις μελέτες που εξετάζουν επιχειρήσεις με μετοχές εισηγμένες σε χρηματιστηριακές αγορές, οι Audretsch et al. (1999), Perez et al. (2004) και Kaniovski and Peneder (2007) καταλήγουν στην αποδοχή της υπόθεσης του μειονεκτήματος της εφηβείας.

2.1.5 Η υπόθεση των παραθύρων ευκαιρίας

Αν υποτεθεί ότι, όπως εκτενώς αναλύθηκε ανωτέρω στην ενότητα 2.1.3, σε πολλές περιπτώσεις η διοίκηση μιας επιχείρησης δεν προασπίζει πάντοτε τα συμφέροντα των μικρομετόχων, γεννάται το ερώτημα πώς οι επιχειρήσεις συγκεντρώνουν συνήθως σημαντικού ύψους κεφάλαια μέσω των δημόσιων εγγράφων, καθώς σ’ αυτές συμμετέχουν μικροεπενδυτές χωρίς να υπάρχει δέσμευση ότι τα προς επένδυση κεφάλαια θα λάβουν μια ελάχιστη εγγυημένη απόδοση.

Μια πιθανή εξήγηση είναι η υπεραισιοδοξία των επενδυτών, η οποία πιθανώς επηρεάζεται από τη συγκυρία και τις ανακοινώσεις περί θετικών επιχειρηματικών εξελίξεων και προοπτικών των επιχειρήσεων. Με βάση την υπόθεση αυτή, εναλλακτικά γνωστή ως υπόθεση των παραθύρων ευκαιρίας (window of opportunity hypothesis), οι επενδυτές συμμετέχουν σε μια δημόσια εγγραφή με κριτήριο όχι τη μακροπρόθεσμη μελλοντική απόδοση των επενδύσεων της επιχείρησης, αλλά την προσδοκία για τη βραχυχρόνια άνοδο της τιμής της μετοχής (Shleifer and Vishny, 1997). Η υπόθεση αυτή έχει μελετηθεί εκτενώς στη βιβλιογραφία, με γενικό συμπέρασμα ότι οι

¹⁶ Η μείωση αυτή μπορεί να οφείλεται και στο γεγονός ότι εξέρχεται από την αγορά οι λιγότερο αποτελεσματικές επιχειρήσεις.

δημόσιες ή δευτερογενείς εγγραφές είναι συστηματικά υπερτιμημένες (βλ. ενδεικτικά Ritter, 1991, Pagano et al., 1998, Teoh et al., 1998).

Οι μελέτες αυτές επίσης συμπεραίνουν ότι οι δημόσιες εγγραφές πραγματοποιούνται σε περιόδους ανοδικής φάσης του χρηματιστηριακού κύκλου, οι μακροπρόθεσμες αποδόσεις των επιχειρήσεων είναι μικρότερες από τις αναμενόμενες και η κερδοφορία για το προ της δημόσιας εγγραφής έτος έχει επηρεαστεί πιθανόν από μεθόδους δημιουργικής λογιστικής. Επιπρόσθετα, οι υψηλές κλαδικές αποτιμήσεις (όπως μετρούνται από το δείκτη της χρηματιστηριακής προς τη λογιστική αξία) αποτελούν κίνητρο για τις οριακές επιχειρήσεις να εισέλθουν σε μια χρηματιστηριακή αγορά, καθώς αυτές εκτιμούν ότι λόγω της υπεραισιοδοξίας των επενδυτών θα κατορθώσουν να προσελκύσουν κεφάλαια σχετικά ευκολότερα. Σε αυτές τις περιπτώσεις οι υψηλές κλαδικές αποτιμήσεις επηρεάζουν αρνητικά τη διάρκεια επιβίωσης των επιχειρήσεων.

Ωστόσο, οι υψηλές κλαδικές αποτιμήσεις μπορεί να πηγάζουν και από τις θετικές προσδοκίες σχετικά με τις προοπτικές ανάπτυξης των επιχειρήσεων (βλ. ενδεικτικά Pagano et al., 1998, Jain and Kini, 1999) και συνεπώς, στην περίπτωση αυτή, οι υψηλές κλαδικές αποτιμήσεις επηρεάζουν θετικά τη διάρκεια επιβίωσης των επιχειρήσεων. Το ποια από τις δύο υποθέσεις ισχύει είναι καθαρά ζήτημα εμπειρικής διερεύνησης.

2.2 Η ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΟΥ ΚΛΑΔΟΥ

Σύμφωνα με τους Hensler et al. (1997), μολονότι οι επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στον ίδιο κλάδο δεν είναι κατ' ανάγκην όμοιες, αντιμετωπίζουν παρόμοιες πιθανότητες επιβίωσης, καθώς εφαρμόζουν παραπλήσιες μεθόδους παραγωγής με κοινούς παραγωγικούς συντελεστές, ενώ οι προοπτικές ανάπτυξης του κλάδου στον οποίο ανήκουν ουσιαστικά διαμορφώνουν και τις προοπτικές ανάπτυξης των επιχειρήσεων που κατατάσσονται σ' αυτόν. Συνεπώς, οι πιθανότητες επιβίωσης

των επιχειρήσεων που ανήκουν στον ίδιο κλάδο σχετίζονται μεταξύ τους.

Με βάση τη θεωρία της βιομηχανικής οργάνωσης, οι διαφορές μεταξύ των κλάδων προσδιορίζονται από το βαθμό ανταγωνισμού που επικρατεί σ' αυτούς. Σε κλάδους όπου ο ανταγωνισμός εμφανίζεται μειωμένος, μια επιχείρηση μπορεί να διαμορφώνει τιμές που αποφέρουν υπερκέρδη αν τα εμπόδια εισόδου νέων επιχειρήσεων στην αγορά είναι μεγάλα και ο βαθμός συνεργασίας μεταξύ των ήδη δραστηριοποιούμενων επιχειρήσεων υψηλός (Bunch and Smilly, 1992). Επίσης, η πιθανότητα επιβίωσης μιας επιχείρησης συνδέεται και με τον επιχειρηματικό κύκλο, καθώς στην ανοδική του φάση οι ρυθμοί ανάπτυξης είναι υψηλοί, επιτρέποντας την είσοδο νέων επιχειρήσεων χωρίς οι υφιστάμενες να προσφεύγουν σε εφαρμογή "αντιποίνων" (Mata et al., 1995).

Ένα κλασικό μέτρο του βαθμού ανταγωνισμού σε έναν κλάδο είναι ο βαθμός συγκέντρωσής του, όπου συνήθως υψηλός βαθμός συνδέεται με μεγάλα εμπόδια εισόδου. Ωστόσο, μπορεί ο βαθμός συγκέντρωσης να παραμένει σταθερός σε σχετικά υψηλό επίπεδο χωρίς να επικρατούν συνθήκες εμποδίων για την είσοδο νέων επιχειρήσεων στην αγορά όταν οι νεοεισερχόμενες επιχειρήσεις απλώς αντικαθιστούν αυτές που αποχωρούν (Baldwin, 1995). Επίσης, ο βαθμός εισόδου νέων επιχειρήσεων στον κλάδο μπορεί να εξαρτάται όχι από το μέγεθος των εμποδίων εισόδου, αλλά από τις προοπτικές ανάπτυξης του κλάδου (Jain and Kini, 1999).

Τα συμπεράσματα των εμπειρικών μελετών αναφορικά με το δείκτη συγκέντρωσης είναι μάλλον αντιφατικά, καθώς σε κάποιες περιπτώσεις ο βαθμός συγκέντρωσης συνδέεται θετικά με τις πιθανότητες επιβίωσης μιας επιχείρησης (Li, 1995), σε κάποιες άλλες αρνητικά (Audretsch and Mahmood, 1991), ενώ υπάρχουν και περιπτώσεις όπου η ανωτέρω σχέση δεν έχει στατιστική σημαντικότητα (Mata and Portugal, 1994, Heiss and Koke, 2004, Jain and Kini, 1999).

Μια άλλη διάσταση του βαθμού ανταγωνισμού σε έναν κλάδο περιγράφεται και από το δείκτη νεοεισερχόμενων επιχειρήσεων. Σύμφωνα με τη θεωρία της οικολογίας των πληθυσμών (Hannan and Freeman, 1989), η επιβίωση μιας νέας επιχείρησης συνδέεται αρνητικά με το ρυθμό εισόδου των νεοεισερχόμενων επιχειρήσεων στον κλάδο, καθώς αυτή θα πρέπει να αντιμετωπίσει τον ανταγωνισμό όχι μόνο των υφιστάμενων επιχειρήσεων, αλλά και των νεοεισερχομένων. Συνεπώς, μια επιχείρηση έχει μεγαλύτερες πιθανότητες επιβίωσης στην περίπτωση που ο δείκτης νεοεισερχόμενων επιχειρήσεων δεν είναι υψηλός (Audretsch et al., 2000). Μια εναλλακτική εκδοχή με βάση τη θεωρία της βιομηχανικής οργάνωσης καταλήγει στο ίδιο συμπέρασμα, για διαφορετικούς όμως λόγους. Τα εμπόδια εισόδου μπορεί να αποτελούν ταυτόχρονα και εμπόδια εξόδου, στο βαθμό που μια επένδυση η οποία αποτρέπει την είσοδο νέων επιχειρήσεων εμποδίζει επίσης και την έξοδο υπαρχουσών επιχειρήσεων, με αποτέλεσμα να παρατηρείται υψηλότερος ρυθμός εξόδου επιχειρήσεων από τους κλάδους όπου η είσοδος νέων επιχειρήσεων είναι ευκολότερη (Mata and Portugal, 2002, Fotopoulos and Louri, 2002).

Ωστόσο, ο δείκτης νεοεισερχόμενων επιχειρήσεων μπορεί να είναι υψηλός επειδή ο κλάδος βρίσκεται σε φάση ανάπτυξης. Στις περιπτώσεις αυτές, η επιβίωση των επιχειρήσεων είναι ευκολότερη, καθώς ο ρυθμός ανάπτυξής τους δεν οφείλεται στην απόσπαση μεριδίου της αγοράς που ανήκει σε αντίπαλες επιχειρήσεις, αλλά στους υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης του κλάδου. Οι επιχειρηματικές προσδοκίες για πιθανή επιτυχία της επένδυσης είναι υψηλότερες, επομένως το αρχικό μέγεθος των επιχειρήσεων είναι μεγαλύτερο.

2.3 Η ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΟΥ ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΥ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝΤΟΣ

Στην πλειοψηφία τους οι εμπειρικές μελέτες, εκτός ελαχίστων εξαιρέσεων, εξετάζουν τους παράγοντες που επηρεάζουν την επιβίωση μιας επιχείρησης και σχετίζονται με τα ατομικά χαρακτηριστικά των επιχειρήσεων και τα

χαρακτηριστικά του κλάδου. Ωστόσο, η πιθανότητα επιβίωσης μιας επιχείρησης εξαρτάται και από τη φάση του οικονομικού κύκλου και επομένως θα πρέπει αυτός να συνεκτιμάται με τους υπόλοιπους παράγοντες. Για παράδειγμα, μια αρνητική οικονομική συγκυρία ενδέχεται να πλήξει περισσότερο τις νέες επιχειρήσεις σε σχέση με αυτές που δραστηριοποιούνται στην οικονομία επί μεγαλύτερο χρονικό διάστημα. Στις μελέτες όπου συνεκτιμάται και η φάση του οικονομικού κύκλου, αυτή προσεγγίζεται με διάφορους τρόπους. Οι Audretsch and Mahmood (1995) λ.χ. χρησιμοποίησαν το δείκτη ανεργίας και τα πραγματικά επιτόκια, καταλήγοντας ωστόσο σε αντικρουόμενα συμπεράσματα, ενώ οι Buehler et al. (2006), χρησιμοποιώντας το ρυθμό μεταβολής του ΑΕΠ, συμπεράναν ότι στην ανοδική φάση του κύκλου αυξάνεται η πιθανότητα επιβίωσης, αλλά και η πιθανότητα συγχωνεύσεων.

3 ΔΕΔΟΜΕΝΑ ΚΑΙ ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ

3.1 ΔΕΔΟΜΕΝΑ¹⁷

Η αδυναμία εξεύρεσης των κατάλληλων δεδομένων (εκτός των χρηματοοικονομικών) για την κατάρτιση συναρτήσεων κινδύνου, μέσω των οποίων θα εκτιμάται η διάρκεια επιβίωσης ή ο κίνδυνος μη επιβίωσης μιας επιχείρησης, έχει λειτουργήσει, ειδικά στην Ελλάδα, ανασταλτικά στην εκπόνηση σχετικών εμπειρικών μελετών. Για το λόγο αυτό, στην παρούσα μελέτη χρησιμοποιήθηκαν δεδομένα που αφορούν επιχειρήσεις με μετοχές εισηγμένες στο ΧΑ για τις οποίες ήταν διαθέσιμα και μη χρηματοοικονομικά δεδομένα. Αναλυτικότερα, η κατασκευή της βάσης δεδομένων που χρησιμοποιήθηκε για την εκτίμηση του εμπειρικού υποδείγματος έγινε ως ακολούθως:

¹⁷ Η ανάλυση που ακολουθεί αφορά δεδομένα για το έτος εισαγωγής των μετοχών κάθε επιχείρησης στο ΧΑ, τα οποία δεν μεταβάλλονται με το χρόνο. Πέραν του ότι η συλλογή δεδομένων για κάποιες μεταβλητές σε ετήσια βάση παρουσιάζει δυσκολίες, ο βασικός λόγος που χρησιμοποιείται η συγκεκριμένη χρονική στιγμή πηγάζει από τη θεωρία της βιομηχανικής οργάνωσης, η οποία δίνει ιδιαίτερη σημασία στην κατάσταση των επιχειρήσεων κατά την έναρξη της περιόδου παρατήρησής τους (που συμπίπτει στην παρούσα μελέτη με την εισαγωγή των μετοχών τους στο ΧΑ).

Πίνακας 1 Κατηγοριοποίηση κλάδων και αριθμός συμμετεχουσών επιχειρήσεων

α/α κλάδου	Κωδικός κλάδου	Όνομα κλάδου	Αριθμός επιχειρήσεων που περιλαμβάνονται στον κλάδο
1	0500	Πετρέλαιο & Αέριο	3
2	1300	Χημικά	7
3	1700	Πρώτες ύλες	11
4	2300	Υλικά κατασκευών	6
5	2700	Βιομηχανικά προϊόντα	19
6	3500	Προϊόντα διατροφής	24
7	3700	Προσωπικά και οικιακά αγαθά	29
8	4500	Υγεία	7
9	5300	Εμπόριο	10
10	5500	Μέσα ενημέρωσης	16
11	5700	Ταξίδια και αναψυχή	17
12	6500	Τηλεπικοινωνίες	5
13	7500	Υπηρεσίες κοινής ωφέλειας	3
14	9500	Τεχνολογία	31
15	8700	Λοιποί κλάδοι	8
Σύνολο επιχειρήσεων			196

Αρχικά, μέσω των πληροφοριακών δελτίων που εκδίδει το ΧΑ, εντοπίστηκαν για την περίοδο 1993-2002 οι δημόσιες εγγραφές των ελληνικών εμποροβιομηχανικών επιχειρήσεων καθώς και οι περιπτώσεις επιχειρήσεων των οποίων

οι μετοχές σταμάτησαν να αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης στο ΧΑ μέχρι και το τέλος του 2006, που αποτελεί την καταληκτική ημερομηνία της μελέτης. Για τις επιχειρήσεις αυτές, μέσω του ΧΑ αλλά και μέσω των δελτίων δημόσιων εγγραφών, συγκεντρώθηκαν τα απαραίτητα δεδομένα που αφορούσαν τη μετοχική τους σύνθεση για τις περιόδους πριν και μετά από την ολοκλήρωση της δημόσιας εγγραφής. Ο συνολικός αριθμός δημόσιων εγγραφών που εξετάστηκαν και για τις οποίες συνελήχθησαν τα πλήρη στοιχεία που απαιτεί η μελέτη ανήλθε σε 196 (βλ. Πίνακα 1). Παράλληλα, η βάση εμπλουτίστηκε με τα δεδομένα των δημοσιευμένων ισολογισμών των επιχειρήσεων αυτών, ενώ τα μακροοικονομικά δεδομένα που χρησιμοποιήθηκαν αντλήθηκαν από την Εθνική Στατιστική Υπηρεσία της Ελλάδος (ΕΣΥΕ).

3.2 ΜΕΤΑΒΛΗΤΕΣ

Με βάση το θεωρητικό υπόβαθρο που αναπτύχθηκε στην ενότητα 2, κατασκευάστηκαν οι μεταβλητές του υποδείγματος, οι οποίες περιγράφονται στον Πίνακα 2.

Η διάρκεια επιβίωσης (ΔΕΠ), που αποτελεί και την κύρια υπό εξέταση (εξαρτημένη) μετα-

Πίνακας 2 Μεταβλητές υποδειγμάτων

Μεταβλητή	Επεξήγηση	Μέση τιμή	Διακύμανση
ΔΕΠ*	Διάρκεια επιβίωσης (μετρείται σε έτη)	6,897	2,767
ΔΕ	Σύνολο δανειακών υποχρεώσεων προς σύνολο παθητικού κατά τον πρώτο χρόνο δημόσιας εγγραφής	0,418	0,195
ΜΕΓ	Λογάριθμος του μόνιμα απασχολούμενου προσωπικού κατά το πρώτο έτος διαπραγμάτευσης	4,956	1,275
ΜΔΣ	Ποσοστό μετοχών που κατέχουν τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου μετά την ολοκλήρωση της δημόσιας εγγραφής εξαιρουμένων αυτών που κατέχει ο διευθύνων σύμβουλος	0,225	0,220
ΔΣ	Ποσοστό μετοχών που κατέχει ο διευθύνων σύμβουλος μετά την ολοκλήρωση της δημόσιας εγγραφής	0,308	0,250
ΘΕΣΜ	Μεταβλητή που λαμβάνει την τιμή 1 αν συμμετέχουν στο μετοχικό κεφάλαιο θεσμικοί επενδυτές μετά τη δημόσια εγγραφή	0,168	0,375
ΧΑΚΘ	Διάμεση ετήσια κλαδική κεφαλαιοποίηση στο σύνολο της καθαρής θέσης κατά το πρώτο χρόνο δημόσιας εγγραφής	3,503	1,395
ΝΕΕΣ	Λογάριθμος των νεοεισερχόμενων στον κλάδο επιχειρήσεων	2,793	0,619
ΜΕΓ-ΝΕΕΣ	Λογάριθμος του μέσου μεγέθους των νεοεισερχόμενων στον κλάδο επιχειρήσεων	5,478	0,894
ΒΙΟΜ*	Δείκτης παραγωγής βιομηχανίας ¹ (2000=100)	93,895	5,358

* Χρονικά μεταβαλλόμενη μεταβλητή.
1 Η εξέλιξη της βιομηχανικής παραγωγής παρακολουθείται από την Εθνική Στατιστική Υπηρεσία με τρεις δείκτες: τον Γ-δείκτη για την παραγωγή των ορυχείων, τον Δ-δείκτη για την παραγωγή της μεταποίησης και τον Ε-δείκτη για την παραγωγή ηλεκτρισμού, φυσικού αερίου και νερού. Περισσότερες πληροφορίες βλ. στο δικτυακό τόπο www.statistics.gr.

βλητή, μετρείται από τον αριθμό των ετών που μεσολαβούν μεταξύ του έτους εισαγωγής των μετοχών μιας επιχείρησης στο ΧΑ και (α) είτε του 2006 για τις επιχειρήσεις των οποίων οι μετοχές υφίστανται συνεχή διαπραγμάτευση στο ΧΑ (λογοκριμένες παρατηρήσεις – censored observations), (β) είτε του έτους κατά το οποίο σταμάτησαν να υφίστανται διαπραγμάτευση. Η παύση διαπραγμάτευσης, υπό τη στενή έννοια, περιλαμβάνει τις επιχειρήσεις των οποίων η διαπραγμάτευση των μετοχών αναστάλη για διάστημα μεγαλύτερο των έξι μηνών (21 επιχειρήσεις), ενώ υπό την ευρεία έννοια περιλαμβάνει, πλέον των επιχειρήσεων της προηγούμενης κατηγορίας, και εκείνες των οποίων οι μετοχές εντάχθηκαν στην κατηγορία της επιτήρησης (32 επιχειρήσεις συνολικά).

Όσον αφορά τις ερμηνευτικές μεταβλητές, η δανειακή επιβάρυνση (ΔΕ) υπολογίστηκε ως ο λόγος του συνόλου των βραχυπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων των επιχειρήσεων προς τα συνολικά κεφάλαιά τους κατά το πρώτο έτος διαπραγμάτευσης των μετοχών τους στο ΧΑ, ενώ ως μέτρο του μεγέθους (ΜΕΓ) της επιχείρησης χρησιμοποιήθηκε ο λογάριθμος του συνολικά απασχολούμενου προσωπικού κατά το πρώτο έτος εισαγωγής της μετοχής της επιχείρησης στο ΧΑ.¹⁸ Για την εκτίμηση της επίδρασης της εταιρικής διακυβέρνησης χρησιμοποιήθηκαν οι μεταβλητές ΔΣ και ΜΔΣ, οι οποίες εκφράζουν τη συμμετοχή του διευθύνοντος συμβούλου και των μελών του διοικητικού συμβουλίου των επιχειρήσεων αντίστοιχα στο μετοχικό κεφάλαιο κατά την ολοκλήρωση της δημόσιας εγγραφής. Φυσικά, για την αποφυγή του προβλήματος της πολυσυγγραμικότητας μεταξύ των δύο αυτών μεταβλητών κατά την εκτίμηση του εμπειρικού υποδείγματος, από τη μεταβλητή ΜΔΣ έχει αφαιρεθεί το ποσοστό των μετοχών του διευθύνοντος συμβούλου. Επιπρόσθετα, όσον αφορά τη μετοχική σύνθεση, δημιουργήθηκε και η μεταβλητή ΘΕΣΜ, η οποία λαμβάνει την τιμή 1 στην περίπτωση που θεσμικοί επενδυτές συμμετέχουν στο μετοχικό κεφάλαιο της επιχείρησης με ποσοστό τουλάχιστον 5% κατά τη λήξη της δημόσιας εγγραφής.

Επίσης, στην Ελλάδα δεν ισχύει πάντοτε η αρχή του δικαιώματος της μιας ψήφου ανά μετοχή. Π.χ. οι προνομιούχες μετοχές παρέχουν στον κομιστή τους επιπλέον προνόμια σε σχέση με τις κοινές μετοχές (προτεραιότητα στη διανομή μερισμάτων, στη συμμετοχή σε αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου κ.λπ.), ενώ συνήθως στερούνται του δικαιώματος ψήφου στη γενική συνέλευση των μετόχων της επιχείρησης και συνεπώς οι κάτοχοί τους δεν συμμετέχουν στη λήψη των αποφάσεων. Στις περιπτώσεις που υπάρχει αυτή η διάκριση στο μετοχικό κεφάλαιο της επιχείρησης, το ποσοστό των μετοχών χωρίς δικαίωμα ψήφου δεν λαμβάνεται υπόψη.

Επιπρόσθετα, για την εκτίμηση του κατά πόσον οι θετικές προσδοκίες των επενδυτών για τις επιχειρήσεις του κλάδου αποτελούν κίνητρο για την είσοδο οριακών επιχειρήσεων, χρησιμοποιήθηκε ο κλαδικός λόγος της ετήσιας χρηματιστηριακής αξίας προς την καθαρή θέση (ΧΑΚΘ) κατά το πρώτο έτος εισαγωγής των μετοχών της στο ΧΑ.

Όσον αφορά τους υπό εξέταση κλάδους, οι επιχειρήσεις κατατάχθηκαν σε 15 κλάδους σύμφωνα με την ταξινόμηση ICB του ΧΑ (ταξινόμηση που υιοθετείται άλλωστε και σε πολλές μεγάλες χρηματιστηριακές αγορές διεθνώς).¹⁹ Στον Πίνακα 1 συνοψίζεται ο αριθμός των υπό εξέταση επιχειρήσεων του κάθε κλάδου.

¹⁸ Στην εμπειρική βιβλιογραφία χρησιμοποιούνται διάφορες μεταβλητές για την προσέγγιση του μεγέθους, αν και στις περισσότερες περιπτώσεις η χρησιμοποιούμενη μεταβλητή είναι ο αριθμός των εργαζομένων. Επίσης, όπως αναφέρθηκε και στην υποσημείωση 12, σύμφωνα με τον Κανονισμό ΕΚ 71/2001 αλλά και προγενέστερους Κανονισμούς, το μέγεθος της επιχείρησης προσδιορίζεται από τον αριθμό του μόνιμου προσωπικού. Τέλος, οι Cabral and Mata (2003) παρατήρησαν ότι το μέγεθος των υφιστάμενων επιχειρήσεων, μετρούμενο με το λογάριθμο των εργαζομένων, ακολουθεί προσεγγιστικά την κανονική κατανομή.

¹⁹ Η μέθοδος αυτή, που περιγράφεται αναλυτικά στην ιστοσελίδα του ΧΑ www.ase.gr, ταξινομεί τις επιχειρήσεις είτε σύμφωνα με το τελικό παραγόμενο προϊόν είτε σύμφωνα με την εφαρμόζόμενη παραγωγική διαδικασία, καθώς πιστεύεται ότι αποτυπώνει καλύτερα τις συνθήκες που επικρατούν στον κλάδο. Π.χ. η επιχείρηση ΠΛΑΙΣΙΟ ΑΕ ασχολείται με την εμπορία και τη μερική συναρμολόγηση ηλεκτρονικών υπολογιστών, ενώ η επιχείρηση INFOQUEST αντιπροσωπεύει γνωστό κατασκευαστή ηλεκτρονικών υπολογιστών και παράλληλα διαθέτει και υπηρεσία συναρμολόγησης ηλεκτρονικών υπολογιστών. Η πρώτη επιχείρηση θα μπορούσε να ταξινομηθεί στον κλάδο SIC 52 (λιανικό εμπόριο) και η δεύτερη στον κλάδο SIC 72 (πληροφορική-εξοπλισμός). Ωστόσο, σύμφωνα με την ταξινόμηση ICB, και οι δύο επιχειρήσεις ταξινομούνται στον ίδιο κλάδο, δηλ. τον κλάδο της τεχνολογίας, καθώς, αν οι προοπτικές πωλήσεων ηλεκτρονικών υπολογιστών είναι θετικές, τότε οι προοπτικές ανάπτυξης και των δύο επιχειρήσεων συσχετίζονται θετικά.

Πίνακας 3 Αναμενόμενη επίδραση των επιμέρους παραγόντων στη διάρκεια της επιβίωσης

Ατομικά χαρακτηριστικά	Κλαδικά χαρακτηριστικά	Μακροοικονομικό περιβάλλον	Αναμενόμενη επίδραση στη διάρκεια επιβίωσης
Δανειακή επιβάρυνση			-
Αρχικό μέγεθος	Ρυθμός νεοεισερχόμενων επιχειρήσεων		+
	Αρχικό μέγεθος νεοεισερχόμενων επιχειρήσεων		+
Διευθύνων σύμβουλος			+
Μέλη διοικητικού συμβουλίου			+
Θεσμικοί επενδυτές			+/-
	Δείκτης χρηματιστηριακής αξίας προς λογιστική αξία των επιχειρήσεων		+
		Βιομηχανική παραγωγή	+

Σημείωση: Το θετικό πρόσημο συνεπάγεται ότι η ερμηνευτική μεταβλητή μειώνει την πιθανότητα εξόδου και αυξάνει τη διάρκεια επιβίωσης μιας επιχείρησης. Εναλλακτικά, το θετικό πρόσημο συνεπάγεται hazard ratio (HR) μικρότερο της μονάδας και time ratio (TR) μεγαλύτερο της μονάδας.

Ο βαθμός ανταγωνισμού που επικρατεί σε κάθε κλάδο θα μπορούσε να προσεγγιστεί με βάση ένα δείκτη συγκέντρωσης (π.χ. δείκτη Herfindahl). Ωστόσο, επειδή σε ορισμένους κλάδους ο αριθμός των συμμετεχουσών επιχειρήσεων είναι σχετικά μικρός, ως εναλλακτικό μέτρο υπολογισμού του ανταγωνισμού (προσέγγιση που ακολουθείται και στη σχετική διεθνή βιβλιογραφία) χρησιμοποιήθηκε ο δείκτης των νεοεισερχόμενων στον κλάδο επιχειρήσεων, καθώς και το μέγεθός τους (μεταβλητές NEEΣ και ΜΕΓ-NEEΣ αντίστοιχα).

Τέλος, για την εκτίμηση της επίδρασης του μακροοικονομικού περιβάλλοντος στην επιβίωση των επιχειρήσεων χρησιμοποιήθηκε ο δείκτης βιομηχανικής παραγωγής (BIOM). Στον Πίνακα 3 συνοψίζονται οι υπό εξέταση μεταβλητές και απεικονίζονται τα αναμενόμενα πρόσημα των εκτιμήσεων.

3.3 ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ

3.3.1 Βασικές έννοιες

Σε όλες τις σχετικές μελέτες που εξετάζουν την πιθανότητα επιβίωσης των επιχειρήσεων, η εκτίμηση της πιθανότητας αυτής απαιτεί την

εφαρμογή μιας συνάρτησης κινδύνου (hazard function – βλ. εξίσωση 1), μέσω της οποίας εκτιμάται η υπό συνθήκη “πιθανότητα”²⁰ μιας επιχείρησης να μην επιβιώσει πέρα από μια συγκεκριμένη χρονική στιγμή (t):

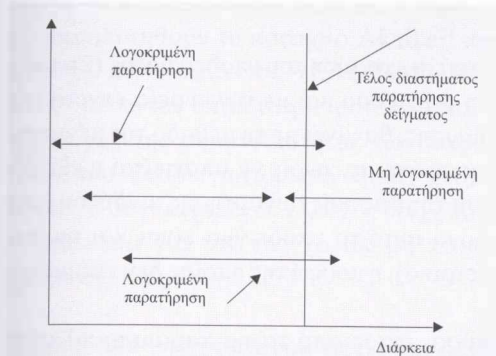
$$\lambda(t) = f(t)/1-F(t) \quad (1)$$

όπου $\lambda(t)$ είναι η συνάρτηση κινδύνου, $f(t)$ η πιθανότητα μη επιβίωσης μιας επιχείρησης στο συγκεκριμένο χρόνο t , δηλαδή η συνάρτηση πιθανότητας, και $F(t)$ η πιθανότητα μη επιβίωσης της επιχείρησης μέχρι και τη χρονική στιγμή t , δηλαδή η αθροιστική συνάρτηση πιθανότητας.

Βασικό χαρακτηριστικό μιας συνάρτησης κινδύνου, εκτός φυσικά από την εκτίμηση της πιθανότητας, είναι ο χρονικός ορίζοντας της παρατήρησης. Ειδικότερα, η διάρκεια επιβίωσης (T) ορίζεται ως ο χρόνος που μεσολαβεί από την έναρξη της περιόδου παρατήρησης της επιχείρησης (περίοδος της δημόσιας εγγραφής στην παρούσα μελέτη) μέχρι: είτε την εμφάνιση του υπό εξέταση ενδεχομένου (εξόδου της επιχείρησης από την αγορά) είτε το τέλος της περιόδου παρατήρησης ($\bar{T}$). Αν κατά τη διάρ-

²⁰ Με την έννοια ότι η συνάρτηση κινδύνου λαμβάνει μόνο θετικές τιμές και πέραν του διαστήματος $[0,1]$. Βλ. και ενότητα 3.3.2.

Διάγραμμα 1 Γραφική απεικόνιση λογοκριμένων παρατηρήσεων



κεια της υπό εξέταση περιόδου δεν παρατηρηθεί εξόδος της επιχείρησης από την αγορά, τότε η παρατήρηση θεωρείται ότι είναι λογοκριμένη από τα δεξιά (right censored). Στο Διάγραμμα 1 απεικονίζονται οι προαναφερθείσες έννοιες της διάρκειας και της λογοκρισίας για τρεις υποθετικές περιπτώσεις επιχειρήσεων. Η πρώτη και η τρίτη επιχείρηση είναι λογοκριμένες από δεξιά, καθώς εξακολουθούν να επιβιώνουν πέραν του χρόνου $\bar{T} > 0$ που αποτελεί το χρόνο λογοκρισίας, ενώ η δεύτερη επιχείρηση εξήλθε από την αγορά πριν από τη χρονική στιγμή $\bar{T}$ και συνεπώς δεν αποτελεί λογοκριμένη παρατήρηση.

Τα ανωτέρω χαρακτηριστικά που σχετίζονται με μια συνάρτηση κινδύνου δεν επιτρέπουν την εφαρμογή κλασικών μεθόδων εκτίμησης, όπως της μεθόδου των ελαχίστων τετραγώνων, αφού οι παρατηρήσεις της διάρκειας επιβίωσης (εξαρτημένης μεταβλητής) δεν είναι όλες διαθέσιμες (εφόσον μερικές από αυτές είναι λογοκριμένες). Αν π.χ. εφαρμοστεί η μέθοδος των ελαχίστων τετραγώνων με εξαρτημένη μεταβλητή τη διάρκεια επιβίωσης (ή το λογάριθμό της) και ερμηνευτική μεταβλητή το αρχικό μέγεθος της επιχείρησης, ο αποκλεισμός των λογοκριμένων παρατηρήσεων από το δείγμα θα είχε αποτέλεσμα τη μεροληψία του εκτιμητή της κλίσης της παλινδρόμησης. Με ανάλογη επιχειρηματολογία προκύπτουν τα ίδια συμπεράσματα (μεροληψία κλίσης), αν

συμπεριληφθούν οι λογοκριμένες παρατηρήσεις στο δείγμα, καθώς θεωρείται ότι οι επιχειρήσεις που αντιστοιχούν σε αυτές δεν επιβίωσαν πέρα από το χρόνο λογοκρισίας.

3.3.2 Εκτίμηση της συνάρτησης κινδύνου

Στη βιβλιογραφία η εκτίμηση μιας συνάρτησης κινδύνου γίνεται με τρεις κυρίως προσεγγίσεις: (α) με την εφαρμογή μη παραμετρικών μεθόδων, δηλαδή με τη χρήση ειδικών πινάκων επιβίωσης (life tables), (β) με την εφαρμογή ημιπαραμετρικών μεθόδων και (γ) με την εφαρμογή παραμετρικών μεθόδων. Η πρώτη προσέγγιση, που είναι και η πιο απλή στην εφαρμογή της καθώς δεν προϋποθέτει κάποιου είδους εκτίμηση, έχει το βασικό μειονέκτημα ότι είναι δύσκολο να συνυπολογιστεί η επίδραση αρκετών ερμηνευτικών μεταβλητών στη συνάρτηση κινδύνου.

Ένα από τα υποδείγματα που έχει χρησιμοποιηθεί ευρέως στη βιβλιογραφία των μελετών επιβίωσης και ελαχιστοποιεί τα προβλήματα που αναφέρθηκαν στην προηγούμενη ενότητα είναι το συνεχές ημιπαραμετρικό υπόδειγμα Cox (1972),²¹ το οποίο έχει την ακόλουθη βασική μορφή:

$$\lambda(t, X) = \lambda_0(t) \exp(X'\beta), 0 \leq \lambda \quad (2)$$

όπου $\lambda(t, X)$ η συνάρτηση κινδύνου μιας επιχείρησης, η οποία μπορεί να ερμηνευθεί ως το στιγμιαίο ποσοστό κινδύνου (hazard rate) που αντιμετωπίζει μια επιχείρηση μεταξύ $(t, t + \Delta t)$, όταν $\Delta t \rightarrow 0$, $\lambda_0(t)$ βασική συνάρτηση κινδύνου (baseline hazard), δηλαδή ο στιγμιαίος κίνδυνος όταν όλες οι ερμηνευτικές μεταβλητές είναι μηδέν, και $(X'\beta)$ το διάνυσμα των ερμηνευτικών μεταβλητών του υποδείγματος που εξηγεί την παρατηρούμενη ετερογένεια μεταξύ των επιχειρήσεων.²²

²¹ Στο εν λόγω υπόδειγμα η διάρκεια θεωρείται ότι είναι μια συνεχής τυχασία μεταβλητή. Επειδή η αναμενόμενη διάρκεια επιβίωσης είναι σχετικά μεγάλη, θεωρείται ότι οι εκτιμήσεις από το συνεχές υπόδειγμα εκτίμησης της συνάρτησης κινδύνου δεν διαφοροποιούνται σημαντικά σε σχέση με ένα διακριτό υπόδειγμα. (Βλ. σχετικά και Siriopoulos and Lalountas (2008)).

²² Σχετικά με τις ερμηνευτικές μεταβλητές της παρούσας μελέτης, βλ. ενότητα 3.2.

Η χρήση του εκθετικού λογαρίθμου στην εξίσωση (2) είναι απαραίτητη ώστε να διασφαλιστεί ότι ο εκτιμώμενος κίνδυνος $\lambda(t)$ δεν θα λαμβάνει αρνητικές τιμές ακόμη και όταν παρατηρούνται αρνητικές τιμές στο διάνυσμα των ερμηνευτικών παραγόντων.

Βασικό χαρακτηριστικό του υποδείγματος (2) αποτελεί η υπόθεση της αναλογικότητας του κινδύνου (proportional hazard), δηλαδή ότι ο σχετικός κίνδυνος μεταξύ δύο επιχειρήσεων, γνωστός και ως δείκτης κινδύνου (hazard ratio ή HR), είναι σταθερός και συνεπώς δεν μεταβάλλεται με το χρόνο (μη εξαρτώμενος χρονικά). Η αναλογικότητα αυτή του δείκτη κινδύνου εκφράζεται μέσω της σχέσης (3):

$$\lambda(t, X_i) / \lambda(t, X_j) = \exp[(X_i' - X_j')\beta] \quad (3)$$

Συνεπώς, αφού ληφθεί υπόψη η ύπαρξη της βασικής συνάρτησης κινδύνου, οι ερμηνευτικές μεταβλητές επιδρούν στη μετατόπιση της βασικής συνάρτησης κινδύνου και επομένως η εκτίμηση της συνάρτησης κινδύνου αποτελεί ουσιαστικά ένα μέτρο σχετικού κινδύνου συγκριτικά με τη βασική συνάρτηση κινδύνου, η οποία δεν εκτιμάται.

Η προαναφερθείσα ανάλυση γίνεται πιο κατανοητή μέσω του εξής παραδείγματος: Έστω ότι το διάνυσμα των ερμηνευτικών μεταβλητών μιας συνάρτησης κινδύνου αποτελείται από το μέγεθος της επιχείρησης και τον κλάδο, η τιμή του οποίου είναι 1 για επιχειρήσεις του τεχνολογικού κλάδου και 0 για οποιονδήποτε άλλο κλάδο. Με βάση το δείκτη κινδύνου (HR) μπορεί να εξεταστεί ο σχετικός κίνδυνος των επιχειρήσεων του τεχνολογικού κλάδου. Αν π.χ. ο συντελεστής β της ερμηνευτικής μεταβλητής του τεχνολογικού κλάδου εκτιμάται σε 0,18, τότε $\exp(0,18)=1,20$. Επομένως, ο κίνδυνος για τις επιχειρήσεις που ανήκουν στον τεχνολογικό κλάδο (χαρακτηριστικό $X_i=1$), δεδομένων των άλλων ερμηνευτικών μεταβλητών του υποδείγματος, είναι κατά 20% μεγαλύτερος σε σχέση με τις επιχειρήσεις που ανήκουν σε άλλους κλάδους. Αντίθετα, αν ο συντελεστής του τεχνολογικού κλάδου είναι -0,18, τότε

$\exp(-0,18)=0,83$, δηλαδή ο κίνδυνος για τις επιχειρήσεις του τεχνολογικού κλάδου ($X_i=1$) είναι κατά 17% μικρότερος σε σχέση με εκείνες που ανήκουν σε άλλους κλάδους.

Αρχικά, η εκτίμηση του υποδείγματος (2), τόσο με τη στενή όσο και με την ευρεία έννοια της επιβίωσης, θα γίνει με τη μέθοδο της μέγιστης πιθανοφάνειας, χωρίς να απαιτείται η εξειδίκευση της βασικής συνάρτησης κινδύνου (για το λόγο αυτό το υπόδειγμα είναι και ημιπαραμετρικό), η μορφή της οποίας δεν εκτιμάται.

Ωστόσο, εκτός από τα ημιπαραμετρικά υποδείγματα, στη βιβλιογραφία εφαρμόζονται και παραμετρικά υποδείγματα, τα οποία υποθέτουν ότι η βασική συνάρτηση κινδύνου ακολουθεί μια συγκεκριμένη κατανομή.²³ Με αυτό τον τρόπο μπορεί να εξεταστεί κατά πόσον οι όποιες εκτιμήσεις μιας συνάρτησης κινδύνου είναι ευαίσθητες στην εφαρμοζόμενη μεθοδολογία. Για το λόγο αυτό, στην παρούσα μελέτη εξετάστηκαν εναλλακτικά και παραμετρικά υποδείγματα, η ανάλυση των οποίων παρατίθεται στο Παράρτημα. Αυτά υποθέτουν ότι η βασική συνάρτηση κινδύνου ακολουθεί είτε την κατανομή Weibull είτε τη loglogistic είτε τη lognormal, δηλαδή κατανομές που χρησιμοποιούνται ευρέως στη σχετική βιβλιογραφία.

3.3.3 Διαδικασία εκτίμησης και επιλογής υποδειγμάτων

Για την εκτίμηση και τη σύγκριση των προαναφερθέντων υποδειγμάτων θα ακολουθηθεί συγκεκριμένη διαδικασία εκτίμησης. Ειδικότερα, η βασική αρχική υπόθεση εκτίμησης είναι ότι η διάρκεια είναι συνεχής και τυχαία μεταβλητή. Στην αρχική εκτίμηση η συνάρτηση κινδύνου (εξίσωση 2) δεν θα ακολουθεί κάποια συγκεκριμένη παραμετρική μορφή. Οι περιορισμοί εφαρμόζονται στο υπόδειγμα σταδιακά και ο έλεγχος της σταθερότητας των

²³ Με την εφαρμογή παραμετρικών υποδειγμάτων επιτυγχάνονται πιο ακριβείς εκτιμήσεις των παραμέτρων. Ωστόσο, η εφαρμογή εσφαλμένων υποθέσεων σχετικά με την παραμετρική μορφή της βασικής συνάρτησης κινδύνου οδηγεί σε μεροληπτικές εκτιμήσεις, σε αντίθεση με την ημιπαραμετρική μέθοδο, η οποία δεν έχει αυτό το μειονέκτημα.

εκτιμητών πραγματοποιείται κάτω από διαφορετικές εξειδικεύσεις των υποδειγμάτων.

Ως γενικότερα κριτήρια βελτιστοποίησης θα χρησιμοποιηθούν το κριτήριο Akaike²⁴ και ο δείκτης πιθανοφάνειας (Likelihood Ratio-LR),²⁵ μέσω του οποίου πραγματοποιείται και ο έλεγχος της σημαντικότητας των παραμέτρων του υποδείγματος συνολικά. Επιπρόσθετα, ο συγκεκριμένος έλεγχος θα χρησιμοποιηθεί και για τον έλεγχο της μη παρατηρούμενης ετερογένειας.²⁶

Επίσης, για τη γενικότερη σύγκριση μεταξύ των υποδειγμάτων (παραμετρικών και μη) θα χρησιμοποιηθεί το κριτήριο της καλής προσαρμογής των καταλοίπων Cox-Snell (1968).

4 ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ

4.1 ΒΑΣΙΚΑ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΑ ΔΕΔΟΜΕΝΑ

Τα βασικά περιγραφικά στατιστικά μεγέθη των υπό εξέταση μεταβλητών παρέχουν ένα μέτρο σύγκρισης των δεδομένων της ελληνικής αγοράς με εκείνα ξένων αγορών. Αν αντιπαραβληθεί το δείγμα μας με τα δείγματα άλλων εμπειρικών ερευνών από άλλες χώρες, ενδιαφέρον παρουσιάζει η σύγκριση μεταξύ του αρχικού μεγέθους και της ηλικίας των επιχειρήσεων πριν από τη δημόσια εγγραφή.

Για το σύνολο του δείγματος η μέση ηλικία των επιχειρήσεων πριν από τη δημόσια εγγραφή ήταν 13 έτη,²⁷ σημαντικά μεγαλύτερη από ό,τι στην περίπτωση των δημόσιων εγγραφών στις ΗΠΑ, όπου η μέση ηλικία διαμορφώνεται σε 8,6 έτη (Hensler et al., 1997), αλλά πλησιέστερη προς την ευρωπαϊκή τάση (11,6 έτη στη Γερμανία σύμφωνα με τους Audretsch and Lehman, 2004, και 19 έτη στην Ολλανδία σύμφωνα με τους Roosenboom et al., 2003).

Όσον αφορά το μέγεθος, η μέση τιμή (διάμεσος) του υπό εξέταση δείγματος είναι 556 (137) εργαζόμενοι, μικρότερη σε σχέση με τις αντίστοιχες ευρωπαϊκές επιχειρήσεις,²⁸ όπου π.χ. οι Pagano et al. (1998) καταγράφουν ένα

μέσο όρο (διάμεσο) 1.447 (759) ατόμων. Ωστόσο, παρά το σχετικά μικρότερο μέγεθος των ελληνικών επιχειρήσεων με μετοχές εισηγμένες στο ΧΑ σε σύγκριση με τις αντίστοιχες ευρωπαϊκές επιχειρήσεις, το μέσο μέγεθός τους είναι κατά πολύ μεγαλύτερο από ό,τι των υπόλοιπων ελληνικών επιχειρήσεων (Barbosa and Louri, 2005).

4.2 ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΚΤΙΜΗΣΕΩΝ

Τα αποτελέσματα των εκτιμήσεων των υποδειγμάτων κινδύνου που αναπτύχθηκαν στην ενότητα 3.3 και στο Παράρτημα παρατίθενται στον Πίνακα 4. Οι εκτιμήσεις των ημιπαραμετρικών υποδειγμάτων, που αναφέρονται σε δείκτες κινδύνου (hazard ratios), παρουσιάζονται στις δύο πρώτες στήλες του πίνακα, ενώ οι εκτιμήσεις των παραμετρικών υποδειγμάτων, που αναφέρονται σε δείκτες διάρκειας (time ratios), παρουσιάζονται στις τρεις τελευταίες στήλες. Το βασικό συμπέρασμα που προκύπτει από την παρατήρηση της στατιστικής σημαντικότητας αλλά και του μεγέθους των συντελεστών είναι ότι οι εκτιμήσεις επηρεάζονται ελάχιστα από την επιλογή του υποδείγματος, γεγονός που ισχυροποιεί τα εμπειρικά ευρήματα. Επίσης,

²⁴ Το κριτήριο αυτό είναι: $-2\log L + 2(k+c)$, όπου k ο αριθμός των ερμηνευτικών μεταβλητών του υποδείγματος και c ο αριθμός των παραμέτρων της βασικής συνάρτησης κινδύνου,

²⁵ Ο υπολογισμός του δείκτη πιθανοφάνειας είναι: $-2(\log L - \log L_0)$, όπου LogL ο λογάριθμος της πιθανοφάνειας και LogL0 ο αντίστοιχος λογάριθμος υπό περιορισμούς.

²⁶ Σε αναλογία με το απλό κλασικό γραμμικό υπόδειγμα, η ετερογένεια μπορεί να οφείλεται π.χ. στην αδυναμία του ερευνητή να προσδιορίσει ποσοτικά μεταβλητές που πρέπει να συμπεριληφθούν στο υπόδειγμα, σύμφωνα με την οικονομική θεωρία, ή στην παράλειψη ερμηνευτικών μεταβλητών ή στην αδυναμία της οικονομικής θεωρίας να προσδιορίσει πλήρως τις ερμηνευτικές μεταβλητές του υποδείγματος. Οι συνέπειες της μη παρατηρούμενης ετερογένειας στους εκτιμητές των υποδείγματος κινδύνου είναι σημαντικές. Όπως είναι γνωστό, στο κλασικό γραμμικό υπόδειγμα, η παράλειψη ερμηνευτικών μεταβλητών επηρεάζει την ποιότητα των εκτιμητών της παλινδρόμησης μόνο στην περίπτωση που οι μεταβλητές οι οποίες έχουν παραλειφθεί συσχετίζονται με τις ερμηνευτικές μεταβλητές της παλινδρόμησης. Η ιδιότητα αυτή δεν ισχύει για το υπόδειγμα κινδύνου. Ακόμη και όταν οι παραλειπόμενες μεταβλητές δεν συσχετίζονται με τις ερμηνευτικές μεταβλητές του υποδείγματος, οι εκτιμώμενοι συντελεστές είναι μεροληπτικοί. Για τους παραπάνω λόγους ο έλεγχος της μη παρατηρούμενης ετερογένειας είναι ουσιαστικό σημείο της εμπειρικής ανάλυσης των υποδειγμάτων επιβίωσης των επιχειρήσεων.

²⁷ Σε αντίστοιχο δείγμα 110 δημόσιων εγγραφών στο ΧΑ (Κουμανάκος, 2007), η μέση ηλικία των επιχειρήσεων πριν από τη δημόσια εγγραφή υπολογίστηκε σε 15 έτη.

²⁸ Στο ίδιο συμπέρασμα καταλήγει και ο Κουμανάκος (2007) χρησιμοποιώντας ως μεταβλητή μεγέθους τη λογιστική αξία των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης.

Πίνακας 4 Εκτιμήσεις υποδειγμάτων κινδύνου

Μεταβλητή	Ημιπαραμετρικό υπόδειγμα ¹		Παραμετρικά υποδείγματα ¹		
	Η διάρκεια επιβίωσης ορίζεται υπό τη στενή έννοια ²	Η διάρκεια επιβίωσης ορίζεται υπό τη ευρεία έννοια ²	Η διάρκεια επιβίωσης ορίζεται υπό τη στενή έννοια		
			Υπόδειγμα 1 Weibull	Υπόδειγμα 2 Loglogistic	Υπόδειγμα 3 Lognormal
ΔΕ	15,705***	6,380**	0,257**	0,268**	0,254**
ΜΕΓ	0,603***	0,797	1,301**	1,278**	1,224*
ΜΔΣ	0,401	0,486	1,621	1,437	1,714
ΔΣ	2,049	2,416	0,723	0,716	0,723
ΘΕΣΜ	2,060	1,799	0,707	0,694	0,710
ΧΑΚΘ	1,018	1,115	0,974	0,964	0,944
ΝΕΕΣ	3,233**	2,475**	0,559**	0,567**	0,572**
ΜΕΓ-ΝΕΕΣ	0,780	1,437	1,113	1,174	1,227
BIOM	0,893	0,945	1,070*	1,069*	1,069*
σ			0,470***	0,433***	0,856***
LogL	-85	-144	-57,72	-57,86	-57,43
LR test	22,69	19,90	24,36	23,84	24,36
AIC			139,45	139,72	138,87
Αριθμός παρατηρήσεων	1.352	1.352	1.352	1.352	1.352

Σημείωση: Τα *, **, *** υποδηλώνουν στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 10, 5 και 1% αντίστοιχα.

1 Οι εκτιμήσεις του ημιπαραμετρικού υποδείγματος αφορούν τους δείκτες κινδύνου (hazard ratios) με βάση τη σχέση (3), ενώ οι εκτιμήσεις των παραμετρικών υποδειγμάτων 1-3 αφορούν τη διάρκεια επιβίωσης (time ratios), όπως αυτή εκτιμάται από τη σχέση (8) του Παραρτήματος αντίστοιχα.

2 Η διάρκεια επιβίωσης υπό τη στενή έννοια περιλαμβάνει τις επιχειρήσεις που η διαπραγμάτευση των μετοχών τους αναστάλη για διάστημα μεγαλύτερο των έξι μηνών, ενώ υπό την ευρεία έννοια περιλαμβάνει, πλέον των επιχειρήσεων της προηγούμενης κατηγορίας, και εκείνες των οποίων οι μετοχές έχουν υπαχθεί στην κατηγορία της επιτήρησης.

στατιστική σημαντικότητα παρατηρείται για τις μεταβλητές της δανειακής επιβάρυνσης, του μεγέθους, του κλάδου και της μορφής της βασικής συνάρτησης κινδύνου.

Ειδικότερα, αν εξεταστούν οι δύο πρώτες στήλες του Πίνακα 4 οι οποίες απεικονίζουν τους δείκτες κινδύνου (hazard ratios-HR), όπως αυτοί εκτιμώνται με βάση τη σχέση (3), και αφού ληφθεί υπόψη ότι η ερμηνεία των εκτιμηθέντων συντελεστών γίνεται σε σύγκριση με τη μονάδα,²⁹ συνάγονται τα εξής:

Πρώτον, η δανειακή επιβάρυνση (ΔΕ) φαίνεται να αυξάνει σημαντικά το δείκτη κινδύνου των επιχειρήσεων, εύρημα που είναι σύμφωνο με εκείνο των Fotopoulos and Louri (2000), και συνεπώς επιχειρήσεις με σχετικά

υψηλή δανειακή επιβάρυνση έχουν μεγαλύτερο κίνδυνο να μην επιβιώσουν. Αυτό γίνεται περισσότερο κατανοητό με το ακόλουθο παράδειγμα: Αν χρησιμοποιηθεί η εκτίμηση του συντελεστή ΔΕ (15,705) που προκύπτει από το ημιπαραμετρικό υπόδειγμα (πρώτη στήλη του Πίνακα 4) και υποτεθεί ότι ο δείκτης δανειακής επιβάρυνσης μιας επιχείρησης είναι 0,50, ο δείκτης κινδύνου της είναι $\exp(\log(15,705) \cdot 0,50) = 3,96$. Αν αυξηθεί ο δείκτης δανειακής επιβάρυνσης κατά 10 μονάδες, δηλαδή σε 0,60, τότε ο δείκτης κινδύνου της επιχείρησης θα ανέλθει σε $\exp(\log(15,705) \cdot 0,60) = 5,21$, αυξημένος δηλαδή κατά 30% περίπου.

²⁹ Υπενθυμίζεται ότι, με βάση την ανάλυση που παρατίθεται στην ενότητα 3.3, οι εκτιμήσεις του ημιπαραμετρικού υποδείγματος εκτιμούν ουσιαστικά το σχετικό κίνδυνο μεταξύ δύο επιχειρήσεων με δεδομένη τη βασική συνάρτηση κινδύνου.

Δεύτερον, όσον αφορά τη σχέση μεταξύ μεγέθους και κινδύνου εξόδου μιας επιχείρησης από την κεφαλαιαγορά, φαίνεται ότι οι μεγαλύτεροι μεγέθους επιχειρήσεις εμφανίζουν σημαντικά χαμηλότερα ποσοστά κινδύνου σε σχέση με τις μικρού μεγέθους επιχειρήσεις, καθώς ο σχετικός συντελεστής είναι μικρότερος της μονάδας (π.χ. ΜΕΓ=0,603 στην πρώτη στήλη του Πίνακα 4).

Σε ένα παραπλήσιο παράδειγμα με το ανωτέρω, αν υποτεθεί ότι μια μικρομεσαία επιχείρηση απασχολεί 50 μόνιμους εργαζομένους, ενώ μια μεγάλη για τα ελληνικά δεδομένα επιχείρηση απασχολεί 150 εργαζομένους, ο δείκτης κινδύνου της πρώτης επιχείρησης (0,14)³⁰ είναι περίπου διπλάσιος εκείνου της δεύτερης (0,08).³¹ Συνεπώς, οι μικρομεσαίες επιχειρήσεις διατρέχουν διπλάσιο περίπου κίνδυνο ($0,14/0,08 = 1,75$) να μην επιβιώσουν σε σχέση με τις μεγάλες επιχειρήσεις, εφόσον όλες οι άλλες παράμετροι παραμένουν σταθερές.

Εναλλακτικά, η ανάλυση των παραμετρικών υποδειγμάτων δείχνει ότι η διάρκεια επιβίωσης των μεγάλων μεγέθους επιχειρήσεων είναι μεγαλύτερη από εκείνη των επιχειρήσεων μικρού μεγέθους. Π.χ. ο συντελεστής της μεταβλητής “μέγεθος” στο υπόδειγμα Weibull (ΜΕΓ=1,301), που υπολογίστηκε με βάση τη σχέση (8) του Παραρτήματος, σημαίνει ότι η διάρκεια επιβίωσης των μεγάλων μεγέθους επιχειρήσεων αυξάνεται κατά 30% περίπου σε σχέση με τις επιχειρήσεις μικρότερου μεγέθους.

Ωστόσο, ο παράγοντας “μέγεθος” είναι στατιστικά σημαντικός μόνο υπό τη στενή έννοια της εξόδου, δηλαδή όταν υπάρχει αναστολή διαπραγμάτευσης. Υπό την ευρεία έννοια, δηλαδή όταν λαμβάνονται υπόψη και οι επιχειρήσεις των οποίων οι μετοχές τέθηκαν σε επιτήρηση, οι εκτιμηθέντες συντελεστές δεν είναι στατιστικά σημαντικοί.³² Ενδεχομένως η διαφοροποίηση αυτή οφείλεται στο ότι ο βασικός στόχος του θεσμού της επιτήρησης είναι η δημιουργία προβλεπτικών μηχανισμών προστασίας της αγοράς του ΧΑ και των επενδυ-

τών, χωρίς αυτό να συνεπάγεται ότι οι αμφιβολίες που δημιουργούνται ως προς την ομαλή εξέλιξη των εργασιών δεν είναι αναστρέψιμες.

Η προαναφερθείσα εκτίμηση του κινδύνου για τις ελληνικές επιχειρήσεις με βάση το ημιπαραμετρικό υπόδειγμα (0,603) είναι χαμηλότερη εκείνης (0,81) των Fotopoulos and Louri (2000),³³ ενώ δεν διαφέρει σημαντικά από τις αντίστοιχες εκτιμήσεις που προκύπτουν από άλλες εμπειρικές μελέτες σε ευρωπαϊκό επίπεδο. Π.χ. ο συντελεστής του δείκτη κινδύνου όσον αφορά το μέγεθος είναι περίπου 0,57 για την αγορά των ΗΠΑ (Jain and Kini, 1999) και 0,65 για την αγορά της Πορτογαλίας (Mata and Portugal, 2002).

Προκειμένου να εξεταστεί η επίδραση των μεταβλητών της εταιρικής διακυβέρνησης, στην παρούσα μελέτη, σε αντίθεση με άλλες εμπειρικές έρευνες (Peristiani and Hong 2004, Hensler et al., 1997, and Jain and Kini, 1999), ο ρόλος των διοικούντων (insiders) διαχωρίστηκε στους επιμέρους ρόλους του διευθυντικού συμβούλου, του διοικητικού συμβουλίου και των θεσμικών επενδυτών, ρόλοι οι οποίοι σε μια επιχείρηση είναι διακριτοί. Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι η θεωρία της αντιπροσώπευσης δεν επαρκεί για να εξηγήσει τους παράγοντες που επηρεάζουν την επιβίωση των επιχειρήσεων στο ΧΑ, καθώς οι σχετικοί συντελεστές δεν είναι στατιστικά σημαντικοί.³⁴ Θεωρητικά θα αναμενόταν στατιστικά σημαντική σχέση μεταξύ του ποσοστού των μετοχών που κατέχουν ο διευθύνων σύμβουλος, τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου και οι θεσμικοί επενδυτές και της διάρκειας επιβίωσης μιας επιχείρησης. Ωστόσο, κάτι τέτοιο δεν παρατηρείται και επομένως το σύστημα εται-

³⁰ $\exp(\log(0,603) \cdot \log(50)) = 0,14$.

³¹ $\exp(\log(0,603) \cdot \log(150)) = 0,08$.

³² Σημειώνεται ότι εκτιμήθηκαν και παραμετρικά υποδείγματα, όπου η διάρκεια ορίζεται υπό την ευρεία έννοια. Τα αποτελέσματα δεν μεταβάλλονται σημαντικά, γι' αυτό και δεν παρουσιάζονται στον Πίνακα 4.

³³ Στη συγκεκριμένη μελέτη το αρχικό μέγεθος μετρείται διαφορετικά.

³⁴ Σημειώνεται πάντως ότι μη στατιστική σημαντικότητα παραπλήσιων μεταβλητών έχει αναφερθεί και σε άλλες μελέτες (π.χ. Audretsch and Lehman, 2004). Ωστόσο, ειδικά για τις ελληνικές επιχειρήσεις υπάρχουν ευρήματα τα οποία συνηγορούν υπέρ της θετικής σχέσης μεταξύ συγκέντρωσης ιδιοκτησίας και αποδοτικότητας (Kaporopoulos and Lazaretou, 2007).

ρικής διακυβέρνησης στη χώρα δεν φαίνεται να επιτρέπει την εμφάνιση υψηλού κόστους αντιπροσώπευσης που να επηρεάζει σημαντικά την επιβίωση των επιχειρήσεων.

Πάντως, αν προς στιγμήν αγνοηθεί η στατιστική σημαντικότητα των συντελεστών και εξεταστεί μόνο το μέγεθος των εκτιμηθέντων συντελεστών, παρατηρείται ότι τα συμφέροντα των ενεργών μετόχων (συμμετοχή στο διοικητικό συμβούλιο) δεν ταυτίζονται κατ' ανάγκην με τα συμφέροντα του διευθύνοντος συμβούλου, καθώς στη μεν πρώτη περίπτωση οι συντελεστές είναι μικρότεροι της μονάδας (μείωση κινδύνου), ενώ στη δεύτερη περίπτωση μεγαλύτεροι (αύξηση κινδύνου). Ακόμη και όταν ο διευθύνων σύμβουλος κατέχει μετοχές της επιχείρησης, έχει το κίνητρο να αναλάβει υπερβολικό κίνδυνο μεταθέτοντάς τον μερικώς όχι μόνο στους υπόλοιπους μετόχους, αλλά και στους πιστωτές (Shleifer and Vishny, 1997). Επίσης, ο συντελεστής της μεταβλητής ΘΕΣΜ παρέχει ασθενή ένδειξη ότι η συμμετοχή των θεσμικών επενδυτών στη δημόσια εγγραφή αυξάνει τους δείκτες κινδύνου για την επιχείρηση, καθώς ούτε αυτός ο συντελεστής είναι στατιστικά σημαντικός.

Τα ανωτέρω αποτελέσματα δημιουργούν προβληματισμό, διότι, ενώ θα μπορούσαν να αποδοθούν έως ένα βαθμό στις υποθέσεις στις οποίες στηρίζεται η θεωρία της αντιπροσώπευσης, στην Ελλάδα η εταιρική διακυβέρνηση βασίζεται σε διαφορετικούς κανόνες από αυτούς που επικρατούν στο αγγλοσαξονικό σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης. Σύμφωνα με τους La Porta et al. (1999), η πλειοψηφία των επιχειρήσεων με μετοχές εισηγμένες στο ΧΑ διατηρούν την παραδοσιακή οικογενειακή εταιρική μορφή και επομένως δεν υφίσταται ουσιαστικός διαχωρισμός μεταξύ διοίκησης και ιδιοκτησίας, με συνέπεια το κόστος αντιπροσώπευσης να είναι μειωμένο. Γενικά, παρέχεται ένδειξη ότι η συγκέντρωση μετοχών οδηγεί στην ανάληψη υπερβολικών κινδύνων και τη μετάθεσή τους από το διοικητικό συμβούλιο στους άλλους εταίρους και πιστωτές. Ωστόσο, μια εναλλακτική ερμηνεία των αποτελεσμάτων μπορεί να είναι ότι στό-

χος των μικρομεσαίων επιχειρήσεων δεν είναι αποκλειστικά η μεγιστοποίηση της αξίας της επιχείρησης.³⁵

Όσον αφορά τους θεσμικούς επενδυτές, αν και αυτοί με τη συμμετοχή τους στο διοικητικό συμβούλιο ασκούν ενεργό ρόλο στη διοίκηση της επιχείρησης, το κόστος επικοινωνίας-συντονισμού μεταξύ αυτών και των ιδιοκτητών μιας οικογενειακής επιχείρησης είναι αυξημένο. Οι θεσμικοί επενδυτές είναι δυνατόν να μην κατανοούν όσο ο ίδιος ο επιχειρηματίας τις επιχειρηματικές ευκαιρίες που προκύπτουν στο περιβάλλον δράσης της επιχείρησης και να διστάζουν να χρηματοδοτήσουν επιχειρηματικά σχέδια που θεωρούν ότι δεν θα αποφέρουν τα προσδοκώμενα κέρδη ή να θεωρούν ότι ο κίνδυνος που αναλαμβάνουν από την υλοποίηση του επιχειρηματικού σχεδίου είναι δυσανάλογος προς τις προσδοκώμενες ταμειακές ροές (Randoy and Goel, 2003).

Σχετικά με τον ανταγωνισμό του κλάδου, υπενθυμίζεται ότι, σύμφωνα με τη θεωρία της οργανωτικής οικολογίας, η διάρκεια επιβίωσης μειώνεται με την αύξηση των νεοεισερχόμενων επιχειρήσεων στον κλάδο λόγω των ισχυρών “αντιποίνων” που θα αντιμετωπίσουν από τις υφιστάμενες επιχειρήσεις, ενώ το αντίθετο συμβαίνει όταν ο αριθμός των νεοεισερχόμενων επιχειρήσεων είναι μικρός. Η θεωρία της βιομηχανικής οργάνωσης καταλήγει στο ίδιο συμπέρασμα, για διαφορετικούς όμως λόγους. Ο αυξημένος ρυθμός εισόδου νέων επιχειρήσεων συνεπάγεται χαμηλά εμπόδια εισόδου. Τα υψηλά εμπόδια εισόδου είναι αποτέλεσμα των υψηλής κλίμακας επενδύσεων που είναι απαραίτητες για την ομαλή λειτουργία της επιχείρησης και οι οποίες με τη σειρά τους αποτελούν υψηλό εμπόδιο εξόδου.

Ο ρυθμός εισόδου νέων επιχειρήσεων στον κλάδο, μεταβλητή ΝΕΕΣ, περιλαμβάνεται στους προσδιοριστικούς παράγοντες της διάρκειας επιβίωσης. Με βάση τα αποτελέ-

35 Ευχαριστούμε τη Heather Gibson για την παρατήρηση αυτή.

σματα του ημιπαραμετρικού υποδείγματος, η αύξηση του ρυθμού εισόδου νέων επιχειρήσεων οδηγεί στην αύξηση του δείκτη κινδύνου. Ειδικότερα, ο συντελεστής 3,233 συνεπάγεται ότι η είσοδος μιας επιχείρησης σε ένα συγκεκριμένο κλάδο διπλασιάζει, σε λογαριθμική κλίμακα ($3,233 - 1 = 2,233$), τον κίνδυνο μη επιβιώσής της σε σχέση με τις υφιστάμενες στον κλάδο επιχειρήσεις όταν όλοι οι άλλοι παράγοντες διατηρούνται σταθεροί. Το συμπέρασμα αυτό είναι σύμφωνο με τα αποτελέσματα των εμπειρικών ερευνών των Mata and Portugal (1994 και 2002), Mata et al. (1995) και των Fotopoulos and Louri (2000). Επίσης, το γεγονός ότι ο εκτιμηθείς συντελεστής της μεταβλητής ΜΕΓ-ΝΕΕΣ είναι μικρότερος της μονάδας παρέχει κάποιες ενδείξεις (καθώς ο συντελεστής δεν είναι στατιστικά σημαντικός) για τη μείωση των δεικτών κινδύνου των νεοεισερχόμενων στο ΧΑ επιχειρήσεων με υψηλό μέσο αρχικό μέγεθος, καθιστώντας το ενδεχόμενο της εξόδου για αρνητικούς λόγους λιγότερο πιθανό. Μη στατιστικά σημαντική είναι η μεταβλητή που εξετάζει την υπόθεση των παραθύρων ευκαιρίας (ΧΑΚΘ), αν και το μέγεθος του συντελεστή παρέχει ενδείξεις σχετικά με τη θετική σχέση του παράγοντα αυτού με το βαθμό κινδύνου.

Όσον αφορά τους μακροοικονομικούς παράγοντες, αυτοί φαίνεται να μην έχουν στατιστικά σημαντική επίδραση στη διάρκεια επιβίωσης των επιχειρήσεων, αποτέλεσμα που συναντάται και σε άλλες σχετικές μελέτες διεθνώς. Η μη σημαντικότητα της μεταβλητής ΒΙΟΜ στα ημιπαραμετρικά υποδείγματα είναι πιθανό να οφείλεται στο ότι η χρονική περίοδος της μελέτης δεν είναι επαρκής για να αποδώσει τη σχέση αλληλεξάρτησης ανάμεσα στο μακροοικονομικό και μικροοικονομικό περιβάλλον σε επίπεδο επιχείρησης, ειδικά αν ληφθεί υπόψη ότι στο μεγαλύτερο χρονικό διάστημα που καλύπτει η μελέτη ο επιχειρηματικός κύκλος βρισκόταν στην ανοδική του φάση μόνο. Μια δεύτερη πιθανή εξήγηση είναι ότι οι μεταβολές στη βιομηχανική παραγωγή δεν ασκούν την ίδια επίδραση σε όλους τους κλάδους. Ένα τελευταίο και ίσως ισχυρότερο επιχείρημα είναι ότι η μεταβλητή ΒΙΟΜ, σε αντίθεση με τις

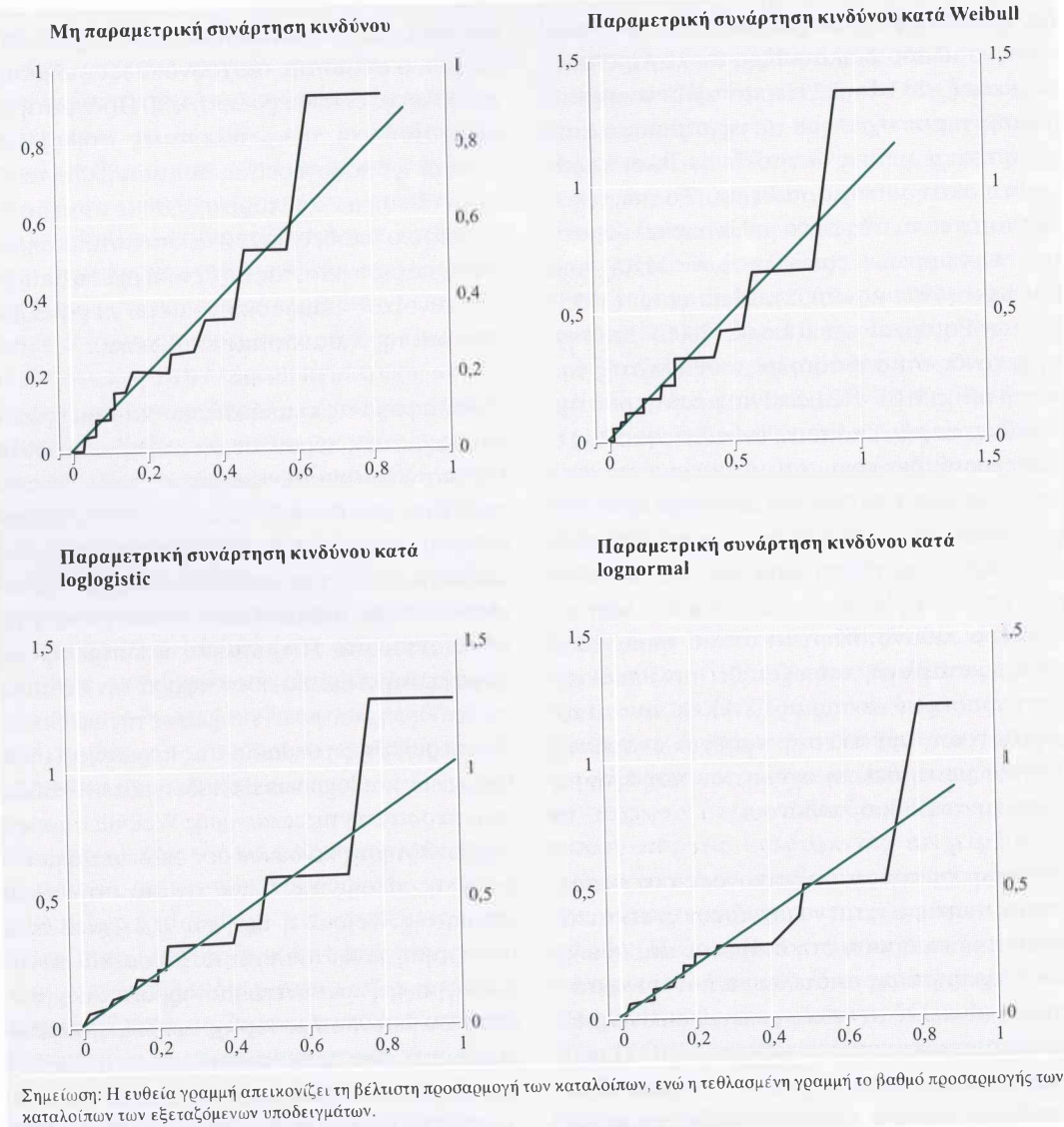
υπόλοιπες μεταβλητές, είναι χρονικά εξαρτώμενη και κατά συνέπεια επηρεάζεται από τη μορφή της βασικής συνάρτησης κινδύνου (Meyer, 1990). Δηλαδή, στην περίπτωση που εφαρμόζεται ένα εσφαλμένο παραμετρικό υπόδειγμα, ο εκτιμητής της χρονικά εξαρτώμενης μεταβλητής είναι μεροληπτικός. Πράγματι, αν εξεταστούν οι τρεις τελευταίες στήλες του Πίνακα 4,³⁶ παρατηρείται ότι η μεταβλητή αυτή, σε αντίθεση με ό,τι παρατηρήθηκε στο ημιπαραμετρικό υπόδειγμα, είναι στατιστικά σημαντική, παραπέμποντας σε θετική σχέση μεταξύ του ευνοϊκού μακροοικονομικού περιβάλλοντος και της πιθανότητας επιβίωσης.

Όσον αφορά τις εκτιμήσεις των παραμετρικών υποδειγμάτων, πέραν του ότι επιβεβαιώνουν τα ευρήματα του ημιπαραμετρικού υποδείγματος, παρέχουν μια επιπρόσθετη σημαντική πληροφορία σχετικά με τη μορφή της συνάρτησης κινδύνου μέσω του συντελεστή σ . Αν εξεταστούν τα τρία παραμετρικά υποδείγματα που αναλύονται στο Παράρτημα, η εκτίμηση του συντελεστή σ , ειδικά όσον αφορά την εξέταση της υπόθεσης του μειονεκτήματος της εφηβείας, έχει περισσότερη σημασία στις περιπτώσεις των loglogistic και lognormal υποδειγμάτων, καθώς στην περίπτωση της κατανομής Weibull η μορφή της συνάρτησης κινδύνου δεν επιδέχεται μεταβολή της κλίσης της. Έτσι, αν και στην περίπτωση της Weibull η τιμή του σ δείχνει ότι η συνάρτηση κινδύνου έχει αιχχυσά και μονοτονική μορφή και συνεπώς απορρίπτεται η υπόθεση του μειονεκτήματος της εφηβείας, τα αποτελέσματα που προκύπτουν από τα άλλα δύο παραμετρικά υποδείγματα θεωρείται ότι αντιπροσωπεύουν καλύτερα την πραγματικότητα, καθώς οι υποθέσεις τους είναι λιγότερο περιοριστικές όσον αφορά τη μορφή της συνάρτησης κινδύνου, δεδομένου ότι επιτρέπουν και τη μη μονοτονική μορφή της (βλ. Παράρτημα).³⁷ Αν ληφθεί υπόψη το δεδομένο αυτό, οι εκτιμήσεις που προκύπτουν από τα υποδείγματα loglogistic και lognormal για το συντελεστή σ είναι μικρό-

36 Στις στήλες αυτές παρουσιάζονται τα αποτελέσματα από τις εκτιμήσεις των παραμετρικών υποδειγμάτων που αναλύονται στις σχέσεις 4-6 και ερμηνεύονται με βάση τη σχέση 8 (βλ. Παράρτημα).

37 Η εκτίμηση αυτή επιβεβαιώνεται και από το Διάγραμμα 3.

Διάγραμμα 2 Σύγκριση υποδειγμάτων μέσω του ελέγχου των καταλοίπων



τερες της μονάδας (0,433 και 0,856 αντίστοιχα) και επομένως είναι σύμφωνες με την αποδοχή της υπόθεσης του μειονεκτήματος της εφηβείας.

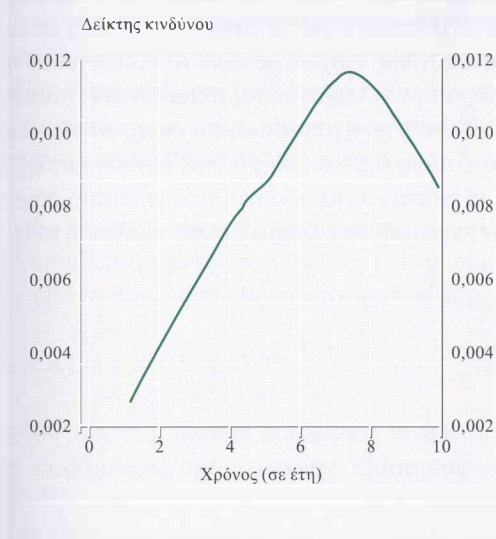
Αν συγκριθούν τα εναλλακτικά υποδείγματα μέσω του ελέγχου καλής προσαρμογής των καταλοίπων (μεθοδολογία Cox-Snell, 1968),³⁸ παρατηρείται στο Διάγραμμα 2 ότι, εκτός του ότι οι αποκλίσεις ενισχύονται όταν η διάρκεια επιβίωσης αυξάνεται, αποτέλεσμα αναμενόμενο καθώς η αύξηση της διάρκειας δυσχε-

ραίνει την πρόβλεψη, η εφαρμογή του ημιπαραμετρικού υποδείγματος φαίνεται να έχει καλύτερη προσαρμογή στα δεδομένα.

Αφού λήφθηκε υπόψη το ανωτέρω, εκτιμήθηκε με βάση το ημιπαραμετρικό υπόδειγμα μια

³⁸ Σημειώνεται ότι η άμεση σύγκριση των εκτιμήσεων των παραμετρικών υποδειγμάτων με το αντίστοιχο μη παραμετρικό Cox δεν είναι δυνατή λόγω του ότι οι εκτιμήσεις των πρώτων είναι σε επιταχυνόμενη μορφή, σε αντίθεση με την αναλογική μορφή των εκτιμήσεων του ημιπαραμετρικού υποδείγματος Cox.

Διάγραμμα 3 Εκτίμηση της συνάρτησης κινδύνου



συνάρτηση κινδύνου, της οποίας η γραφική παράσταση παρατίθεται στο Διάγραμμα 3.³⁹ Σύμφωνα με αυτό, παρατηρείται ότι η μορφή της συνάρτησης είναι μη μονοτονική, συνεπώς επιβεβαιώνεται η υπόθεση του μειονεκτήματος της εφηβείας, καθώς οι τιμές της συνάρτησης κινδύνου διατηρούνται σχετικά χαμηλές τα πρώτα έτη και στη συνέχεια αυξάνονται λαμβάνοντας τη μέγιστη τιμή στο 7ο περίπου έτος. Δηλαδή, αρχικά ο κίνδυνος εξόδου για την επιχείρηση είναι μικρός, διότι η νεοεισερχόμενη επιχείρηση πιθανόν επιβιώνει τα πρώτα χρόνια αναλώνοντας τα κεφάλαια που προήλθαν από τη δημόσια εγγραφή. Στο επόμενο διάστημα ο κίνδυνος αυξάνεται σημαντικά και στη συνέχεια ακολουθεί καθοδική πορεία στη περίπτωση της εξόδου τόσο υπό την ευρεία όσο και υπό τη στενή έννοια. Επομένως, όσο μεγαλύτερο διάστημα δραστηριοποιείται μια επιχείρηση στο ΧΑ, τόσο μικρότερη είναι η πιθανότητα εξόδου της από αυτήν, άρα ο κίνδυνος συνδέεται αντιστροφώς ανάλογα με τη διάρκεια, γεγονός που παρέχει ένδειξη για τη σημαντικότητα του μακροχρόνιου επενδυτικού οριζοντα.

Αν και υπάρχει σημαντική διάσταση απόψεων στη βιβλιογραφία σχετικά με τη σχέση διάρκειας επιβίωσης και συνάρτησης κινδύνου, το

εύρημα της παρούσας μελέτης είναι σύμφωνο με τη βιβλιογραφία περί δημόσιων εγγραφών. Για παράδειγμα οι Hensler et al. (1997) καταλήγουν στο ίδιο συμπέρασμα χρησιμοποιώντας δεδομένα από τη χρηματιστηριακή αγορά των ΗΠΑ, αν και η συνάρτηση κινδύνου στην εν λόγω μελέτη λαμβάνει τη μέγιστη τιμή της στα 4,7 έτη.

5 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Στην παρούσα μελέτη, με βάση το θεωρητικό υπόβαθρο των κλασικών υποδειγμάτων πτώχευσης, εξετάστηκε μια σειρά παραγόντων που μπορεί να επηρεάζουν την επιβίωση ή την έξοδο από τη χρηματιστηριακή αγορά των επιχειρήσεων που εισήγαγαν τις μετοχές τους στο ΧΑ μετά το 1993. Συγκεκριμένα, αφού λήφθηκε υπόψη η σχετική βιβλιογραφία, οι παράγοντες που εξετάστηκαν αφορούσαν τη δανειακή επιβάρυνση, το αρχικό μέγεθος, την εταιρική διακυβέρνηση, τον κλάδο και τις μακροοικονομικές συνθήκες.

Σύμφωνα με τα ευρήματα, η μορφή της βασικής συνάρτησης κινδύνου είναι μη μονοτονική. Αυτό συνεπάγεται ότι ο κίνδυνος εξόδου από την κεφαλαιαγορά είναι αρχικά μικρός, στη συνέχεια αυξάνεται, μεγιστοποιείται στα 7 έτη περίπου και ακολούθως βαίνει μειούμενος. Άρα ενισχύεται η άποψη ότι η επένδυση στη χρηματιστηριακή αγορά πρέπει να έχει μακροπρόθεσμο χαρακτήρα, καθώς ο κίνδυνος εξόδου μειώνεται με το χρόνο. Οι επιχειρήσεις με υψηλή δανειακή επιβάρυνση αντιμετωπίζουν αναλογικά μεγαλύτερο κίνδυνο να τεθούν σε επιτήρηση ή να εξέλθουν τελικά από το ΧΑ, σε σχέση με επιχειρήσεις με χαμηλή δανειακή επιβάρυνση. Οι επιχειρήσεις που ανήκουν σε κλάδους όπου ο ρυθμός εισαγωγής νέων επιχειρήσεων είναι υψηλός αντιμετωπίζουν αναλογικά μεγαλύτερο κίνδυνο να τεθούν σε επιτήρηση. Επίσης, καθοριστικός παράγοντας παραμονής μιας επιχείρησης στην αγορά είναι το αρχικό της μέγεθος. Συνεπώς, μεταξύ δύο

³⁹ Η συνάρτηση κινδύνου εκτιμήθηκε με τη μέθοδο του πυρήνα εξομάλυνσης Epanechnikov (βλ. Kalbfleisch and Prentice, 1997).

επιχειρήσεων που έχουν υψηλή δανειακή επιβάρυνση και δραστηριοποιούνται σε έναν ιδιαίτερα ανταγωνιστικό κλάδο, αυτή που έχει διπλάσια σχεδόν πιθανότητα να εξέλθει από την αγορά είναι η μικρότερη σε μέγεθος.

Αντίθετα με τα ανωτέρω, παράγοντες όπως η εταιρική διακυβέρνηση και το μακροοικονομικό περιβάλλον δεν φαίνεται να ασκούν στατιστικά σημαντική επίδραση, με εξαίρεση για τον τελευταίο παράγοντα την εκτίμηση της

συνάρτησης κινδύνου μέσω παραμετρικών υποδειγμάτων.

Η παρούσα μελέτη μπορεί να αποτελέσει τη βάση για περαιτέρω έρευνα προς δύο τουλάχιστον κατευθύνσεις. Αρχικά, μπορεί να εξεταστεί αν η επίδραση των αρχικών χαρακτηριστικών παραμένει σταθερή ή μεταβάλλεται διαχρονικά, ενώ στο πλαίσιο της εταιρικής διακυβέρνησης μπορεί να εξεταστεί κατά πόσον η οικογενειακή δομή των επιχειρήσεων επηρεάζει την επιβίωσή τους.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

ΠΑΡΑΜΕΤΡΙΚΕΣ ΜΕΘΟΔΟΙ ΕΚΤΙΜΗΣΗΣ ΤΗΣ ΣΥΝΑΡΤΗΣΗΣ ΚΙΝΔΥΝΟΥ

Εκτός από τη χρήση της ημιπαραμετρικής μεθόδου, εξετάστηκε και η περίπτωση όπου η βασική συνάρτηση κινδύνου παραμετροποιήθηκε ώστε να διαπιστωθεί κατά πόσον τα αποτελέσματα που προκύπτουν είναι ευαίσθητα στην εφαρμοζόμενη μεθοδολογία.

Ειδικότερα, αρχικά εξετάστηκε η κατά Weibull παραμετροποίηση της (2), η οποία λαμβάνει την ακόλουθη συναρτησιακή μορφή:

$$\lambda(t, X) = 1/\sigma t^{1/\sigma-1} \exp(X'\beta) \quad (4)$$

όπου $1/\sigma t^{1/\sigma-1}$ η βασική συνάρτηση κινδύνου, σ η παράμετρος της χρονικής εξάρτησης και $(X'\beta)$ το διάνυσμα των ερμηνευτικών μεταβλητών του υποδείγματος που εξηγούν την παρατηρούμενη ετερογένεια μεταξύ των επιχειρήσεων.

Όπως παρατηρείται στην εξίσωση (4), εκτός από τις ερμηνευτικές μεταβλητές εκτιμάται και η παράμετρος σ , μέσω της οποίας εξετάζεται η μορφή της συνάρτησης κινδύνου. Αν $\sigma=1$, τότε η πιθανότητα επιβίωσης είναι σταθερή και συνεπώς δεν εξαρτάται από το χρόνο. Αν όμως $\sigma>1$ ($\sigma<1$), τότε η πιθανότητα επιβίωσης μειώνεται (αυξάνεται) με το χρόνο. Το χαρακτηριστικό της κατά Weibull παραμετροποίησης της συνάρτησης κινδύνου είναι ότι αυτή είναι απαραίτητως μονοτονική και συνεπώς αποκλείεται η περίπτωση να αυξάνεται στην αρχή και στη συνέχεια να μειώνεται ή το αντίστροφο. Ο περιορισμός αυτός οδηγεί στην εφαρμογή συναρτήσεων κινδύνου που έχουν λιγότερους περιορισμούς. Π.χ. η παραμετροποίηση κατά **loglogistic** επιτρέπει στη βασική συνάρτηση κινδύνου να έχει και μονοτονική και μη μονοτονική μορφή.

Η κατά loglogistic παραμετροποίηση της (2) λαμβάνει την ακόλουθη συναρτησιακή μορφή:

$$\lambda(t, X) = \frac{1}{\sigma} \cdot \frac{(\exp(X'\beta))^{1/\sigma} (t)^{1/\sigma-1}}{1 + (\exp(X'\beta)t)^{1/\sigma-1}} \quad (5)$$

όπου σ η παράμετρος της χρονικής εξάρτησης

και $(X'\beta)$ το διάνυσμα των ερμηνευτικών μεταβλητών του υποδείγματος που εξηγεί την παρατηρούμενη ετερογένεια μεταξύ των επιχειρήσεων. Όταν $\sigma \geq 1$, η μορφή της βασικής συνάρτησης κινδύνου είναι μονοτονική, όπως στην περίπτωση Weibull, ενώ όταν $\sigma < 1$, η μορφή της βασικής συνάρτησης κινδύνου είναι μη μονοτονική (inverted U shape).

Τέλος, εξετάστηκε και η κατά lognormal παραμετροποίηση της (2), η οποία εκφράζεται ως:

$$\lambda(t) = \frac{1}{\sigma\sqrt{2\pi}} \cdot \frac{\exp[-1/2\{z(t)\}^2]}{1 - \Phi[z(t)]} \quad (6)$$

όπου $z(t) = [\log(t) - X'\beta]/\sigma$ και $\Phi[z(t)]$ η συνάρτηση κατανομής της τυποποιημένης κανονικής κατανομής.

Σημειώνεται ότι στις περιπτώσεις εκείνες που η βασική συνάρτηση κινδύνου είναι παραμετροποιημένη, το υπόδειγμα (2) χάνει την αναλογική του ιδιότητα (αν και στην περίπτωση της Weibull μπορεί να δέχεται και την αναλογική ερμηνεία) και η ερμηνεία των παραμέτρων του είναι ελαφρώς διαφορετική (επιταχυνόμενο υπόδειγμα).

Τα επιταχυνόμενα υποδείγματα έχουν την ακόλουθη γενική μορφή:

$$\log T = -X'\beta^* + u \Rightarrow \log[T \exp(-X'\beta^*)] = \sigma w \quad (7)$$

όπου η έκφραση $\exp(-X'\beta^*)$ λειτουργεί ως κλίμακα χρόνου, κάτι που έχει την εξής πρακτική σημασία: Αν $\exp(-X'\beta^*) > 1$, η κλίμακα του χρόνου για την παρατήρηση με χαρακτηριστικά X μεταβάλλεται γρηγορότερα και επιταχύνει τη μη επιβίωση της συγκεκριμένης παρατήρησης κατά $T^* \exp(-X'\beta^*) - T$, ενώ αντίθετα αν $\exp(-X'\beta^*) < 1$ η κλίμακα του χρόνου για την παρατήρηση με χαρακτηριστικά επιβραδύνει τη μη επιβίωση κατά $T^* \exp(-X'\beta^*) - T$.⁴⁰

40 Αναλυτικότερα για τα υποδείγματα αυτά βλ. Lancaster (1990).

Η ερμηνεία των παραμέτρων β^* του υποδείγματος (7) γίνεται με τη βοήθεια του δείκτη διάρκειας (time ratio-TR). Ο δείκτης αυτός υπολογίζεται ως εξής:

$$TR = \exp(-\beta^*) \quad (8)$$

Τιμές του δείκτη μεγαλύτερες της μονάδας συνεπάγονται αύξηση της διάρκειας επιβίωσης,

ενώ τιμές μικρότερες της μονάδας συνεπάγονται μείωση της διάρκειας επιβίωσης. Π.χ. τιμή του δείκτη 1,224 συνεπάγεται αύξηση της διάρκειας επιβίωσης κατά 22,4%, ενώ τιμή του δείκτη 0,25 συνεπάγεται μείωση της διάρκειας επιβίωσης κατά 1-0,25=75%.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

A. ΕΛΛΗΝΙΚΗ

- Αθανάσογλου, Π.Π., Ι.Γ. Ασημακόπουλος και Κ.Π. Συριοπούλος (2006), “Εξωτερική χρηματοδότηση, ανάπτυξη και κεφαλαιακή δομή των επιχειρήσεων του Χρηματιστηρίου Αθηνών”, Τράπεζα της Ελλάδος, *Οικονομικό Δελτίο*, 26, 67-90.
- Γεωργόπουλος, Α. (2004), *Αναδιοργάνωση επιχειρήσεων*, Εκδόσεις Παπαζήση.
- Κουμανάκος, Ε. (2007), “Χειρισμός των δημοσιευμένων κερδών από τις ελληνικές επιχειρήσεις”, διδακτορική διατριβή, Τμήμα Διοίκησης Επιχειρήσεων, Πανεπιστήμιο Πατρών.
- Τσαγκανός, Α. (2008), “Χαρακτηριστικά και πρόβλεψη επιχειρήσεων-στόχων εξαγοράς, συγκριτική ανάλυση και ανάπτυξη νέων οικονομετρικών υποδειγμάτων”, διδακτορική διατριβή, Πανεπιστήμιο Πατρών.

B. ΞΕΝΟΓΛΩΣΣΗ

- Agarwal, R. and D.B. Audretsch (2001), “Does entry size matter? The impact of the life cycle and technology on firm survival”, *Journal of Industrial Economics*, 49, 21-43.
- Altman, E.I. (1968), “Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy”, *The Journal of Finance*, 23, 4, 589-609.
- Altman, E.I. (1984), “A further empirical investigation of the bankruptcy cost question”, *The Journal of Finance*, 39, 4, 1067-1089.
- Amburgey, T.L, D. Kelly and W.P. Barnett, (1993), “Resetting the clock: the dynamics of organizational change and failure”, *Administrative Science Quarterly*, 38, 51-73.
- Audretsch, D.B., P. Houweling and A.R. Thurick (2000), “Firm survival in the Netherlands”, *Review of Industrial Organization*, 16, 1-11.
- Audretsch, D.B. and E.E. Lehman (2004), “The effects of experience, ownership and knowledge on IPO survival: empirical evidence from Germany”, Discussion Papers on Entrepreneurship, Growth and Public Policy, Max Planck Institute, Ιένα.
- Audretsch, D.B. and T. Mahmood (1991), “The hazard of new establishments”, *Economics Letters*, 409-412.
- Audretsch, D.B. and T. Mahmood (1995), “New Firm Survival: New Results Using a Hazard Function”, *Review of Economics and Statistics*, 77(1): 97-103.
- Audretsch, D.B., E. Santarelli and M. Vivarelli (1999), “Start-up size and industry dynamics: Some evidence from Italian manufacturing”, *International Journal of Industrial Organization*, 17, 965-983.
- Baldwin, J.H. (1995), *The dynamics of industrial competition: A North American perspective*, Cambridge.
- Barbosa, N. and H. Louri (2005), “Corporate performance: Does ownership matter? A comparison of foreign and domestic owned firms in Greece and Portugal”, *Review of Industrial Organization*, 27, 73-102.
- Barron, D., N.E. West and T.M. Hannan (1994), “A time to grow and a time to die: Growth and mortality of credit unions in New York City, 1914-1990”, *American Journal of Sociology*, 100, 381, 421.
- Bolton, P. and D. Scharfstein (1996), “Optimal debt structure and the number of creditors”, *Journal of Political Economy*, 104, 1-25.
- Buehler, S., F. Kaiser and F. Jaeger (2006), “The determinants of mergers and bankruptcies in Switzerland 1995-2000”, *Economics Letters*, 90, 88-95.
- Bunch, D. and R. Smiley (1992), “Who deters entry? Evidence on the use of strategic entry deterrents”, *Review of Economics and Statistics*, 74, 509-521.

Caramanis, C. and C. Lenox (2008), "Audit effort and earnings management", *Journal of Accounting and Economics*, 45, 116-138.

Cabral, L.M.B. and J. Mata (2003), "On the evolution of firm size distribution: Facts and theory", *The American Economic Review*, 93, 4, 1075-1090.

Cox, D.R. (1972), "Regression models and life tables", *Journal of Royal Statistical Society, Series B*, 187-220.

Cox, D.R. and E.J. Snell (1968), "A general definition of residuals", *Journal of the Royal Statistical Society, B30*, 248-275.

Denis, D.J. and A. Sarin (1999), "Ownership and board structures in policy traded corporations", *Journal of Financial Economics*, 52, 187-223.

Doumpos, M. and C. Zopounidis (2007), "Model combination for credit risk assessment: A stacked generalization approach", *Annals of Operations Research*, vol. 151, no. 1, 289-306.

Dowell, G.W.S., M.B. Shackell and N.V. Stewart (2006), "The effects of CEO and board characteristics on firm survival, evidence from the internet shakeout", Working paper, College of business administration, University of South California.

Ericson, R. and A. Pakes (1995), "Empirical applications on alternative models of firm and industry dynamics", *Journal of Economic Theory*, 79, 1-45.

Fisher, H.M. and T.G. Pollock (2004), "Sociopolitical transformation shields and IPO firm survival", *Academy of Management Journal*, 47, 463-481.

Fotopoulos, G. and H. Louri (2000), "Determinants of hazard confronting new entry: Does financial structure matter?", *Review of Industrial Organization* 17, 3, 285-300.

Franks, J. and C. Mayer (2001), "Ownership and control of German corporations", *Review of Financial Studies*, 14, 943-77.

Freeman, J., G.R. Carroll and M.T. Hannan (1983), "The liability of newness, age dependence and organizational death rates", *American Journal of Sociology*, 48, 692-710.

Hannan, M.T. and J. Freeman (1989), "Organizations and Social Structure" in *Organizational Ecology*, Cambridge, Harvard University Press, 3-27.

Heiss, F. and J. Koke (2004), "Dynamics in ownership and firm survival: Evidence from corporate Germany", *European Financial Management*, 10, 1, 167-195.

Hensler, D.A., R.C. Rutherford and T.M. Springer (1997), "Survival of Initial Public Offerings in the aftermarket", *Journal of Financial Research*, 20, 1, 93-110.

Honjo, Y. (2000), "Business failure of new firms: An empirical analysis using a multiplicative hazard model", *International Journal of Industrial Organization*, 18, 557-574.

Jain, B.A. and O. Kini (1999), "The life cycle of Initial Public Offerings", *Journal of Business Finance & Accounting*, 26, 1281-1307.

Jain, B.A. and O. Kini (2000), "Does the presence of venture capitalists improve the survival profile of IPO firms?", *Journal of Business Finance and Accounting*, 27, 1139-1176.

Jensen, M. (1988), "Takeovers: Their causes and consequences", *Journal of Economic Perspectives*, 2, 21-48.

Jensen, M. and W.H. Meckling (1976), "Theory of the firm: Managerial behaviour, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.

Jovanovic, B. (1982), "Selection and the evolution of industry", *Econometrica*, 50, 649-670.

Kalbfleisch, J.D. and R.L. Prentice (1997), *The statistical analysis of failure time data*, Wiley.

Kaniovski, S. and M. Peneder (2007), "Determinants of firm survival: A duration analysis using the generalized gamma distribution", υπό δημοσίευση στο *Empirica*.

Kapopoulos, P. and S. Lazaretou (2007), "Corporate ownership structure and firm performance: evidence from Greek firms", *Corporate Governance*, 15, 2, 144-58.

La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes and A. Shleifer (1999), "Corporate ownership around the world", *The Journal of Finance*, 54, 471-517.

Lancaster, T. (1990), *The econometrics analysis of transition data*, Cambridge University Press.

Li, J. (1995), "Foreign entry and survival: Effects of strategic choices on performance in international markets", *Strategic Management Journal*, 16, 333-51.

Macey, J., M. O'Hara and D. Pompilio (2005), "Down and out in the stock market, The law and economics of the delisting process", SSRN Library, FEN Network.

Mata, J. and P. Portugal (1994), "Life duration of new firms", *Journal of Industrial Economics*, 42, 227-246.

Mata, J. and P. Portugal (2002), "The survival of new domestic and foreign-owned firms", *Strategic Management Journal*, 2, 323-343.

Mata, J., P. Portugal and P. Guimaraes (1995), "The survival of new plants: Start-up conditions and post-entry evolution", *International Journal of Industrial Organization*, V. 13, 459-481.

Mayer, C. (1990), "Financial systems, corporate finance and economic development", στο R.G. Hubbard (επιμ.), *Asymmetric information, Corporate Finance and Investments*, University of Chicago Press, Chicago.

Meyer, B. (1990), "Unemployment insurance and unemployment spells", *Econometrica*, 58, 757-782.

Mitchell, W. (1994), "The dynamics of evolving markets: The effects of business sales and age on dissolutions and divestures", *Administrative Science Quarterly*, 39, 575-602.

Modigliani, F. and M. Miller (1958), "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment", *American Economic Review*, 48(3), 261-97.

Modigliani, F. and M. Miller (1963), "Corporate income taxes and the cost of capital, A correction", *American Economic Review*, 53(3), 433-443.

Olzak, S. and E. West (1991), "Ethnic conflict and the rise and fall of ethnic newspapers", *American Sociological Review*, 56, 458-474.

Opler, T. and S. Titman (1994), "Financial distress and corporate performance", *The Journal of Finance*, V. 49, No 3, 1015-1040.

Pagano, M., F. Panetta and L. Zingales (1998), "Why do companies go public: An empirical analysis", *The Journal of Finance*, V. 53, 27-64.

Perez, S.E., A.S. Llopis and J.A. Llopis (2004), "The determinants of survival of Spanish manufacturing firms", *Review of Industrial Organization*, 25, 251-273.

Peristiani, S. and G. Hong (2004), "Pre-IPO financial performance and aftermarket survival", *Current Issues in Economics & Finance*, Federal Reserve Bank of New York, 10, 2, 1-7.

Randoy, T. and S. Goel (2003), "Ownership structure, founder leadership and performance in Norwegian SMEs: Implications for financing entrepreneurial opportunities", *Journal of Business Venturing*, 18, 619-637.

Ranger-Moore, J. (1997), "Bigger may be better, but is older wiser? Organizational age and size in the New York life insurance industry", *American Sociological Review*, 62, 903-920.

Ritter, J. (1991), "The long-run performance of IPO's", *The Journal of Finance*, 46, 3-27.

Roosenboom, P., T. Van der Goot and G. Mertens (2003), "Earnings management and initial public offerings: Evidence from the Netherlands", *The International Journal of Accounting*, 38: 243-266.

Shivdasani, A. (1993), "Board composition, ownership structure and takeovers", *Journal of Accounting and Economics*, 16, 167-198.

Shleifer, A. and R.W. Vishny (1997), "A Survey of Corporate Governance", *The Journal of Finance*, 52, 737-783.

Siriopoulos, C. and D. Lalountas (2008), "Firm survival and time aggregation bias", *Applied Financial Economics Letters*, υπό δημοσίευση.

Spathis, C., M. Doumpos and C. Zopounidis (2002), "Detecting falsified financial statements: A comparative study using multicriteria and multivariate statistical techniques", *The European Accounting Review*, 509-535.

- Teoh, S.H., I. Welch and T.J. Wong (1998), "Earning management and the long-run market performance of the initial public offering", *The Journal of Finance*, LIII, 1935-1974.
- Tosi, H.L., L.R. Gomez-Mejia, M.L. Loughry, S. Werner, K. Banning, J. Katz, R. Harris and P. Silva (1999), "Managerial discretion compensation strategy and firm performance. The case of ownership structure", στο G.R. Ferris (επιμ.), *Research in personal and human resources management*, 163-208, Stanford, CT, JAI Press.
- Tsagkanos, A., A. Georgopoulos, C. Siriopoulos and E. Koumanakos (2008), "Identification of Greek targets and coherent policy implications", *Review of Development Economics*, 12, 180-192.
- Whitaker, R.B. (1999), "The Early Stages of Financial Distress", *Journal of Economics and Finance*, 23(2): 123-133.
- Wruck, H.K. (1990), "Financial distress, reorganization and organizational efficiency", *Journal of Financial Economics*, 27, 419-444.
- Zingales, L. (1994), "The value of the voting right: A study of the Milan stock exchange experience", *The Review of Financial Studies*, 7, 125-148.

ΞΕΝΕΣ ΑΜΕΣΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ: ΠΑΡΑΓΩΓΙΚΟΤΗΤΑ ΚΑΙ ΔΙΑΧΥΣΗ ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΑΣ*

Παύλος Πέτρουλας
Διεύθυνση Οικονομικών Μελετών

1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Τα τελευταία χρόνια οι διεθνείς ροές κεφαλαίων που κατευθύνονται σε ξένες άμεσες επενδύσεις (ΞΑΕ) έχουν αυξηθεί σημαντικά. Ενδεικτικά, από το 2002 έως και το 2006, οι εισροές ΞΑΕ στις 12 παλαιότερες χώρες της ευρωζώνης από άλλες χώρες της ευρωζώνης έχουν παρουσιάσει αύξηση της τάξεως του 20%. Επίσης ενδεικτικά, τα αποθέματα ΞΑΕ από και προς τις εν λόγω χώρες ισοδυναμούσαν με το 29% του ΑΕΠ της ευρωζώνης το 2006, έναντι 22% το 2002.¹

Για την Ελλάδα, ο βαθμός προσέλκυσης άμεσων επενδύσεων από το εξωτερικό, κυρίως σε σύγκριση με τις άλλες χώρες-μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης (και της ευρωζώνης), εμφανίζεται ιδιαίτερα χαμηλός. Τα αποθέματα ΞΑΕ από χώρες της ευρωζώνης το 2006 αντιστοιχούσαν μόλις στο 4,3% του ελληνικού ΑΕΠ (το 2002 το ποσοστό αυτό ήταν 3,8%).²

Οι επιδράσεις των ΞΑΕ στη χώρα υποδοχής είναι από τα πιο σημαντικά ζητήματα στα διεθνή οικονομικά. Η μεγάλη αύξηση των διεθνών ροών κεφαλαίων για ΞΑΕ έχει αυξήσει και το ενδιαφέρον για τα θέματα αυτά. Τα κυριότερα ζητήματα που απασχολούν τους ερευνητές είναι: α) τα οφέλη που προέρχονται από τις ΞΑΕ και μπορούν να οδηγήσουν στην άμεση αύξηση της εγχώριας παραγωγικότητας, αλλά και στην έμμεση αύξησή της μέσω της διάχυσης της τεχνολογίας και β) το κόστος για τις εγχώριες εταιρίες από τη διείσδυση ανταγωνιστών στην αγορά.

Ο σκοπός της μελέτης είναι η διερεύνηση των επιδράσεων των ΞΑΕ στην παραγωγικότητα της ελληνικής οικονομίας. Συγκεκριμένα, ποιες είναι οι άμεσες και οι τυχόν έμμεσες επιδράσεις που ασκεί στην εγχώρια παραγωγικότητα η ξένη παρουσία.

Πρέπει να τονιστεί ότι οι ΞΑΕ ασκούν δύο διαφορετικές επιδράσεις στην παραγωγικότητα

της εγχώριας οικονομίας. Η πρώτη (άμεση) σχετίζεται με το μέσο όρο της παραγωγικότητας της οικονομίας. Εάν το σύνολο της οικονομίας αποτελείται από Μ ξένες εταιρίες και Ν εγχώριες, όπου οι ξένες εταιρίες έχουν μεγαλύτερη παραγωγικότητα, μια αύξηση (Μ+1) της παρουσίας ξένων εταιριών αυξάνει και το μέσο όρο παραγωγικότητας της οικονομίας. Η δεύτερη (έμμεση) επίδραση σχετίζεται με την οριακή αύξηση της οικονομικής δραστηριότητας λόγω της ξένης παρουσίας, δηλαδή μια αύξηση (Μ+1) της παρουσίας ξένων εταιριών μπορεί να αυξήσει την παραγωγικότητα και άλλων Χ εταιριών μέσω της διάχυσης της τεχνολογίας/τεχνογνωσίας (στην έννοια "διάχυση τεχνολογίας/τεχνογνωσίας" θα γίνει εκτενής αναφορά παρακάτω).

Τι γνωρίζουμε για τα θέματα που αφορούν την παραγωγικότητα των εταιριών; Κάποιες γενικές διαπιστώσεις (stylised facts) είναι ότι:

- οι εξαγωγικές εταιρίες είναι πιο παραγωγικές από τις εταιρίες που παράγουν μόνο για εγχώρια κατανάλωση.
- οι πολυεθνικές εταιρίες είναι πιο παραγωγικές από τις εγχώριες και τις εξαγωγικές εταιρίες και επενδύουν περισσότερο σε έρευνα και ανάπτυξη (R&D).

Η εξήγηση των ανωτέρω διαπιστώσεων είναι αρκετά απλή. Οι εξαγωγικές εταιρίες αντι-

* Το άρθρο απηχεί τις απόψεις του συγγραφέα και όχι κατ' ανάγκην της Τράπεζας της Ελλάδος. Ευχαριστίες εκφράζονται στη Heather Gibson, το Γιάννη Ασημακόπουλο, τη Θεοδώρα Κοσμά και το Σπύρο Δροινικόπουλο για τα σχόλιά τους, στην ICAP για τη βοήθειά της με τα στοιχεία της έρευνας και τέλος στο Δημήτρη Μαργώνη που με τις τεράστιες γνώσεις του για τις ΞΑΕ στην Ελλάδα υπήρξε πολύτιμη πηγή βοήθειας.

1 Σύμφωνα με τον ορισμό της ξένης άμεσης επένδυσης, ο ξένος μέτοχος πρέπει να κατέχει τουλάχιστον το 10% των μετοχών της εταιρίας. Ένα τέτοιο ποσοστό συνήθως υποδηλώνει μακροχρόνιο ενδιαφέρον του επενδυτή (σε αντίθεση με μια επένδυση πιο κερδοσκοπικού χαρακτήρα).

2 Στοιχεία της Ευρωπαϊκής Στατιστικής Υπηρεσίας (Eurostat) δείχνουν ότι η Ελλάδα κατατάσσεται στους ουραγούς μεταξύ των χωρών-μελών της ΕΕ όσον αφορά τις εισροές και το απόθεμα των ξένων επενδύσεων ως ποσοστά του ΑΕΠ. Βλ. επίσης Τράπεζα της Ελλάδος, 2006.

μετωπίζουν μεγαλύτερο ανταγωνισμό από ό,τι οι αμιγώς εγχώριες. Εάν δεν είναι αρκετά παραγωγικές, δεν θα επιβιώσουν ως εξαγωγικές εταιρίες. Οι πολυεθνικές εταιρίες, πέρα από τον ανταγωνισμό, έχουν να αντιμετωπίσουν και μεγάλα πάγια έξοδα (sunk costs) για την ίδρυση θυγατρικών εταιριών. Για να καλύψουν αυτά τα έξοδα, θα πρέπει να είναι πιο παραγωγικές. Επίσης, οι πολυεθνικές συνήθως χαρακτηρίζονται από μεγαλύτερη τεχνολογική ένταση στην παραγωγή τους και διαθέτουν πιο αποτελεσματική οργάνωση και πιο αποτελεσματικό σύστημα διανομής.

Η παρούσα μελέτη διαρθρώνεται ως εξής: Στη δεύτερη ενότητα αναλύονται περαιτέρω οι έννοιες των άμεσων και έμμεσων επιδράσεων των ΞΑΕ στην παραγωγικότητα της εγχώριας οικονομίας και παρατίθενται συνοπτικά εμπειρικές ενδείξεις από τη σχετική διεθνή βιβλιογραφία. Στην τρίτη ενότητα παρουσιάζονται προηγούμενα ευρήματα για την Ελλάδα, καθώς και το στατιστικό υλικό της έρευνας. Στην τέταρτη ενότητα προβάλλεται το θεωρητικό και εμπειρικό υπόδειγμα που θα χρησιμοποιηθεί και στην πέμπτη ενότητα παρουσιάζονται τα αποτελέσματα της έρευνας. Η τελευταία ενότητα συνοψίζει τα αποτελέσματα και τα συμπεράσματα της έρευνας.

2 ΕΜΠΕΙΡΙΚΕΣ ΕΝΔΕΙΞΕΙΣ

2.1 ΑΜΕΣΕΣ ΕΠΙΔΡΑΣΕΙΣ ΣΤΗΝ ΠΑΡΑΓΩΓΙΚΟΤΗΤΑ

Υπάρχουν αρκετές εμπειρικές ενδείξεις ότι οι ΞΑΕ είναι πιο παραγωγικές από τις αμιγώς εγχώριες εταιρίες και συνεπώς έχουν θετικές (άμεσες) επιδράσεις στο μέσο όρο παραγωγικότητας της εγχώριας οικονομίας.

Χρησιμοποιώντας στοιχεία από ισολογισμούς εταιριών για τις ΗΠΑ, το Ηνωμένο Βασίλειο και την Ιταλία, οι Conyon et al. (2002) και οι Criscuolo and Martin (2004) δείχνουν ότι οι πολυεθνικές εταιρίες (και συνεπώς οι ΞΑΕ) είναι πιο παραγωγικές από τις εγχώριες εταιρίες.³ Π.χ. στο Ηνωμένο Βασίλειο τα στοιχεία δείχνουν ότι οι πολυεθνικές

εταιρίες έχουν διπλάσια παραγωγικότητα από τις εγχώριες (Criscuolo and Martin, 2004). Το άρθρο-επισκόπηση των Alfaro and Rodríguez-Clare (2004) δείχνει ότι το ίδιο ισχύει και σε αναπτυσσόμενες οικονομίες.

Σε γενικές γραμμές, η υπόθεση ότι οι πολυεθνικές εταιρίες είναι πιο παραγωγικές από τις εγχώριες έχει ισχυρή εμπειρική στήριξη. Η στήριξη αυτή συμβαδίζει και με την καθιερωμένη πλέον θεωρία περί πολυεθνικών επιχειρήσεων (Caves, 1996, Markusen, 2002, Helpman et al., 2004) σύμφωνα με την οποία, εάν υπάρχει ένα συγκεκριμένο κόστος για να γίνει μια εταιρία πολυεθνική (π.χ. το πάγιο κόστος για τη δημιουργία μιας θυγατρικής), τότε μόνο οι πιο παραγωγικές εταιρίες θα λειτουργούν ως πολυεθνικές υπό συνθήκες ισορροπίας.

2.2 ΕΜΜΕΣΕΣ ΕΠΙΔΡΑΣΕΙΣ ΣΤΗΝ ΠΑΡΑΓΩΓΙΚΟΤΗΤΑ

Όσον αφορά το ερευνητικό σκέλος, οι έρευνες με θέμα τις έμμεσες επιδράσεις που μπορούν να έχουν οι ΞΑΕ στην εγχώρια οικονομία είναι περισσότερες, για δύο κυρίως λόγους: 1) οι επιδράσεις αυτές έχουν πιο σύνθετη μορφή και 2) τα αποτελέσματα που αφορούν τις έμμεσες επιδράσεις είναι αμφιλεγόμενα και αντιφατικά.

Οι πολυεθνικές εταιρίες, σε σχέση με τις εγχώριες, έχουν συνήθως κάποια “άυλα” αγαθά όπως: μεγαλύτερη γνώση τεχνολογίας, καλύτερο μάρκετινγκ και διευθυντικές ικανότητες, επαφές με εξαγωγείς, πιο συντονισμένες επαφές με προμηθευτές και πελάτες, καθώς και καλύτερη φήμη στην αγορά. Όλα αυτά τα “άυλα” αγαθά μπορούν να μεταφερθούν σε μια θυγατρική και κάποια από αυτά και στις εγχώριες εταιρίες.

Παραδείγματος χάριν, υπάλληλοι πολυεθνικών εταιριών μπορούν να αποκτήσουν ειδικές γνώσεις στις εταιρίες τους. Αλλάζοντας χώρο

3 Ως πολυεθνική ορίζεται μια εταιρία που έχει κάποιου είδους παραγωγή σε άλλη χώρα μέσω ΞΑΕ. Συνεπώς, μια εταιρία που χαρακτηρίζεται ΞΑΕ είναι μέρος μιας πολυεθνικής εταιρίας.

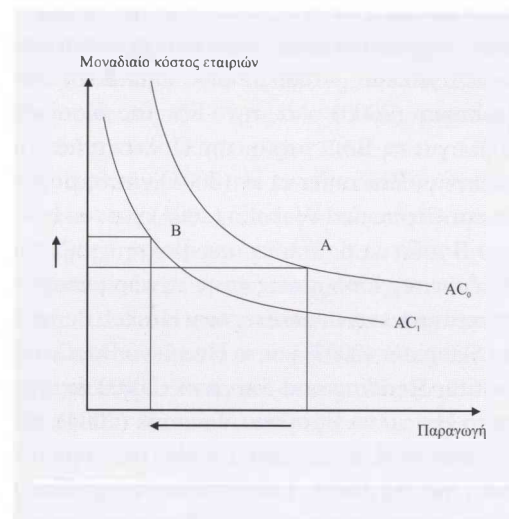
εργασίας, μεταφέρουν αυτές τις γνώσεις και στον καινούργιο εργασιακό τους χώρο. Επίσης, όταν οι εγχώριες εταιρίες εκτίθενται σε καινούργια προϊόντα, καινούργιες μεθόδους παραγωγής και μάρκετινγκ, μπορούν να αντιγράψουν κάποια από αυτά. Τέλος, συνάπτοντας επιχειρηματικές σχέσεις με την ξένη πολυεθνική εταιρία, είτε ως προμηθευτές είτε ως αγοραστές των ενδιαμέσων προϊόντων της, μπορούν να λάβουν τεχνική υποστήριξη, όπως και γνώση για θέματα παραγωγής, διαχείρισης προσωπικού και μάρκετινγκ. Με αυτούς και άλλους έμμεσους τρόπους οι ξένες εταιρίες μπορούν να ασκούν θετικές επιδράσεις και στην παραγωγικότητα των εγχώριων εταιριών, διαχέοντας δηλαδή την τεχνολογία και τεχνογνωσία που κατέχουν.

Υπάρχουν επομένως πολλοί λόγοι να πιστεύει κανείς ότι οι ΞΑΕ μπορούν να έχουν θετικές επιδράσεις στην παραγωγικότητα των επιχειρήσεων της χώρας υποδοχής. Βεβαίως, υπάρχει και η άλλη όψη του νομίσματος. Οι ξένες εταιρίες μπορούν να δημιουργήσουν κόστος στις εγχώριες επιχειρήσεις. Εφόσον διεισδύουν στην αγορά ως ανταγωνιστές και έχουν χαμηλότερο οριακό κόστος παραγωγής, μπορούν, αυξάνοντας την παραγωγή τους, να αποσπάσουν μερίδια αγοράς από τις εγχώριες επιχειρήσεις (δηλαδή οι εγχώριες επιχειρήσεις μειώνουν την παραγωγή τους). Δεδομένου ότι οι εγχώριες επιχειρήσεις έχουν κάποιο πάγιο κόστος, είναι πλέον υποχρεωμένες να διαμοιράσουν το κόστος αυτό σε μικρότερη ποσότητα παραγωγής. Αυτό συνεπάγεται χαμηλότερη παραγωγικότητα.

Οι έμμεσες επιδράσεις που προαναφέρθηκαν μπορούν να γίνουν πιο εύκολα κατανοητές με τη βοήθεια ενός διαγράμματος. Στο Διάγραμμα 1 φαίνονται οι επιδράσεις που ενδέχεται να έχει η παρουσία ΞΑΕ στις εγχώριες επιχειρήσεις.

Σε πρώτο στάδιο, η διάχυση τεχνολογίας/τεχνογνωσίας έχει θετικές επιδράσεις στην εγχώρια επιχείρηση και η καμπύλη μέσου κόστους (AC) μειώνεται από το AC_0 στο AC_1 . Όμως, η επιπλέον ανταγωνιστικότητα ανα-

Διάγραμμα 1 Μεταβολές της παραγωγής εγχώριων εταιριών λόγω παρουσίας ΞΑΕ



γκάζει την εγχώρια εταιρία να μειώσει την παραγωγή της και να μετατοπιστεί στη νέα καμπύλη μέσου κόστους. Στην περίπτωση που παρουσιάζεται στο Διάγραμμα 1, το καθαρό αποτέλεσμα είναι μια μείωση της παραγωγικότητας.

Όπως φαίνεται, οι έμμεσες επιδράσεις των ΞΑΕ στην παραγωγικότητα των εγχώριων εταιριών είναι σύνθετες. Έτσι, δεν προκαλεί έκπληξη το γεγονός ότι τα αποτελέσματα των εμπειρικών μελετών που διερευνούν τη διάχυση τεχνολογίας είναι διχασμένα και επομένως δεν παρέχουν ισχυρή εμπειρική στήριξη στις υποθέσεις για τις έμμεσες επιδράσεις, όπως συμβαίνει στην περίπτωση των άμεσων επιδράσεων.⁴

Σε γενικές γραμμές, μελέτες βασισμένες σε κλαδικά στοιχεία διαπιστώνουν θετική συσχέτιση μεταξύ της ξένης παρουσίας και της μέσης προστιθέμενης αξίας ανά εργαζόμενο στον τομέα.⁵ Αντίθετα, μελέτες που χρησιμοποιούν στοιχεία από ισολογισμούς εταιριών παρουσιάζουν ένα πιο περίπλοκο τοπίο. Κάποιες

4 Βλ. Keller (2004) για μια επισκόπηση της βιβλιογραφίας που αφορά τη διάχυση τεχνολογίας.

5 Βλ. Blomström and Kokko (1998) για μια επισκόπηση.

μελέτες, όπως των Haddad and Harrison (1993) για το Μαρόκο και Aitken and Harrison (1999) για τη Βενεζουέλα, βρίσκουν αρνητικές έμμεσες επιδράσεις στην εγχώρια παραγωγικότητα λόγω της παρουσίας ξένων επιχειρήσεων. Άλλες μελέτες, όπως των Djankov and Hoekman (2000) για την Τσεχία, Konings (2001) για τη Βουλγαρία, την Πολωνία και τη Ρουμανία, Braconier et al. (2001) για τη Σουηδία και Girma and Wakelin (2001) για το Ηνωμένο Βασίλειο, βρίσκουν αμφίβολες ή μηδενικές έμμεσες επιδράσεις στην εγχώρια παραγωγικότητα, ενώ οι μελέτες των Haskel, Pereira and Slaughter (2007) για το Ηνωμένο Βασίλειο, Griffith, Redding and Simpson (2003) επίσης για το Ηνωμένο Βασίλειο, Javorcik (2004) για τη Λιθουανία, Keller and Yeaple (υπό δημοσίευση) για τις ΗΠΑ, Liu (2008) για την Κίνα, Javorcik and Spatareanu (2008) για τη Ρουμανία βρίσκουν θετικές έμμεσες επιδράσεις στην εγχώρια παραγωγικότητα από τη διείσδυση ξένων επιχειρήσεων στην εγχώρια αγορά.

Τέλος, για την Ελλάδα υπάρχουν δύο μελέτες των Dimelis and Louri (2002, 2004) που βρίσκουν θετικές άμεσες και έμμεσες επιδράσεις στην παραγωγικότητα των εγχώριων εταιριών λόγω της ύπαρξης ΞΑΕ.

3 ΞΕΝΕΣ ΑΜΕΣΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

3.1 ΕΥΡΗΜΑΤΑ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

Η μελέτη των Dimelis and Louri (2002) χρησιμοποιεί διαστρωματικά στοιχεία για το έτος 1997 σε επίπεδο εταιριών (από ισολογισμούς). Τα στοιχεία προέρχονται από τη βάση δεδομένων της ICAP και αφορούν περίπου 4.000 επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στον κλάδο της μεταποίησης. Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι οι άμεσες και έμμεσες επιδράσεις στην παραγωγικότητα διαφέρουν ανάλογα με το επίπεδο της παραγωγικότητας. Πιο συγκεκριμένα, οι άμεσες επιδράσεις είναι πιο εμφανείς στα μεσαία δεκατημόρια παραγωγικότητας, δηλ. η ξένη παρουσία δεν έχει σημασία για την παραγωγικότητα εταιριών που έχουν πολύ υψηλή ή πολύ χαμηλή παραγωγικότητα. Επίσης

οι άμεσες επιδράσεις στην παραγωγικότητα είναι σημαντικές μόνο για εταιρίες όπου οι ξένοι μέτοχοι κατέχουν την πλειοψηφία των μετοχών. Ως προς τις έμμεσες επιδράσεις λόγω της διάχυσης τεχνολογίας από τις ξένες εταιρίες αυτές είναι πιο θετικές σε εταιρίες με υψηλή παραγωγικότητα, ασχέτως του αν οι ξένοι μέτοχοι κατέχουν την πλειοψηφία ή τη μειοψηφία των μετοχών. Αντιθέτως, σε εταιρίες με μέση ή μικρή παραγωγικότητα ασκούνται θετικές επιδράσεις μόνο από την παρουσία κοινοπραξιών (joint ventures, δηλ. με ποσοστό συνιδιοκτησίας 50% και κάτω).

Η δεύτερη μελέτη των Dimelis and Louri (2004) χρησιμοποιεί επίσης διαστρωματικά στοιχεία της ICAP για το έτος 1997, σε επίπεδο εταιριών (από ισολογισμούς), για 3.742 εταιρίες που δραστηριοποιούνται στον κλάδο της μεταποίησης. Οι συγγραφείς διαχωρίζουν το δείγμα τους σε μεγάλες και μικρές εταιρίες (εταιρίες με προσωπικό πάνω από 50 άτομα και εταιρίες με προσωπικό έως και 50 άτομα). Ο διαχωρισμός αυτός γίνεται προκειμένου να μπορέσουν να ελέγξουν τη διαφορετικότητα (ετερογενή παραγωγικότητα) ανάμεσα στις μικρές και μεγάλες εταιρίες όσον αφορά τη χρήση των συντελεστών παραγωγής.

Τα κυριότερα ευρήματα της μελέτης είναι ότι υπάρχουν θετικές άμεσες και έμμεσες επιδράσεις στην παραγωγικότητα των εγχώριων εταιριών λόγω των ΞΑΕ. Πιο συγκεκριμένα, διαπιστώνεται ότι οι εταιρίες που χαρακτηρίζονται ως ΞΑΕ και στις οποίες οι ξένοι επενδυτές κατέχουν πάνω από το 50% των μετοχών είναι πιο παραγωγικές από τις εγχώριες. Επίσης, η διαφορά παραγωγικότητας αυξάνεται με το μέγεθος των εταιριών, δηλ. οι μεγάλες εταιρίες (με προσωπικό πάνω από 50 άτομα) είναι σχετικά πιο παραγωγικές. Οι θετικές έμμεσες επιδράσεις από τη διάχυση τεχνολογίας, αντιθέτως, ασκούνται από μικρότερες εταιρίες κοινοπραξιών (joint ventures) κυρίως σε μικρότερες εγχώριες εταιρίες.

3.2 ΤΑ ΔΕΔΟΜΕΝΑ ΤΗΣ ΜΕΛΕΤΗΣ

Τα δεδομένα που χρησιμοποιούνται στην παρούσα μελέτη είναι στοιχεία ισολογισμών

εταιριών από τη βάση της ICAP. Τα στοιχεία είναι σε διαχρονική και διαστρωματική μορφή, χωρίς όμως ο αριθμός των διαστρωματικών στοιχείων (οι εταιρίες) να είναι ο ίδιος για κάθε έτος (unbalanced panel data). Τα δεδομένα αφορούν την περίοδο 2002 έως και 2006 και συνολικά 16.780 εταιρίες, από τις οποίες 1.113 εταιρίες έχουν ένδειξη ΞΑΕ για τουλάχιστον ένα έτος. Επίσης τα δεδομένα αφορούν όλους τους κλάδους της οικονομίας και όχι μόνο τον κλάδο της μεταποίησης.

Οι εταιρίες επιλέχθηκαν με τα εξής κριτήρια: α) εταιρίες με 10 ή περισσότερα άτομα προσωπικό, όπως ορίζονται στη βάση δεδομένων της ICAP, β) με θετικές πωλήσεις, γ) με θετικά ίδια κεφάλαια (οι εταιρίες που είχαν αρνητικά ίδια κεφάλαια ήταν κρατικές επιχειρήσεις με μεγάλες συσσωρευμένες ζημιές). Τέλος, εξαιρέθηκε ο χρηματοπιστωτικός κλάδος λόγω της ιδιαιτερότητας των ισολογισμών στον κλάδο αυτό.

Συμπληρωματικά στοιχεία για ΞΑΕ, πέρα από αυτά της ICAP, ελήφθησαν επίσης από τη βάση δεδομένων της Τράπεζας της Ελλάδος. Τα στοιχεία αυτά αφορούν εταιρίες όπου ο ξένος μέτοχος τοποθέτησε ή απέσυρε τα κεφάλαιά του μεταξύ των ετών 2002 και 2006. Συγκεκριμένα, τα στοιχεία της ICAP δεν είχαν διαχρονικό χαρακτήρα, αλλά αφορούσαν μόνο την πιο πρόσφατη περίοδο. Για να υπάρξει όμως μια πιο πλήρης εικόνα ορισμένων διαχρονικών αλλαγών στη διάρθρωση της ξένης συμμετοχής στις ελληνικές εταιρίες του δείγματός μας, έγινε μια σύνδεση στοιχείων (matching) της ICAP (που είναι η κύρια βάση) με στοιχεία από τη βάση δεδομένων της Τράπεζας της Ελλάδος.

3.3 ΟΠΤΙΚΗ ΕΠΑΦΗ ΜΕ ΤΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ

Ίσως ο πιο απλός τρόπος για να σχηματίσει κανείς μια γενικότερη εικόνα σχετικά με εταιρίες που χαρακτηρίζονται ως ΞΑΕ σε σχέση με τις εγχώριες εταιρίες είναι η οπτική ανάλυση των στοιχείων.⁶

Θα πρέπει να επισημανθεί ότι, βάσει των αριθμών που δίνονται σε κάθε στήλη, οι

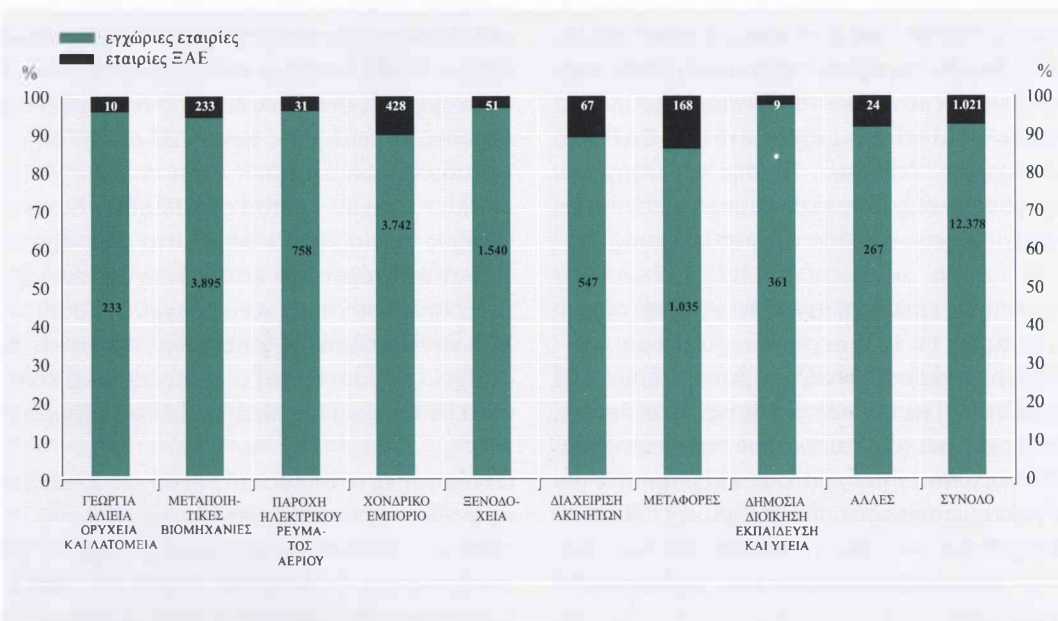
περισσότερες εταιρίες του δείγματος δραστηριοποιούνται στους κλάδους της μεταποίησης και του εμπορίου (62% του συνόλου των εταιριών το 2005. Ανάλογα είναι και τα ποσοστά όσον αφορά τις εγχώριες εταιρίες όπως και τις ΞΑΕ). Από τα Διαγράμματα 2 και 3 είναι εμφανές ότι στους δύο προαναφερθέντες κλάδους οι πωλήσεις των ΞΑΕ σε σχέση με τον αριθμό των εταιριών είναι πολύ μεγάλες. Αν και υπάρχουν κάποιες κλαδικές διαφορές ως προς την παρουσία ΞΑΕ, κατά μέσο όρο το 10% του συνόλου των εταιριών έχουν ένδειξη ΞΑΕ αλλά σε αυτές αντιστοιχεί περίπου το 30% του συνόλου των πωλήσεων. Από αυτά τα στοιχεία προκύπτει ότι οι εταιρίες ΞΑΕ είναι κατά μέσο όρο μεγαλύτερες από τις εγχώριες.

Οι διαφορές ανάμεσα στις εταιρίες ΞΑΕ και τις εγχώριες εταιρίες γίνονται πιο εμφανείς αν συγκριθούν ορισμένα μεγέθη ανά εταιρία. Τα Διαγράμματα 4-6 δείχνουν σαφώς ότι, τουλάχιστον στους δύο μεγάλους κλάδους, της μεταποίησης και του εμπορίου, οι ξένες εταιρίες κατά μέσο όρο έχουν περισσότερο προσωπικό, περισσότερα πάγια κεφάλαια και υψηλότερες πωλήσεις.

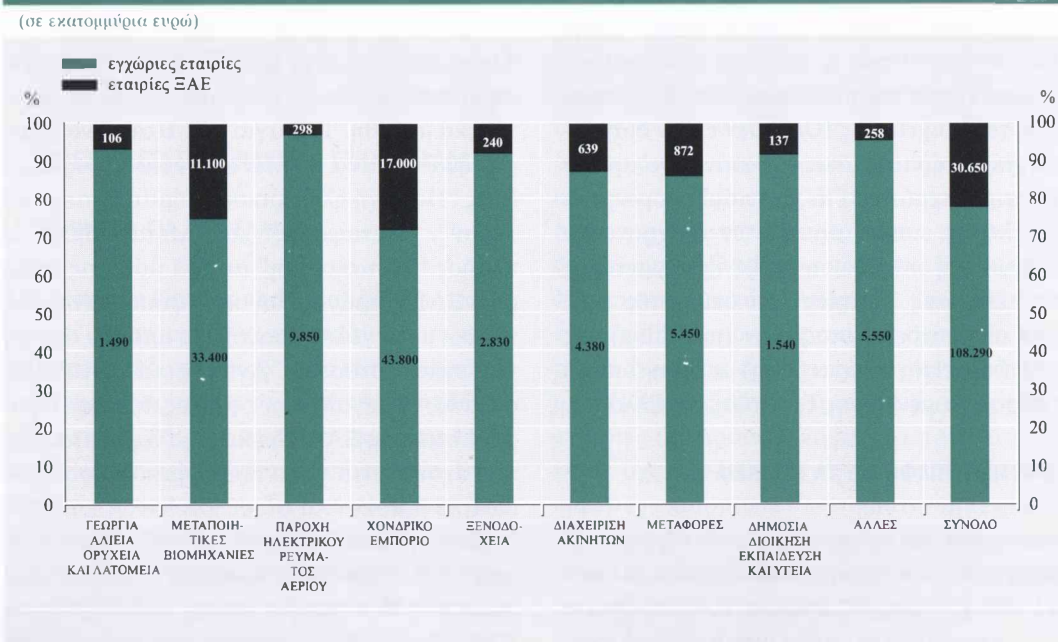
Όπως φαίνεται στα διαγράμματα, υπάρχουν σημαντικές κλαδικές διαφορές σε όλα τα οικονομικά μεγέθη. Το πάγιο κεφάλαιο ανά εταιρία φαίνεται να συγκεντρώνεται στους κλάδους "Παροχή ηλεκτρικού ρεύματος-αερίου-νερού", "Μεταφορές" και "Μεταποίηση" (ο κλάδος "Μεταποίηση" αφορά μόνο τις εταιρίες ΞΑΕ), πράγμα λογικό, εφόσον είναι και κλάδοι με μεγάλες απαιτήσεις από την άποψη των εγκαταστάσεων. Αναφορικά με το προσωπικό, οι μεγαλύτερες στήλες πάντοτε αφορούν εταιρίες ΞΑΕ. Συγκεκριμένα, οι εταιρίες που έχουν κατά μέσο όρο περισσότερο προσωπικό βρίσκονται στους κλάδους "Δημόσια διοίκηση, εκπαίδευση και υγεία", "Μεταποίηση" και "Χονδρικό εμπόριο". Τέλος, στις πωλήσεις ανά εταιρία επίσης υπερτερούν οι ΞΑΕ. Οι κλάδοι "Μεταποίηση" και "Χον-

6 Τα στοιχεία αναφέρονται στο έτος 2005, για το οποίο υπάρχουν και οι περισσότερες παρατηρήσεις. Περισσότερα διαγράμματα όπως και πίνακες με περιγραφικά στατιστικά στοιχεία περιλαμβάνονται στο Παράρτημα.

Διάγραμμα 2 Αριθμός εταιριών ανά κλάδο



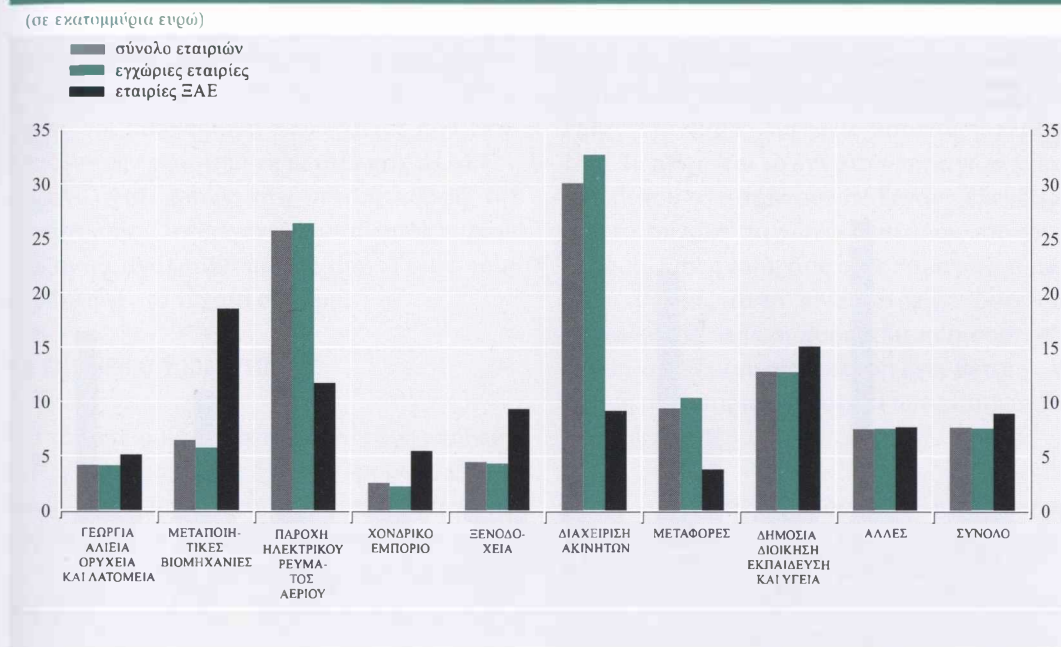
Διάγραμμα 3 Πωλήσεις εταιριών ανά κλάδο



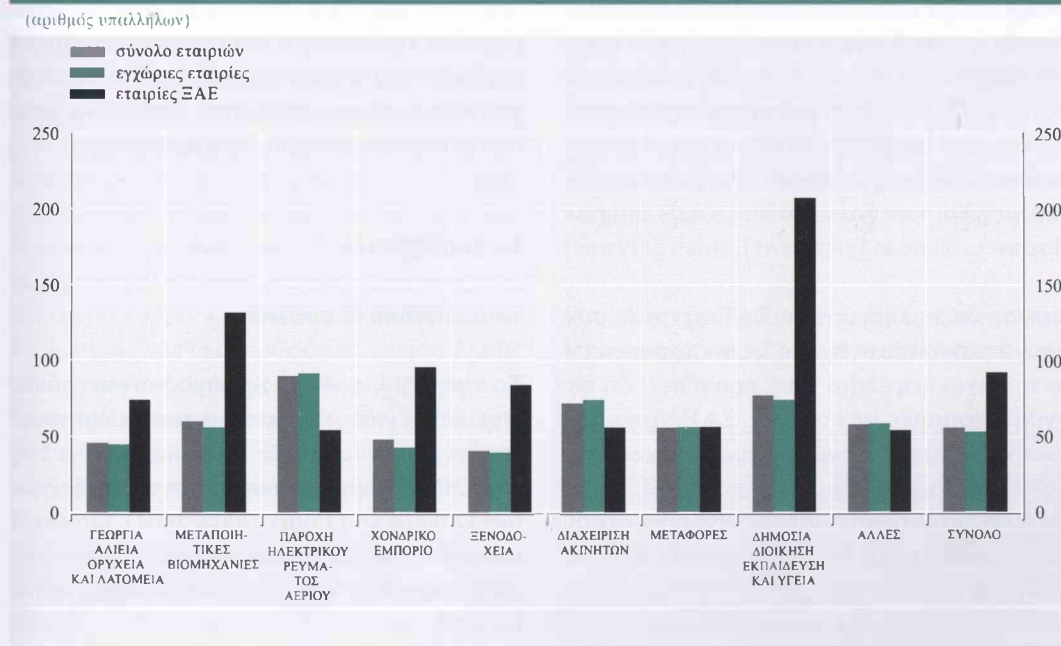
δρικό εμπόριο” παρουσιάζουν μεγάλες διαφορές σε σχέση με τους υπόλοιπους κλάδους και εταιρίες.

Ίσως τα πιο ενδιαφέροντα αποτελέσματα φαίνονται αν εξεταστούν και τα τρία διαγράμματα μαζί, για τους μεγαλύτερους κλά-

Διάγραμμα 4 Μέσος όρος πάγιου κεφαλαίου εταιρίας ανά κλάδο



Διάγραμμα 5 Μέσος όρος προσωπικού εταιρίας ανά κλάδο

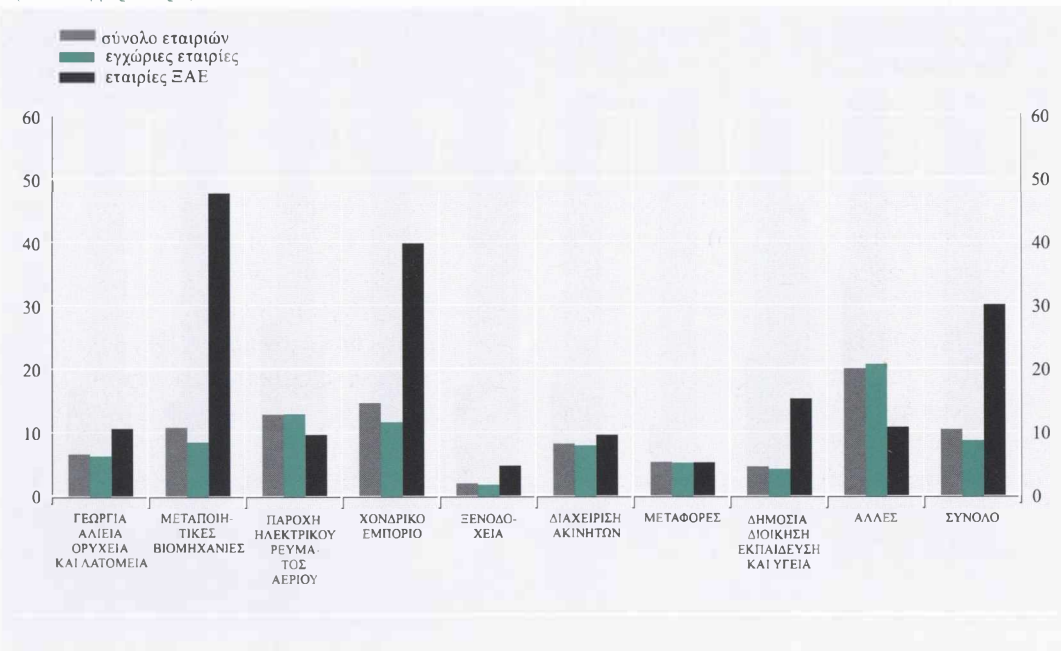


δους του δείγματος (που, όπως προαναφέρθηκε, είναι οι κλάδοι “Μεταποίηση” και “Χονδρικό εμπόριο”). Για τον κλάδο της

μεταποίησης διαπιστώνεται ότι οι εταιρίες ΞΑΕ, σε σχέση με τις εγχώριες, χρησιμοποιούν περίπου 3,2 φορές περισσότερα πάγια

Διάγραμμα 6 Μέσος όρος αξίας πωλήσεων εταιρίας ανά κλάδο

(σε εκατομμύρια ευρώ)



κεφάλαια, 2,4 φορές περισσότερο προσωπικό και έχουν 5,5 φορές μεγαλύτερες πωλήσεις. Ο κλάδος “Χονδρικό εμπόριο” χρησιμοποιεί αντίστοιχα 2,5 φορές περισσότερα πάγια κεφάλαια, 2,3 φορές περισσότερο προσωπικό και έχει 3,4 φορές μεγαλύτερες πωλήσεις. Παρόμοια διαμορφώνονται αυτά τα οικονομικά μεγέθη και για το σύνολο των επιχειρήσεων.

Εφόσον οι πωλήσεις των ΞΑΕ είναι δυσανάλογα μεγάλες σε σχέση με το προσωπικό και το πάγιο κεφάλαιό τους, προκύπτει ότι σε γενικές γραμμές οι εταιρίες ΞΑΕ χρησιμοποιούν λιγότερες μονάδες προσωπικού και κεφαλαίου για κάθε μονάδα πώλησης. Αυτό αποτελεί μια πρώτη “οπτική” ένδειξη ότι οι εταιρίες ΞΑΕ είναι πιο παραγωγικές από τις εγχώριες.

Τα διαγράμματα, αν και δίνουν μια πρώτη οπτική ένδειξη για τις διαφορές παραγωγικότητας, δεν μπορούν να μας πληροφορήσουν επακριβώς για το μέγεθος της διαφοράς και για το αν είναι συστηματική και στατιστικά

σημαντική. Επίσης δεν μπορούν να απαντήσουν στο ερώτημα αν οι ΞΑΕ στην Ελλάδα βοηθούν την εγχώρια παραγωγικότητα μέσω της διάχυσης τεχνολογίας ή όχι. Για να απαντηθούν αυτά τα ερωτήματα, πρέπει να χρησιμοποιηθούν οικονομετρικές τεχνικές.

4 ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΑ

4.1 ΘΕΩΡΗΤΙΚΟ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ

Το πρώτο βήμα για τη χρήση οικονομετρικών τεχνικών είναι η ανάπτυξη του θεωρητικού υποδείγματος που θα χρησιμοποιηθεί ως βάση. Ως βάση χρησιμοποιείται το υπόδειγμα των Dimelis and Louri (2002, 2004). Ορίζεται μια γενική μορφή της συνάρτησης παραγωγής, όπου το προϊόν Y της εταιρίας (i) διατυπώνεται ως:⁷

$$Y_i = F(K_i, L_i) e^{Z_i} = F(K_i, L_i) e^{\sum \gamma_j X_{ji} + e_i} \quad (1)$$

⁷ Χωρίς απώλεια γενικότητας παραλείπεται ο δείκτης (t) για τη χρονική περίοδο.

όπου K_i και L_i είναι οι συντελεστές παραγωγής “κεφάλαιο” και “εργασία” αντίστοιχα για την εταιρία (i). Οι συντελεστές $Z_i = \sum \gamma_j X_{ji}$ υποδηλώνουν άλλους εξωγενείς παράγοντες παραγωγής, η επίδραση των οποίων δίδεται από το γ_j (ως άλλοι εξωγενείς παράγοντες νοούνται ορισμένοι οικονομικοί παράγοντες που επηρεάζουν την εξαρτημένη μεταβλητή, αλλά δεν εμφανίζονται ρητώς στη γενική μορφή της συνάρτησης. Οι εξωγενείς μεταβλητές παρουσιάζονται αναλυτικά παρακάτω). Τέλος, το e_i υποδηλώνει το τυχαίο σφάλμα.

4.2 ΕΜΠΕΙΡΙΚΟ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ

Για το εμπειρικό υπόδειγμα γίνεται η υπόθεση ότι η εξίσωση (1) έχει τη μορφή Cobb-Douglas. Με μετατροπή της εξίσωσης σε λογαρίθμους και με μια απλή αναδιάταξη, το εμπειρικό υπόδειγμα λαμβάνει την ακόλουθη μορφή:

$$\ln(Y_i/L_i) = \gamma_0 + D_j + D_i + \alpha \ln(K_i/L_i) + \sum \gamma_j X_{ji} + e_i, \quad i=1, \dots, N \quad (2)$$

Το υπόδειγμα τώρα είναι σε μορφή εντάσεως εργασίας (labor intensive form). Η εξαρτημένη μεταβλητή μετρεί την παραγωγικότητα του εργαζομένου και ορίζεται ως “συνολικές πωλήσεις/αριθμός εργαζομένων”. Η παραγωγικότητα αυτή είναι μια συνάρτηση του κεφαλαίου ανά εργαζόμενο και ορίζεται ως “πάγια κεφάλαια/αριθμός εργαζομένων” και μια σειρά άλλων ερμηνευτικών μεταβλητών. Το γ_0 είναι ένας σταθερός όρος, ενώ το D_j και το D_i είναι διανύσματα ψευδομεταβλητών με βάση τη διψήφια κατάταξη κλάδων NACE και τα έτη αντίστοιχα. Τέλος, η ομάδα ερμηνευτικών μεταβλητών X_{ji} αποτελείται από:⁸

FDI dum.: ψευδομεταβλητή με την ένδειξη 1 εάν η εταιρία είναι ΞΑΕ για το έτος t ($t=2002-2006$).

FDI maj.dum.: ψευδομεταβλητή με την ένδειξη 1 εάν η εταιρία είναι ΞΑΕ και ο ξένος μέτοχος κατέχει $>50\%$ των μετοχών για το έτος t ($t=2002-2006$).

FDI min.dum.: ψευδομεταβλητή με την ένδειξη 1 εάν η εταιρία είναι ΞΑΕ και ο ξένος μέτοχος κατέχει $\leq 50\%$ για το έτος t ($t=2002-2006$).

FDI. FC Spillover: η μεταβλητή που μετρεί τη διάχυση τεχνολογίας και έχει δημιουργηθεί ως εξής: Για κάθε διψήφια κατάταξη κλάδου NACE, μετρείται το σύνολο των πάγιων κεφαλαίων που αντιστοιχούν σε ξένους επενδυτές διά το σύνολο πάγιων κεφαλαίων του ίδιου κλάδου. Εάν η επίδραση στην παραγωγικότητα είναι θετική, αυτό είναι ένδειξη διάχυσης τεχνολογίας. Δηλ. η παρουσία περισσότερου ξένου κεφαλαίου στον κλάδο έχει θετική επίδραση στην παραγωγικότητα των εταιριών του κλάδου αυτού.⁹

MNE domestic: ψευδομεταβλητή με την ένδειξη 1 εάν η εταιρία είναι εγχώρια πολυεθνική (χωρίς να είναι ΞΑΕ).

Exporter: ψευδομεταβλητή με την ένδειξη 1 εάν η εταιρία είναι εξαγωγική (χωρίς να είναι ΞΑΕ ούτε εγχώρια πολυεθνική).

l(Leverage): ο λογάριθμος του: βραχυπρόθεσμου και μακροπρόθεσμου δανεισμού προς την καθαρή θέση της εταιρίας (short-and long-term debt over net worth).¹⁰

l(Liquidity): ο λογάριθμος του κεφαλαίου κίνησης προς το σύνολο του ενεργητικού (working capital over total assets).

Οι δύο χρηματοοικονομικές μεταβλητές **l(Leverage)** και **l(Liquidity)** μπορούν να απει-

⁸ Μια διαφορά σε σχέση με τις ερμηνευτικές μεταβλητές που χρησιμοποιήσαν οι Dimelis and Louri (2002, 2004) είναι ότι εδώ δεν συμπεριλαμβάνεται το μέγεθος της εταιρίας. Χρησιμοποιούνται όμως οι μεταβλητές MNE domestic και Exporter. Οι μεταβλητές αυτές παρουσιάζουν υψηλό βαθμό συσχέτισης με το μέγεθος της εταιρίας, καθώς οι πολυεθνικές και εξαγωγικές εταιρίες τείνουν να είναι μεγαλύτερες. Επίσης οι επιπλέον μεταβλητές MNE domestic και Exporter δίνουν τη δυνατότητα να αντληθούν ορισμένα ενδιαφέροντα συμπεράσματα

⁹ Για τις εταιρίες ΞΑΕ έχει αφαιρεθεί το ξένο κεφάλαιο της ίδιας της εταιρίας από το σύνολο των ξένων κεφαλαίων, έτσι ώστε να προσμετρείται το κεφάλαιο της ίδιας της εταιρίας στον εαυτό της.

¹⁰ Ο λογάριθμος του μηδέν και των αρνητικών αριθμών δεν ορίζεται. Επειδή όμως δεν είναι παράξενο μια εταιρία να έχει μηδενικό δανεισμό ή μηδενικό (και αρνητικό) κεφάλαιο κίνησης, σε αυτές τις περιπτώσεις αντικαταστάθηκαν τα στοιχεία για τις εν λόγω μεταβλητές με το 0,000001. Σημειώνεται ότι τα γενικά αποτελέσματα δεν εξαρτώνται από τις αλλαγές αυτές.

κονίσουν είτε τις συνέπειες της χρηματοοικονομικής πίεσης που υφίστανται οι εταιρίες και που τις αναγκάζουν να γίνουν πιο παραγωγικές είτε τη δυνατότητα της εταιρίας να εκμεταλλευθεί επενδυτικές ευκαιρίες (για τις οποίες διακρατεί ρευστότητα) που είναι πιο παραγωγικές. Και οι δύο μεταβλητές αναμένεται να αυξήσουν την παραγωγικότητα (Nickel et al., 1992, Caballero, 1997, Hubbard, 1998). Πάντως, απαιτείται κάποια επιφύλαξη όσον αφορά τη μεταβλητή *I*(Leverage) που, όπως σημειώθηκε, αναφέρεται στο δανεισμό προς την καθαρή θέση της εταιρίας. Τα θετικά αποτελέσματα στην παραγωγικότητα ίσως να αναμένονται όταν τα στοιχεία για τις εταιρίες αφορούν περίοδο που καλύπτει έναν ολόκληρο οικονομικό κύκλο. Τα έτη που καλύπτονται στη μελέτη, 2002-2006, χαρακτηρίζονται από θετικό ρυθμό ανάπτυξης, χωρίς να υπάρχει περίοδος κάμψης. Σε μια τέτοια χρονική περίοδο υπάρχει η πιθανότητα ένας σχετικά αυξημένος δανεισμός να υποδηλώνει εταιρίες με χρόνια προβλήματα και χαμηλή παραγωγικότητα, έτσι ώστε το πρόσημο του συντελεστή να είναι αρνητικό.

5 ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ

5.1 ΜΕΘΟΔΟΣ ΕΛΑΧΙΣΤΩΝ ΤΕΤΡΑΓΩΝΩΝ (OLS)

Η εξίσωση (2) εκτιμάται με τη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων (OLS), όλες οι εκτιμήσεις συμπεριλαμβάνουν το σταθερό όρο, τις ψευδομεταβλητές με βάση τη διψήφια κατάταξη κλάδων NACE και τις ψευδομεταβλητές για τα έτη της έρευνας. Για τις ψευδομεταβλητές δεν παρουσιάζονται τα αποτελέσματα, για λόγους εξοικονόμησης χώρου.

Οι παλινδρομήσεις έχουν γίνει σε ολόκληρο το δείγμα, καθώς και σε δείγματα χωρισμένα σε μικρές επιχειρήσεις (με προσωπικό ≤ 50 άτομα) και μεγάλες επιχειρήσεις (με προσωπικό > 50 άτομα). Ο λόγος για το διαχωρισμό αυτόν είναι ότι οι μικρές και οι μεγάλες επιχειρήσεις μπορεί να διαφέρουν ως προς τη χρήση ενδιάμεσων εισροών (χωρίς διαχωρισμό του δείγματος αυτό θα οδηγούσε σε μερο-

ληπτικά αποτελέσματα). Δηλαδή, οι μικρές και οι μεγάλες εταιρίες μπορεί να διαφέρουν ως προς τους συντελεστές παραγωγής (κεφάλαιο και εργασία), καθώς και ως προς την παραγωγικότητά τους.

Από τον Πίνακα 1 διακρίνονται ορισμένα ενδιαφέροντα αποτελέσματα. Από την παλινδρόμηση (1) φαίνονται τα εξής: Πρώτον, το κεφάλαιο ανά εργαζόμενο έχει θετικό πρόσημο και είναι στατιστικά σημαντικό. Εφόσον είναι σε λογαριθμική μορφή, ο συντελεστής μεταφράζεται σε ελαστικότητα, δηλαδή μια αύξηση 10% του κεφαλαίου ανά εργαζόμενο αυξάνει την παραγωγικότητα κατά 1,8% περίπου. Επίσης οι χρηματοοικονομικές μεταβλητές *I*(Leverage) και *I*(Liquidity) είναι θετικές και στατιστικά σημαντικές, αν και με μικρό συντελεστή.

Τα πιο ενδιαφέροντα αποτελέσματα είναι αυτά που ακολουθούν. Όσον αφορά τις ψευδομεταβλητές, υπενθυμίζεται ότι αυτές υποδηλώνουν αν η εταιρία είναι εξαγωγική, ελληνική πολυεθνική ή ΞΑΕ και μένουν οι αμιγώς εγχώριες εταιρίες, που είναι και η ομάδα αναφοράς. Προκύπτει λοιπόν ότι μια ελληνική εξαγωγική εταιρία είναι κατά 9% [$(e^{0,0856}-1) \times 100=8,9$] πιο παραγωγική από μια αμιγώς εγχώρια. Αντίστοιχα, μια ελληνική πολυεθνική είναι 41% πιο παραγωγική, ενώ μια εταιρία με ένδειξη ΞΑΕ είναι κατά μέσο όρο περίπου 59% πιο παραγωγική από μια εγχώρια.

Επισημαίνεται επίσης ότι η διαφορά παραγωγικότητας μιας ΞΑΕ σε σχέση με μια ελληνική πολυεθνική είναι στατιστικά σημαντική (η διαφορά των συντελεστών, 0,462 και 0,35 αντίστοιχα, είναι στατιστικώς σημαντικά διαφορετική από το 0). Το ενδιαφέρον εδώ είναι ότι φαίνεται σαφώς ότι οι ξένες πολυεθνικές διαθέτουν διαφορετική τεχνολογία/τεχνογνωσία που τις καθιστά πιο παραγωγικές από τις ελληνικές.¹¹ Τέλος, σημειώνεται ότι η μετα-

¹¹ Εδώ πρέπει να σημειωθεί ότι το μέγεθος της εταιρίας παίζει ρόλο για την παραγωγικότητα και ότι οι εξαγωγικές εταιρίες και οι πολυεθνικές είναι σαφώς μεγαλύτερες εταιρίες από τις αμιγώς ελληνικές, αλλά η χρήση των ψευδομεταβλητών δίνει τη δυνατότητα να εξαχθούν πιο ενδιαφέροντα αποτελέσματα.

Πίνακας 1 Παλινδρομήσεις με τη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων

	Όλο το δείγμα (1)	Όλο το δείγμα (2)	Μικρές εταιρίες (3)	Μικρές εταιρίες (4)	Μεγάλες εταιρίες (5)	Μεγάλες εταιρίες (6)
<i>I</i> (K/L)	0,181*** [0,003]	0,181*** [0,003]	0,159*** [0,003]	0,160*** [0,003]	0,275*** [0,006]	0,278*** [0,006]
<i>I</i> (Leverage)	0,012*** [0,001]	0,012*** [0,001]	0,015*** [0,001]	0,016*** [0,001]	-0,005*** [0,001]	-0,004** [0,001]
<i>I</i> (Liquidity)	0,021*** [0,003]	0,022*** [0,003]	0,013*** [0,003]	0,013*** [0,003]	0,040*** [0,005]	0,042*** [0,005]
FDI dum	0,462*** [0,014]		0,440*** [0,018]		0,491*** [0,023]	
FDI maj.dum.		0,538*** [0,016]		0,523*** [0,021]		0,572*** [0,026]
FDI min.dum		0,276*** [0,024]		0,219*** [0,034]		0,324*** [0,034]
FDI FC Spillover	0,262* [0,153]	0,258* [0,153]	0,483*** [0,181]	0,488*** [0,181]	0,02 [0,267]	0,013 [0,267]
MNE domestic	0,350*** [0,026]	0,348*** [0,026]	0,508*** [0,048]	0,507*** [0,048]	0,270*** [0,030]	0,266*** [0,030]
Exporter	0,085*** [0,010]	0,086*** [0,010]	0,085*** [0,011]	0,085*** [0,011]	0,125*** [0,022]	0,125*** [0,022]
Obs.	62.949	62.949	50.866	50.866	12.083	12.083
R2-adj.	0,36	0,36	0,34	0,34	0,52	0,52

Σημείωση: *, ** και *** υποδηλώνουν στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο 10%, 5% και 1% αντίστοιχα. Τα τυπικά σφάλματα δίδονται εντός παρενθέσεων.

βλητή που μετρεί τη διάχυση της τεχνολογίας (FDI FC Spillover) είναι θετική, αλλά στατιστικά σημαντική μόνο στο 10% του επιπέδου στατιστικής σημαντικότητας (confidence level).

Η παλινδρόμηση (2) δείχνει επιπλέον ότι οι ΞΑΕ όπου ο ξένος μέτοχος κατέχει την πλειοψηφία των μετοχών (συνήθως το 100%) είναι και οι εταιρίες που διαφέρουν κατά πολύ στην παραγωγικότητα. Ο λόγος γι' αυτό το φαινόμενο, σύμφωνα με τη βιβλιογραφία που ασχολείται με ΞΑΕ, είναι ο εξής: εάν η ξένη πολυεθνική διαθέτει πιο προηγμένη τεχνολογία και τεχνογνωσία, θα είναι περισσότερο διατεθειμένη να την εφαρμόσει στη θυγατρική της εάν μπορεί να έχει τον απόλυτο έλεγχο και χωρίς να χρειαστεί να μοιραστεί αυτή την τεχνολογία/τεχνογνωσία με έναν εγχώριο συνεταιίρο που μελλοντικά μπορεί να γίνει ανταγωνιστής της.

Τέλος, οι παλινδρομήσεις (3)-(6) αποφέρουν τα εξής ενδιαφέροντα αποτελέσματα: Πρώτον, οι μεγάλες εταιρίες σε σχέση με τις μικρές διαφέρουν ξεκάθαρα ως προς τη συμβολή που έχει το κεφάλαιο ανά εργαζόμενο στην παραγωγικότητα. Σύμφωνα π.χ. με τις παλινδρομήσεις (4) και (6), η διαφορά του συντελεστή 0,278 για τις μεγάλες εταιρίες από το συντελεστή 0,160 για τις μικρές εταιρίες είναι στατιστικά σημαντική.

Δεύτερον, ο αυξημένος δανεισμός για τις μικρές εταιρίες έχει θετικές επιδράσεις στην παραγωγικότητά τους, ενώ για τις μεγάλες εταιρίες έχει αρνητικές επιδράσεις. Ίσως για το δείγμα των μεγάλων εταιριών ο αυξημένος δανεισμός υποδηλώνει εταιρίες με χρόνια προβλήματα και σχετικά χαμηλή παραγωγικότητα.

Τρίτον, οι εταιρίες ΞΑΕ είναι πιο παραγωγικές από τις ελληνικές πολυεθνικές μόνο όταν

πρόκειται για μεγάλες εταιρίες. Όταν πρόκειται για μικρότερες εταιρίες, δεν διαπιστώνονται διαφορές στην παραγωγικότητα ανάμεσα στις ΞΑΕ και τις εγχώριες πολυεθνικές (μολονότι και οι δύο ομάδες είναι πιο παραγωγικές από τις αμιγώς εγχώριες εταιρίες όπως και τις εξαγωγικές). Στην παλινδρόμηση (3), που αφορά μικρές εταιρίες, ο συντελεστής για τις ΞΑΕ είναι 0,44, ενώ ο συντελεστής για τις εγχώριες πολυεθνικές είναι 0,508 (χωρίς όμως η διαφορά να είναι στατιστικά σημαντική). Αντιθέτως, στην παλινδρόμηση (5) ο συντελεστής για τις ΞΑΕ είναι 0,491, ενώ ο συντελεστής για τις εγχώριες πολυεθνικές είναι 0,27 και η διαφορά τους είναι στατιστικά σημαντική. Τα αποτελέσματα αυτά ίσως είναι και μια ένδειξη ότι οι ξένες εταιρίες διαχειρίζονται καλύτερα τις οικονομίες κλίμακας που έχουν.

Επίσης είναι εμφανές ότι η διάχυση τεχνολογίας είναι στατιστικά σημαντική μόνο στις μικρότερες εταιρίες. Το αποτέλεσμα αυτό προκαλεί την περιέργεια και δίνει μια πρώτη ένδειξη ότι η διάχυση τεχνολογίας πιθανόν να μην είναι η ίδια σε όλα τα επίπεδα παραγωγικότητας.¹² Και αυτό επειδή συνήθως οι μεγάλες εταιρίες είναι πιο παραγωγικές λόγω οικονομιών κλίμακας.

Με αφετηρία αυτή την ένδειξη, θα διερευνηθούν στη συνέχεια οι επιδράσεις των ΞΑΕ με την εμπειρική μέθοδο παλινδρόμησης δεκατημορίων (quantile regressions).

5.2 ΜΕΘΟΔΟΣ ΔΕΚΑΤΗΜΟΡΙΩΝ

Με απλά λόγια, με τη μέθοδο δεκατημορίων, θα εκτιμηθούν οι παλινδρομήσεις (1) και (2) του Πίνακα 1 για επιμέρους δεκατημόρια παραγωγικότητας. Με αυτό τον τρόπο οι ερμηνευτικές μεταβλητές μπορούν να έχουν διαφορετικό συντελεστή για κάθε δεκατημόριο παραγωγικότητας.

Πιο συγκεκριμένα, η μέθοδος εκτίμησης δεκατημορίων βασίζεται στην υπόθεση ότι η εξαρτημένη μεταβλητή, η παραγωγικότητα, δεν είναι ταυτόσημα κατανομημένη (identically

distributed) σε όλα τα στοιχεία του δείγματος (στο δικό μας δείγμα, όπου τα διαστρωματικά στοιχεία, δηλαδή οι εταιρίες, υπερτερούν των διαχρονικών, εννοείται ότι η παραγωγικότητα δεν είναι ταυτόσημα κατανομημένη σε όλες τις εταιρίες). Εάν αυτό αληθεύει, ενδέχεται οι εκτιμήσεις με τη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων (OLS) να μην είναι εντελώς αντιπροσωπευτικές.

Το εμπειρικό υπόδειγμα που ορίστηκε στην εξίσωση (2) μπορεί να αναδιατυπωθεί έτσι ώστε να καταγράφει τις παλινδρομήσεις δεκατημορίων. Σε συνοπτική μορφή γίνεται:

$$y_{it} = x'_{it}\beta(q) + e_{it} = Q_q(y_{it}) + e_{it}, \quad 0 < q < 1 \quad (3)$$

όπου το $\beta(q)$ είναι ένα διάνυσμα συντελεστών που θα εκτιμηθούν για μια δεδομένη τιμή του $q \in (0,1)$.

Για λόγους εξοικονόμησης χώρου και για να γίνουν τα αποτελέσματα πιο κατανοητά, δεν παρουσιάζονται πίνακες. Για τις μεταβλητές που μας ενδιαφέρουν λαμβάνονται οι συντελεστές της κάθε παλινδρόμησης δεκατημορίου και ενσωματώνονται σε διαγράμματα. Για τους συντελεστές που είναι στατιστικά σημαντικοί συμπεριλαμβάνονται τα μεγέθη τους που εμφανίζονται με αριθμούς στα διαγράμματα. Οι εκτιμήσεις αρχίζουν από το δεκατημόριο παραγωγικότητας 0,05 και αυξάνονται ανά 0,05 έως το δεκατημόριο 0,95.

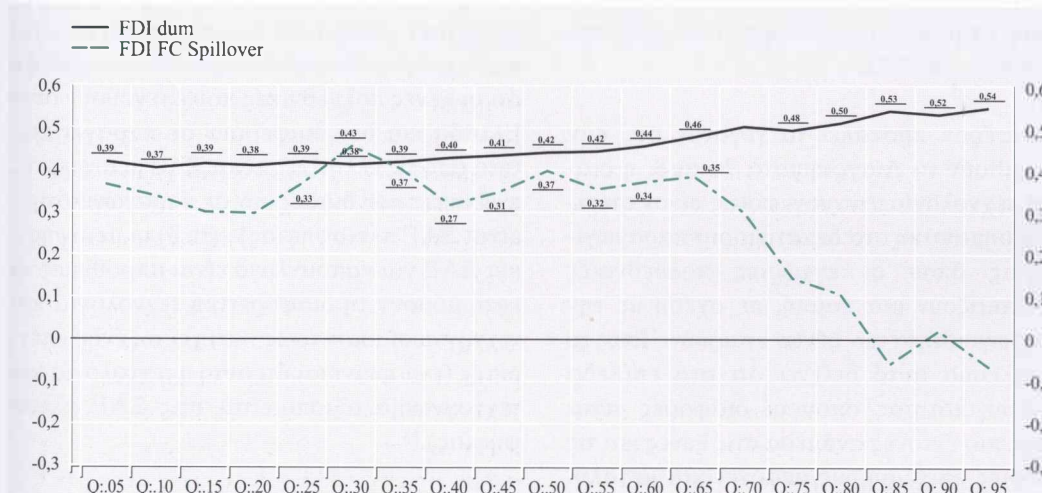
Το Διάγραμμα 7 δίνει μια ιδέα (ανά δεκατημόριο παραγωγικότητας) για τη διαφορά των ΞΑΕ σε σχέση με τις ελληνικές πολυεθνικές. Αφού ληφθεί υπόψη ότι οι επιπτώσεις είναι σε σχέση με την ομάδα αναφοράς που είναι οι αμιγώς εγχώριες εταιρίες, διαπιστώνεται ότι, εκτός από τα χαμηλότερα δεκατημόρια παραγωγικότητας, οι ξένες εταιρίες έχουν μεγαλύτερο πλεονέκτημα σε σχέση με τις ελληνικές λόγω του ότι είναι (και οι μεν και οι δε) πολυεθνικές.

12 Οι Dimelis and Louri (2002) δείχνουν ότι αυτό ισχύει στο δείγμα τους.

Διάγραμμα 7 Παλινδρόμηση δεκατημορίων, ψευδομεταβλητές ΞΑΕ και εγχώριες μεταβλητές



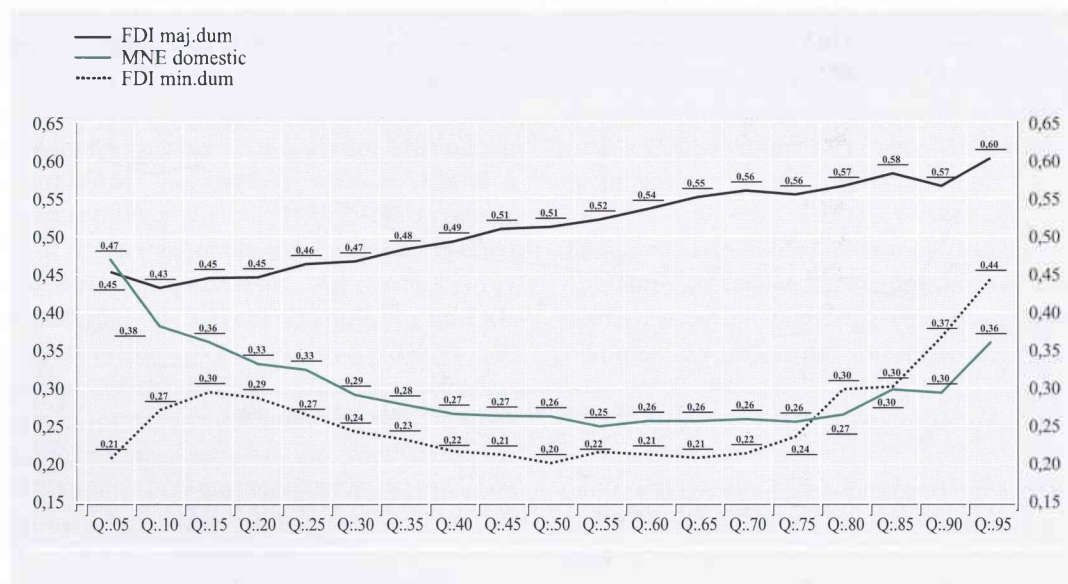
Διάγραμμα 8 Παλινδρόμηση δεκατημορίων, ψευδομεταβλητή ΞΑΕ και η διάχυση της τεχνολογίας



Στο Διάγραμμα 8 φαίνεται ότι η διάχυση τεχνολογίας είναι στατιστικά σημαντική μόνο για τα ενδιάμεσα δεκατημόρια. Μια λογική εξήγηση είναι ότι οι λιγότερο παραγωγικές εταιρίες δεν έχουν τις δυνατότητες να απομειώσουν και να ενσωματώσουν στις δομές

τους την καλύτερη/διαφορετική τεχνολογία και τεχνογνωσία που υπάρχει στις ΞΑΕ, ενώ οι πιο παραγωγικές εταιρίες έχουν ήδη την τεχνολογία και τεχνογνωσία αυτή, έτσι ώστε δεν υπάρχει καμία επίδραση στην παραγωγικότητά τους από την ξένη παρουσία. Αντιθέ-

Διάγραμμα 9 Παλινδρόμηση δεκατημορίων, ψευδομεταβλητές ΞΑΕ πλειοψηφίας, ΞΑΕ μειοψηφίας και εγχώριες πολυεθνικές



τως, οι εταιρίες με μέτρια παραγωγικότητα, οι οποίες έχουν τη δυνατότητα να εφαρμόσουν τις πιο αποδοτικές μεθόδους παραγωγής που υπάρχουν στις ΞΑΕ, υφίστανται θετική επίδραση στην παραγωγικότητά τους από την παρουσία των ΞΑΕ.

Ενδιαφέρον προκαλεί το γεγονός ότι, εάν συγκριθούν τα Διαγράμματα 7 και 8, η διάχυση τεχνολογίας/τεχνογνωσίας είναι στατιστικά σημαντική στα δεκατημόρια παραγωγικότητας όπου οι εγχώριες πολυεθνικές παρουσιάζουν μια καμπή, σε σχέση με την παραγωγικότητα των ξένων εταιριών. Ίσως το αποτέλεσμα αυτό δείχνει ότι στα επίπεδα παραγωγικότητας όπου οι διαφορές είναι κάπως πιο έντονες ανάμεσα στις ξένες και τις εγχώριες επιχειρήσεις υπάρχει και μεγαλύτερη πίεση για αύξηση της παραγωγικότητας.

Τέλος, στο Διάγραμμα 9 φαίνεται ότι το αν η εταιρία είναι ξένη (μέρος ξένης πολυεθνικής) ή ελληνική πολυεθνική έχει σημαντική διαφορά στην παραγωγικότητα μόνο στην περίπτωση που ο ξένος μέτοχος έχει την πλειοψηφία των μετοχών. Αυτή η μεγάλη διαφορά παραγωγικότητας ισχύει για όλα τα δεκατη-

μόρια και δημιουργεί κάποιες εύλογες υποθέσεις. Φαίνεται ότι είτε α) οι ΞΑΕ που γίνονται στην Ελλάδα και στις οποίες ο ξένος μέτοχος έχει τη μειοψηφία των μετοχών δεν διαθέτουν κάποια πιο προηγμένη τεχνολογία και τεχνογνωσία (ωστόσο φαίνεται παράδοξο ότι οι ξένες πολυεθνικές που επενδύουν στην Ελλάδα και δεν διαφέρουν σε παραγωγικότητα από τις ελληνικές είναι ΞΑΕ μειοψηφίας, ενώ αυτές που διαφέρουν σε παραγωγικότητα είναι ΞΑΕ πλειοψηφίας) είτε β) οι μειοψηφικές ΞΑΕ για κάποιο λόγο είναι απρόθυμες να εφαρμόσουν τη διαφορετική τεχνολογία και τεχνογνωσία που ίσως κατέχει ο ξένος επενδυτής (ενώ φαίνεται ότι αυτή η τεχνολογία και τεχνογνωσία αξιοποιείται στις ΞΑΕ πλειοψηφίας).¹³

6 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Με βάση ένα μεγάλο δείγμα ελληνικών εταιριών για τα έτη 2002-2006, διερευνήθηκαν οι

¹³ Υπάρχει και η πιθανότητα οι επενδύσεις μειοψηφίας να έχουν κάποιο άλλο, στρατηγικό ίσως, χαρακτήρα, όπου τα θέματα παραγωγικότητας είναι δευτερευούσης σημασίας.

επιδράσεις που έχουν οι ξένες άμεσες επενδύσεις στην Ελλάδα. Τα αποτελέσματα φαίνεται να δείχνουν ότι οι ξένες εταιρίες, κατά μέσο όρο και σε σχέση με τις αμιγώς εγχώριες, είναι πιο παραγωγικές. Οι διαφορές παραγωγικότητας είναι της τάξεως του 59%. Επίσης, οι ξένες εταιρίες είναι περίπου κατά 18% πιο παραγωγικές από τις ελληνικές πολυεθνικές. Η διαφορά παραγωγικότητας ανάμεσα στις ξένες και τις ελληνικές πολυεθνικές εξαρτάται από το ποσοστό συμμετοχής της ξένης εταιρίας. Οι επενδύσεις που έχουν ποσοστό συμμετοχής 50% ή λιγότερο δεν φαί-

νεται να διαφέρουν σε παραγωγικότητα από τις ελληνικές πολυεθνικές, αλλά διαφέρουν από τις αμιγώς εγχώριες εταιρίες. Τέλος, η παρουσία ξένων άμεσων επενδύσεων φαίνεται να έχει θετική επίδραση στη διάχυση τεχνολογίας στην ελληνική οικονομία. Η διάχυση τεχνολογίας είναι στατιστικά σημαντική για μικρότερες εταιρίες που βρίσκονται στα ενδιάμεσα κλιμάκια παραγωγικότητας. Η συνολική εικόνα είναι ότι οι ξένες άμεσες επενδύσεις έχουν θετική επίδραση, άμεση και έμμεση, στην παραγωγικότητα της ελληνικής οικονομίας.

Πίνακας Α Περιγραφική στατιστική δείγματος για το έτος 2005

	Πάγια κεφάλαια συνολικά	Πάγια κεφάλαια εγχώρια	Πάγια κεφάλαια ΞΑΕ	Απασχό- ληση συνολική	Απασχό- ληση εγχώρια	Απασχό- ληση ΞΑΕ	Πωλήσεις σύνολο	Πωλήσεις εγχώριες	Πωλήσεις ΞΑΕ	Αριθμός εταιριών	Αριθμός εγχώριων εταιριών	Αριθμός ΞΑΕ	Αριθμός ΞΑΕ πλει- οψηφίας	Αριθμός ΞΑΕ μειο- ψηφίας
Γεωργία, αλιεία, ορυχεία και λατομεία	1.010	955	51	11.085	10.346	739	1.600	1.490	106	243	233	10	4	6
Μεταποιητικές βιομηχανίες	26.600	22.300	4.320	246.631	216.084	30.547	44.500	33.400	11.100	4.128	3.895	233	150	83
Παροχή ηλεκτρικού ρεύματος, αερίου, νερού και κατασκευές	20.300	20.000	363	70.606	68.932	1.674	10.100	9.850	298	789	758	31	23	8
Χονδρικό εμπόριο	10.500	8.120	2.340	199.335	158.500	40.834	60.800	43.800	17.000	4.170	3.742	428	347	81
Ξενοδοχεία	7.060	6.590	476	64.289	60.022	4.266	3.070	2.830	240	1.591	1.540	51	35	16
Μεταφορές	18.500	17.900	614	44.250	40.491	3.758	5.020	4.380	639	614	547	67	43	24
Διαχείριση ακινήτων	11.300	10.700	636	67.550	58.051	9.499	6.330	5.450	872	1.203	1.035	168	112	56
Δημόσια διοίκηση, εκπαίδευση και υγεία	4.730	4.590	136	28.594	26.725	1.869	1.680	1.540	137	370	361	9	3	6
Άλλες	2.180	2.000	184	16.929	15.627	1.302	5.810	5.550	258	291	267	24	12	12
Σύνολο	102.180	93.155	9.120	749.267	654.778	94.489	138.910	108.290	30.650	13.399	12.378	1.021	729	292

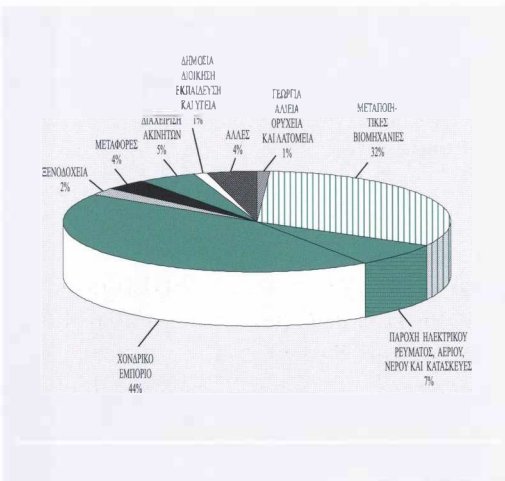
Πηγή: ICAP.
Σημείωση: Πάγια κεφάλαια και πωλήσεις σε εκατομμύρια ευρώ. Όπου αναφέρεται “εγχώρια” νοούνται εγχώριες εταιρίες, όπου αναφέρεται “ΞΑΕ” νοούνται εταιρίες με ξένη συμμετοχή άνω του 10%.

Πίνακας Β Περιγραφική στατιστική δείγματος για το έτος 2005, μέσοι όροι ανά εταιρία

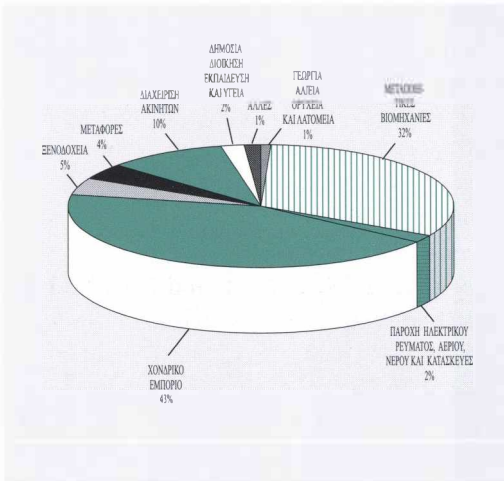
	Πάγια κεφάλαια συνολικά	Πάγια κεφάλαια εγχώρια	Πάγια κεφάλαια ΞΑΕ	Απασχόληση συνολική	Απασχόληση εγχώρια	Απασχόληση ΞΑΕ	Πωλήσεις σύνολο	Πωλήσεις εγχώριες	Πωλήσεις ΞΑΕ
Γεωργία, αλιεία, ορυχεία και λατομεία	4,2	4,1	5,1	45,6	44,4	73,9	6,6	6,4	10,6
Μεταποιητικές βιομηχανίες	6,4	5,7	18,5	59,7	55,5	131,1	10,8	8,6	47,6
Παροχή ηλεκτρικού ρεύματος, αερίου, νερού και κατασκευές	25,7	26,4	11,7	89,5	90,9	54,0	12,8	13,0	9,6
Χονδρικό εμπόριο	2,5	2,2	5,5	47,8	42,4	95,4	14,6	11,7	39,7
Ξενοδοχεία	4,4	4,3	9,3	40,4	39,0	83,7	1,9	1,8	4,7
Μεταφορές	30,1	32,7	9,2	72,1	74,0	56,1	8,2	8,0	9,5
Διαχείριση ακινήτων	9,4	10,3	3,8	56,2	56,1	56,5	5,3	5,3	5,2
Δημόσια διοίκηση, εκπαίδευση και υγεία	12,8	12,7	15,1	77,3	74,0	207,7	4,5	4,3	15,2
Άλλες	7,5	7,5	7,7	58,2	58,5	54,3	20,0	20,8	10,8
Σύνολο	7,6	7,5	8,9	55,9	52,9	92,5	10,4	8,7	30,0

Πηγή: ICAP.
Σημείωση: Όπου αναφέρεται “εγχώρια” νοούνται εγχώριες εταιρίες, όπου αναφέρεται “ΞΑΕ” νοούνται εταιρίες με ξένη συμμετοχή άνω του 10%.

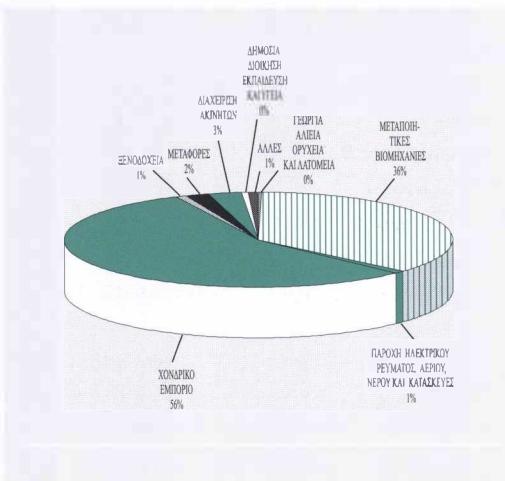
Διάγραμμα Α Πωλήσεις ανά κλάδο



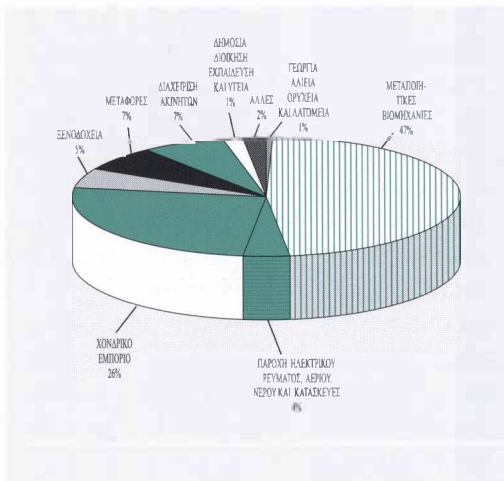
Διάγραμμα Β Απασχόληση ΞΑΕ ανά κλάδο



Διάγραμμα Γ Πωλήσεις ΞΑΕ ανά κλάδο



Διάγραμμα Δ Πάγια κεφάλαια ΞΑΕ ανά κλάδο



ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Α. ΕΛΛΗΝΙΚΗ

Τράπεζα της Ελλάδος (2006), *Νομισματική Πολιτική 2006 – Ενδιάμεση Έκθεση*, Πλαίσιο IV.1.

Β. ΞΕΝΟΓΛΩΣΣΗ

- Aitken, B.J. and A.E. Harrison (1999), "Do domestic firms benefit from foreign direct investment? Evidence from Venezuela", *American Economic Review*, 89, 605-18.
- Alfaro, L. and A. Rodríguez-Clare (2004), "Multinationals and linkages: An empirical investigation", *Economía*, 4:2, 113-169.
- Blomström, M. and A. Kokko (1998), "Multinational corporations and spillovers", *Journal of Economic Surveys*, 12, 247-277.
- Braconier, H., K. Ekholm and K.H. Midelfart-Knarvik (2001), "In search of FDI-transmitted R&D spillovers: A study based on Swedish data", *Weltwirtschaftliches Archiv*, 137, 644-665.
- Caballero, R. (1997), "Aggregate investment", NBER Working Paper 6264.
- Caves, R.E. (1996), *Multinational enterprise and economic analysis*, Cambridge University Press, Cambridge.
- Conyon, M.J., S. Girma, S. Thompson and P. Wright (2002), "The productivity and wage effect of foreign acquisition in the United Kingdom", *Journal of Industrial Economics*, 50, 85-102.
- Criscuolo, C. and R. Martin (2004), "Multinationals and US productivity leadership: Evidence from Great Britain", CERIBA discussion paper, Centre for Research into Business Activity, UK.
- Dimelis, S. and H. Louri (2002), "Foreign ownership and production efficiency: A quantile regression analysis", *Oxford Economic Papers*, 54, 449-469.
- Dimelis, S. and H. Louri (2004), "Foreign direct investment and technology spillovers: which firms really benefit?", *Review of World Economics*, 140(2), 230-253.
- Djankov, S. and B. Hoekman (2000), "Foreign investment and productivity growth in Czech enterprises", *World Bank Economic Review*, 14, 49-64.
- Girma, S. and K. Wakelin (2001), "Regional underdevelopment: Is FDI the solution? A semi-parametric analysis", GEP Research Papers, 2001/11, University of Nottingham.
- Griffith, R., S.J. Redding and H. Simpson (2003), "Productivity convergence and foreign ownership at the establishment level", CEPR Working paper 3765.
- Haddad, M. and A.E. Harrison (1993), "Are there positive spillovers from direct foreign investment?", *Journal of Development Economics*, 42, 51-74.
- Haskel, J. E., S.C. Pereira and M.J. Slaughter (2007), "Does inward foreign direct investment boost the productivity of domestic firms?", *The Review of Economics and Statistics*, 89, 482-496.
- Helpman, E., M.J. Melitz and S.R. Yeaple (2004), "Export versus FDI with heterogeneous firms", *American Economic Review*, 94, 300-316.
- Hubbard, G. (1998), "Capital market imperfections and investment", *Journal of Economic Literature*, 36, 193-225.
- Javorcik, B.S. (2004), "Does foreign direct investment increase the productivity of domestic firms? In search of spillovers through backward linkages", *American Economic Review*, 94, 605-627.
- Javorcik, B.S. and M. Spatareanu (2008), "To share or not to share: Does local participation matter for spillovers from foreign direct investment?", *Journal of Development Economics*, 85, 194-217.
- Keller, W. (2004), "International Technology Diffusion", *Journal of Economic Literature*, 42, 752-782.
- Keller, W. and S. Yeaple (υπό δημοσίευση), "Multinational Enterprises, International Trade, and Productivity Growth: Firm-Level Evidence from the United States", *Review of Economics and Statistics*.

- Konings, J. (2001), "The effects of foreign direct investment on domestic firms", *Economics of Transition*, 9, 619-633.
- Liu, Z. (2008), "Foreign direct investment and technology spillovers: Theory and evidence", *Journal of Development Economics*, 85, 176-193.
- Markusen, J.R. (2002), *Multinational Firms and the Theory of International Trade*, The MIT Press, Cambridge, MA.
- Nickel S., S. Wadhani and M. Wall (1992), "Productivity growth in U.K. companies, 1975-1986", *European Economic Review*, 36, 1055-1091.

ΚΕΡΔΟΣΚΟΠΙΚΕΣ ΕΠΙΘΕΣΕΙΣ ΣΤΗ ΔΡΑΧΜΗ ΚΑΙ Η ΜΕΤΑΒΑΣΗ ΣΤΟ ΕΥΡΩ*

Τάσος Αναστασάτος
Eurobank EFG**

Κωνσταντίνα Μάνου
Διεύθυνση Οικονομικών Μελετών

Ι ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η ένταξη της Ελλάδος στην Οικονομική και Νομισματική Ένωση (ΟΝΕ) την 1/1/2001 σήμανε τη μεταβίβαση της αρμοδιότητας για την άσκηση της νομισματικής και συναλλαγματικής πολιτικής από την Τράπεζα της Ελλάδος προς το Ευρωσύστημα. Παράλληλα, η υιοθέτηση του ευρώ, με τη θέση του σε κυκλοφορία την 1/1/2002, σηματοδότησε το τέλος της ιστορικής διαδρομής της δραχμής ως εθνικού νομίσματος. Τα οφέλη, αλλά και το όποιο κόστος, από αυτό το ιστορικής σημασίας γεγονός αναμένεται να κατανεμηθούν σε έναν μακρό χρονικό ορίζοντα και επομένως η πλήρης αποτίμησή τους δεν θα είναι δυνατή πριν από την πάροδο ικανού αριθμού ετών. Ένα από τα σημαντικότερα οφέλη εκτιμάται ότι είναι η εξάλειψη του συναλλαγματικού κινδύνου στις συναλλαγές με τα υπόλοιπα κράτη-μέλη της ευρωζώνης και η σταθεροποίηση των προσδοκιών όσον αφορά την εξέλιξη της ονομαστικής συναλλαγματικής ισοτιμίας έναντι των υπόλοιπων νομισμάτων. Όχημα για την επίτευξη αυτού του στόχου είναι η αξιόπιστη δέσμευση της ΕΚΤ για τη διατήρηση της σταθερότητας των τιμών στη ζώνη του ευρώ μέσω της πολιτικής επιτοκίων και άλλων πολιτικών. Το γεγονός αυτό, σε συνδυασμό με το μεγάλο ειδικό βάρος της ΕΚΤ στις διεθνείς αγορές και τη δυνατότητά της να διαθέσει μεγάλα συναλλαγματικά αποθέματα για την προάσπιση του ευρώ, ουσιαστικά εξαλείφει τον κίνδυνο έκθεσης της Ελλάδος σε κερδοσκοπικές επιθέσεις εναντίον του νομίσματος. Η Ελλάδα έχει πληρώσει κατά το παρελθόν σημαντικό τίμημα από τέτοιες επιθέσεις, με τη μορφή αστάθειας στις αγορές συναλλάγματος και κεφαλαίων και της συνεπαγόμενης επιβράδυνσης του ρυθμού αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ. Το τίμημα αυτό θα ήταν πιθανώς πολύ μεγαλύτερο εάν η Τράπεζα της Ελλάδος δεν είχε εφαρμόσει,

κατά γενική ομολογία με επιτυχία, μέτρα και πολιτικές πρόληψης και άμυνας έναντι τέτοιων κερδοσκοπικών επιθέσεων.

Η διεθνής βιβλιογραφία προτείνει μια πληθώρα θεωρητικών υποδειγμάτων τα οποία επιχειρούν να ερμηνεύσουν τις κερδοσκοπικές επιθέσεις σε καθεστώτα σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών ή πιο ευέλικτα καθεστώτα, τους υπολανθάνοντες μηχανισμούς που τις προκαλούν και τις προσδιοριστικές τους παραμέτρους. Όπως εξηγείται στο τμήμα 3, τα υποδείγματα δεν συναινούν στην ύπαρξη μιας μοναδικής ακολουθίας αλληλεξαρτώμενων γεγονότων που αλλάζουν τη δυναμική μιας οικονομίας, και ειδικότερα της αγοράς συναλλάγματος, και οδηγούν σε κερδοσκοπικές επιθέσεις. Αντιστοίχως, και οι εμπειρικές έρευνες δεν χαρακτηρίζονται από γενική επιτυχία στην πρόβλεψη επερχόμενων κρίσεων. Ένας μικρός αριθμός μελετών έχει ασχοληθεί με τις κερδοσκοπικές πιέσεις που έχει δεχθεί σε διάφορες μεμονωμένες περιστάσεις η δραχμή.

Στόχος του παρόντος άρθρου είναι η ιστορική επισκόπηση των κερδοσκοπικών επιθέσεων εναντίον της δραχμής από το 1960 έως και την εισαγωγή του ευρώ, η εμπειρική αποτίμηση των προσδιοριστικών παραμέτρων αυτών των επιθέσεων και η αξιολόγηση του ρόλου της Τράπεζας της Ελλάδος στην αντιμετώπισή τους. Επαγωγικά, δίνεται και ένα μέτρο των αντίστοιχων πλεονεκτημάτων για την Ελλάδα από την εισαγωγή του ευρώ. Η δυναμική ανά-

- * Οι συγγραφείς ευχαριστούν τους Γεώργιο Ταβλά, Γεώργιο Συμιγιάνη, Γεώργιο Χονδρογιάννη και, ιδιαιτέρως, την Heather Gibson για τα πολύτιμα σχόλιά τους. Πιθανά λάθη που παραμένουν βαρύνουν τους συγγραφείς. Η παρούσα μελέτη εκφράζει προσωπικές απόψεις και δεν απηχεί αναγκαστικά τις απόψεις της Τράπεζας της Ελλάδος.
- ** Η παρούσα μελέτη καταρτίστηκε όταν ο Τ. Αναστασάτος υπηρετούσε στη Διεύθυνση Οικονομικών Μελετών της Τράπεζας της Ελλάδος.

λυση των επιθέσεων και πιέσεων που δέχθηκε η δραχμή μεταπολεμικά είναι επιθυμητή για δύο λόγους. Αφενός, επιτρέπει την εξαγωγή συμπερασμάτων για τη φύση των εσωτερικών μακροοικονομικών και χρηματοοικονομικών ανισορροπιών που έδωσαν αφορμή για τις κατά καιρούς επιθέσεις. Αφετέρου, βοηθά να αποτιμηθεί η διαχρονική διαφοροποίηση των παραμέτρων στις οποίες εστιαζόταν το ενδιαφέρον των διεθνών αγορών μέσω της αλληλεπίδρασης των ελληνικών ιδιομορφιών με τη διεθνή οικονομική συγκυρία. Σε ένα μεταβαλλόμενο διεθνές περιβάλλον, το οποίο χαρακτηρίζεται από ολοένα μεγαλύτερη αλληλεξάρτηση και από χρηματοοικονομικά πλεονάσματα που αναζητούν επενδυτικές και κερδοσκοπικές ευκαιρίες, ενδιαφέρει ιδιαίτερα να διερευνηθεί η πιθανότητα αύξησης του ρόλου των προσδοκιών στις πιο πρόσφατες κρίσεις και της διεθνούς μετάδοσης των κρίσεων (contagion) σε βαθμό που δεν δικαιολογείται από το επίπεδο των θεμελιωδών μεγεθών. Η αποτίμηση αυτών των παραγόντων μπορεί να ενδιαφέρει ιδιαίτερος τα νέα κράτη-μέλη της ΕΕ τα οποία επιθυμούν την ένταξή τους στην ευρωζώνη.

Προς τους σκοπούς αυτούς, χρησιμοποιούνται υποδείγματα διακριτών μεταβλητών (Limited Dependent Variable Models) με πολλούς μακροοικονομικούς, χρηματοοικονομικούς και πολιτικούς δείκτες ως ανεξάρτητες μεταβλητές. Διερευνάται η ύπαρξη δομικών διαφορών μεταξύ των κερδοσκοπικών επιθέσεων ανάλογα με το είδος των μακροοικονομικών και άλλων ανισορροπιών που τις προκάλεσαν, την εποχή κατά την οποία ενέσκησαν οι κρίσεις, το μέγεθός τους και κατά πόσον αυτές οι επιθέσεις επέτυχαν να προκαλέσουν υποτίμηση του νομίσματος ή αποκρούστηκαν επιτυχώς από την Τράπεζα της Ελλάδος.

Το κεντρικό συμπέρασμα της μελέτης είναι ότι οι κερδοσκοπικές επιθέσεις κατά της δραχμής έως και τις αρχές της δεκαετίας του 1990 συνδέονται με παραμέτρους της ανταγωνιστικότητας της οικονομίας και με τα νομισματικά μεγέθη. Κατόπιν, η προσπάθεια ικανοποίησης των κριτηρίων του Μάαστριχτ επέφερε μία

δομική αλλαγή στη νομισματική πολιτική, ώστε οι όποιες διαταραχές προέκυψαν περισσότερο λόγω της μετάδοσης διεθνών κρίσεων. Επιπροσθέτως, οι υποτιμήσεις συσχετίζονται με βαθύτερες δομικές ανισορροπίες, σε αντίθεση με τις πιέσεις που αποκρούστηκαν από την Τράπεζα της Ελλάδος, οι οποίες προέκυψαν περισσότερο από εφήμερες προσδοκίες της αγοράς.

Το υπόλοιπο άρθρο είναι δομημένο ως εξής: το τμήμα 2 εξετάζει το πλαίσιο άσκησης της νομισματικής πολιτικής και τα καθεστώτα συναλλαγματικής ισοτιμίας της δραχμής κατά την περίοδο 1960-2000 και, συναρτήσει αυτών, περιγράφει τα διάφορα επεισόδια κερδοσκοπικών πιέσεων. Το τμήμα 3 επιχειρεί μια επισκόπηση των θεωρητικών υποδειγμάτων και εμπειρικών προσεγγίσεων εξήγησης των κερδοσκοπικών επιθέσεων, με ιδιαίτερη αναφορά στις μελέτες που εξετάζουν την περίπτωση της Ελλάδος. Το τμήμα 4 περιγράφει τη μεθοδολογία της προσέγγισής μας, τη θεωρητική θεμελίωση των χρησιμοποιούμενων μεταβλητών και τα στοιχεία που χρησιμοποιήθηκαν. Το τμήμα 5 παρουσιάζει τα κυριότερα αποτελέσματα και τους ελέγχους ευαισθησίας αυτών. Το τμήμα 6 συγκεφαλαιώνει και προτείνει τα συμπεράσματα για την άσκηση πολιτικής που προκύπτουν από τα ευρήματά μας.

2 ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ, ΚΑΘΕΣΤΩΤΑ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΗΣ ΙΣΟΤΙΜΙΑΣ ΤΗΣ ΔΡΑΧΜΗΣ ΚΑΙ ΚΕΡΔΟΣΚΟΠΙΚΕΣ ΠΙΕΣΕΙΣ

Αυτό το τμήμα επισκοπεί τη συναλλαγματική πολιτική στην Ελλάδα από το 1960 έως την ένταξη στη ζώνη του ευρώ το 2001 εντός του γενικότερου πλαισίου της άσκησης της νομισματικής πολιτικής, με ιδιαίτερη αναφορά στις περιπτώσεις κερδοσκοπικών επιθέσεων στη δραχμή. Ο Πίνακας 1 συνοψίζει τις χρονικές στιγμές οι οποίες, με βάση την παρακάτω ανάλυση των στοιχείων που συλλέχθηκαν από διάφορες πηγές, κατηγοριοποιήθηκαν ως “κερδοσκοπική πίεση” εναντίον της δραχμής, επιτυχής ή αποκρουσθείσα. Βάσει αυτών κατασκευάστηκε και ένας ad hoc δείκτης εντοπι-

Πίνακας 1 Χρονολόγιο κύριων συναλλαγματικών γεγονότων της δραχμής

Περίοδος	Γεγονότα στην αγορά συναλλάγματος	Ένδειξη δείκτη ¹
Νοέμβριος 1963	Πολιτική αστάθεια, απόσυρση ιδιωτικών καταθέσεων από τις εμπορικές τράπεζες και έξαρση της ζήτησης χρυσών λιρών.	ΚΠ
Ιούλιος 1964	Όξυνση των ελληνοτουρκικών σχέσεων, με συνέπειες όπως του Νοεμβρίου 1963.	ΚΠ
Αύγουστος 1971	Κατάργηση του συστήματος του Bretton Woods. Σύνδεση της δραχμής με το δολάριο ΗΠΑ με ισοτιμία 30 δρχ./δολάριο.	Η
Μάρτιος 1975	Αποσύνδεση της δραχμής από το δολάριο και σύνδεσή της με δέση νομισμάτων. Πολιτική ταχείας ή ελεγχόμενης (1980-1982) διολίσθησης της δραχμής.	Η
Ιανουάριος 1983	Υποτίμηση κατά 16% έναντι του δολαρίου και 15,5% έναντι του ECU.	ΚΠ*
Οκτώβριος 1985	Υποτίμηση κατά 15% έναντι του ECU στο πλαίσιο σταθεροποιητικού προγράμματος με ορίζοντα δύο ετών.	ΚΠ*
1985-1987	Ταχεία διολίσθηση της δραχμής (sliding).	Η
Μάρτιος 1989	Προσδοκίες υποτίμησης και πιέσεις λόγω εποχικών επιδράσεων και των εκλογικών αποτελεσμάτων του Ιουνίου του 1989 που δεν επέτρεψαν τη δημιουργία αυτοδύναμης κυβέρνησης, πωλήσεις συναλλαγματικών διαθεσίμων.	ΚΠ
Μάρτιος 1990	Πιέσεις λόγω της περαιτέρω επιδείνωσης των μακροοικονομικών ανισορροπιών και της προεκλογικής αβεβαιότητας, παρέμβαση της ΤτΕ στις χρηματοπιστωτικές αγορές και άνοδος επιτοκίων.	ΚΠ
Σεπτέμβριος 1992	Κρίση του Ευρωπαϊκού Νομισματικού Συστήματος (ΕΝΣ), προσδοκίες για υποτίμηση της δραχμής, εκροή κεφαλαίων στο εξωτερικό. Η ΤτΕ αυξάνει τα επιτόκια υπεραναλήψεως των τραπεζών.	ΚΠ
Οκτώβριος 1993	Πιέσεις εξαιτίας της προεκλογικής αβεβαιότητας και των υπερβάσεων στα δημοσιονομικά ελλείμματα. Η ΤτΕ αυξάνει τα επιτόκια της διατραπεζικής αγοράς.	ΚΠ
Μάιος 1994	Πιέσεις εν όψει της απελευθέρωσης της κίνησης κεφαλαίων. Η ΤτΕ αυξάνει τα επιτόκια (διατραπεζικής αγοράς, παρέμβασης).	ΚΠ
Μάρτιος 1995	Πιέσεις στις διεθνείς αγορές. Βραχύβια επιτάχυνση της διολίσθησης της δραχμής έναντι του ECU.	ΚΠ
Νοέμβριος 1997	Πιέσεις λόγω μετάδοσης της κρίσης της Νοτιοανατολικής Ασίας, επιδείνωσης του ελλείμματος τρεχουσών συναλλαγών και του εξωτερικού χρέους και προσδοκιών των αγορών για ένταξη της δραχμής στο Μηχανισμό Συναλλαγματικών Ισοτιμιών του ΕΝΣ με υποτίμηση. Η ΤτΕ αυξάνει τα επιτόκια υπεραναλήψεως και παρεμβαίνει εκτεταμένα στην αγορά συναλλάγματος.	ΚΠ
Μάρτιος 1998	Φήμες και πιέσεις αναγκάζουν την ΤτΕ να επισπεύσει την ένταξη της δραχμής στον ΜΣΙ του ΕΝΣ με κεντρική ισοτιμία 357 δρχ./ECU (δηλ. υποτιμημένη ως προς το ECU κατά 12,3%) και με περιθώρια διακύμανσης ± 15%.	ΚΠ*
Αύγουστος 1998	Εκροές κεφαλαίων εξαιτίας της αναδιάρθρωσης των χαρτοφυλακίων διεθνών επενδυτών που επλήγησαν από τη χρηματοπιστωτική αναταραχή στη Ρωσία. Η ΤτΕ αυξάνει τα διατραπεζικά επιτόκια.	ΚΠ
1 Ιανουαρίου 1999	Ένταξη της δραχμής στον ΜΣΙ II με κεντρική ισοτιμία έναντι του ευρώ 353,109 δρχ./ευρώ και περιθώρια διακύμανσης ± 15%.	Η
Νοέμβριος 1999	Πιέσεις λόγω αμφιβολιών για την έγκαιρη ικανοποίηση του κριτηρίου του πληθωρισμού καθώς και της αβεβαιότητας ως προς το αν η κεντρική ισοτιμία δραχμής/ευρώ θα είναι και η ισοτιμία μετατροπής της δραχμής στο τέλος του 2000.	Η
Ιανουάριος 2000	Ανατίμηση της κεντρικής ισοτιμίας της δραχμής κατά 3,5% (στις 340,750 δρχ./ευρώ) ώστε να περιοριστεί η απαιτούμενη υποτίμηση.	Η
Ιανουάριος 2002	Τα τραπεζογραμμάτια και κέρματα ευρώ τίθενται σε κυκλοφορία, αντικαθιστώντας τη δραχμή.	Η

* Τα περιστατικά αυτά κατέληξαν σε υποτίμηση ή έντονη διολίσθηση. Στις υπόλοιπες περιπτώσεις “ΚΠ”, οι πιέσεις απορροφήθηκαν από την Τράπεζα της Ελλάδος.

1 “ΚΠ”: Κερδοσκοπική πίεση, “Η”: Ηρεμία (απουσία επίθεσης ή εκούσια υποτίμηση).

σμού κρίσεων, ο οποίος αποτελεί την αφετηρία της εμπειρικής ανάλυσης και μέτρο σύγκρισης για τους δείκτες μέτρησης των κρίσεων που κατασκευάστηκαν από τα στοιχεία.

Το 1953 η δραχμή υποτιμήθηκε κατά 50% και συνδέθηκε με το δολάριο με ισοτιμία 30 δρχ./δολάριο, εισερχόμενη στο σύστημα του

Bretton Woods. Κατά τη Λαζαρέτου (2009), αυτή η επιλογή, σε συνδυασμό με μία επιτυχή δημοσιονομική εξυγίανση και περιοριστική νομισματική και οικονομική πολιτική, οδήγησαν σε ένα σταθερό περιβάλλον χαμηλού και προβλέψιμου πληθωρισμού (μέσος όρος 2,4%, με μικρή διακύμανση, την περίοδο 1953-73). Αυτό έδωσε ώθηση στην ανάληψη επενδύσεων

και στη διατήρηση υψηλών ρυθμών οικονομικής ανάπτυξης, σε συνδυασμό και με την παράλληλη απελευθέρωση του εσωτερικού και εξωτερικού εμπορίου, η οποία συνέβαλε στη βελτίωση της διεθνούς ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας.

Ωστόσο, η Ελλάδα δεν απέφυγε εντελώς επείσοδια πιέσεων επί της δραχμής κατά τη διάρκεια της παραμονής της εντός του συστήματος Bretton Woods. Αυτή την περίοδο, οι κρίσεις εκδηλώνονταν με τη μαζική ανάληψη ιδιωτικών καταθέσεων από τις εμπορικές τράπεζες και μεταδίδονταν στην αγορά συναλλάγματος μέσω της επακόλουθης έξαρσης της ζήτησης χρυσών λιρών. Η πρώτη τέτοια περίπτωση παρουσιάστηκε το Νοέμβριο του 1963 και διήρκεσε μέχρι τον Ιανουάριο του 1964. Όπως αναφέρουν οι Αλογοσκούφης και Λαζαρέτου (2002), η πολιτική αστάθεια που ακολούθησε την εκλογική νίκη της Ένωσης Κέντρου είχε συνέπεια τη μείωση του ρυθμού αύξησης των καταθέσεων και τη φυγή κεφαλαίων στο εξωτερικό. Η Τράπεζα της Ελλάδος αναγκάστηκε να πωλήσει σε ένα τρίμηνο περίπου 3,4 εκατομμύρια χρυσές λίρες. Μία δεύτερη νομισματική κρίση εκδηλώθηκε μεταξύ Ιουλίου και Οκτωβρίου του 1964, λόγω της όξυνσης των ελληνοτουρκικών σχέσεων και του βομβαρδισμού της Κύπρου από την Τουρκία. Η Τράπεζα της Ελλάδος, προκειμένου να στηρίξει τη δραχμή, πώλησε 3,6 εκατομμύρια χρυσές λίρες το εξάμηνο Μαΐου-Οκτωβρίου 1964.

Η κατάργηση του κανόνα του Bretton Woods τον Αύγουστο του 1971 σήμανε τη στροφή της παγκόσμιας οικονομίας προς τις κυμαινόμενες ισοτιμίες, παρέχοντας στις αρχές κάθε χώρας αυτονομία στην άσκηση νομισματικής πολιτικής. Η δραχμή αποσυνδέθηκε από το αμερικανικό δολάριο και ακολούθησε καθεστώς διακύμανσης έναντι δέσμης νομισμάτων το Μάρτιο του 1975. Η μεγάλη αύξηση των τιμών του πετρελαίου και των πρώτων υλών το 1973 και το 1979 εκτόξευσε τον πληθωρισμό στην Ελλάδα, όπως και παγκοσμίως, σε διψήφια ποσοστά. Ενώ όμως μετά τη δεύτερη πετρελαϊκή κρίση οι περισσότερες βιομηχανικές

χώρες έθεσαν ως πρωταρχικό στόχο της οικονομικής πολιτικής τους την αποκλιμάκωση του πληθωρισμού και κατόρθωσαν στις αρχές τις δεκαετίας του 1980 να τον επαναφέρουν σε μονοψήφια ποσοστά, στην Ελλάδα εφαρμόστηκε επεκτατική νομισματική πολιτική έως τις αρχές του 1982, σύμφωνα με την Έκθεση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος για το 1983 (σελ. 31). Όπως αναφέρουν και οι Γκαργκάνας και Ταβλός (2002), η εφαρμογή πολιτικής νομισματικών στόχων (για το M0 για πρώτη φορά το 1975 και κυρίως για το M3 από τις αρχές της δεκαετίας του 1980) με παράλληλη παρακολούθηση της εγχώριας πιστωτικής επέκτασης και της συναλλαγματικής ισοτιμίας δεν ήταν αποτελεσματική ως προς τη μείωση του πληθωρισμού. Έτσι, η παράλληλη ταχεία διολίσθηση του νομίσματος κατέστη αναγκαία προκειμένου να αντισταθμιστούν οι επιδράσεις των μισθολογικών αυξήσεων στη διεθνή ανταγωνιστικότητα της εγχώριας οικονομίας.

Πρέπει επίσης να τονιστεί ότι η αποτελεσματικότητα της νομισματικής πολιτικής υπονομευόταν και από τη δυσκαμψία με την οποία λειτουργούσε το χρηματοπιστωτικό σύστημα και τους πολλαπλούς περιορισμούς του. Το χρηματοπιστωτικό σύστημα στην Ελλάδα μέχρι και τις αρχές του 1990 ήταν αυστηρά ελεγχόμενο ώστε να εξυπηρετεί συγκεκριμένους στόχους όπως τη δυνατότητα χρηματοδότησης του δημόσιου τομέα με χαμηλό κόστος, την παροχή κινήτρων για ανάπτυξη συγκεκριμένων τομέων της οικονομίας — κυρίως του αγροτικού — και την αποθάρρυνση, όταν κρινόταν αναγκαίο, της πιστωτικής επέκτασης. Κύριο εργαλείο άσκησης πολιτικής, εκτός των περιορισμών και της επιλεκτικής χορήγησης πιστώσεων, ήταν ο έλεγχος των επιτοκίων καταθέσεων και δανείων.

Την περίοδο από τον Ιούνιο του 1980 έως το τέλος του 1982 επιλέχθηκε η ελεγχόμενη υποτίμηση της δραχμής, ώστε να διατηρηθεί η ανταγωνιστικότητα των ελληνικών προϊόντων χωρίς να τροφοδοτούνται οι πληθωριστικές πιέσεις. Ωστόσο, ο πληθωρισμός την περίοδο 1980-85 παρέμεινε κατά μέσο όρο στο 20%. Η θέση της αναδιανομής του εισοδήματος υπέρ

των ασθενέστερων τάξεων του πληθυσμού ως προτεραιότητας της οικονομικής πολιτικής, σε συνδυασμό με τον υπέρογκο δανεισμό του Δημοσίου, οδήγησε σε μεγάλα δημοσιονομικά ελλείμματα και ανισορροπία στο ισοζύγιο πληρωμών. Επίσης, η καθιέρωση της Αυτόματης Τιμαριθμικής Αναπροσαρμογής (ΑΤΑ) των μισθών το 1982 συνέβαλε καθοριστικά στη συντήρηση των πληθωριστικών προσδοκιών.

Ο υψηλός πληθωρισμός και το γεγονός ότι το ποσοστό της υποτίμησης δεν αντιστάθμιζε πλήρως τις διαφορές του πληθωρισμού οδήγησαν στην ανατίμηση της πραγματικής συναλλαγματικής ισοτιμίας και την απώλεια ανταγωνιστικότητας. Κατόπιν πιέσεων, επιδιώχθηκε να αναπληρωθεί αυτή η απώλεια με την υποτίμηση της δραχμής κατά 16% έναντι του αμερικανικού δολαρίου και 15,5% έναντι του ECU στις αρχές του 1983. Το ανταγωνιστικό μειονέκτημα όμως επέμενε, με αποτέλεσμα το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών να φθάνει το 10% του ΑΕΠ το 1985 και η οικονομία να εμφανίζει συμπτώματα στασιμότητας. Υπό αυτές τις συνθήκες η δραχμή υποτιμήθηκε εκ νέου κατά 15% έναντι του ECU στις 11 Οκτωβρίου του 1985. Η υποτίμηση οδήγησε σε βελτίωση της ανταγωνιστικότητας. Για να αντιμετωπιστούν οι όποιες πληθωριστικές πιέσεις από την υποτίμηση, η κυβέρνηση ανακοίνωσε αντιπληθωριστική πολιτική με την εφαρμογή ενός σταθεροποιητικού προγράμματος διετούς ορίζοντα. Η εισοδηματική πολιτική αποτέλεσε σημαντικό μέρος αυτού του προγράμματος. Οι Γκαργκάνας και Ταβλός (2002) εκτιμούν ότι το πρόγραμμα συνέβαλε στη βελτίωση του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών και στη μείωση του πληθωρισμού.

Προφανώς είναι δύσκολο να αποφανθεί κάποιος κατά πόσον οι προαναφερθείσες υποτιμήσεις ήταν προϊόν πιέσεων ή εθελούσιες πράξεις πολιτικής. Θα μπορούσαν ίσως, σε ένα βαθμό, να ιδωθούν ως προληπτικές ενέργειες με σκοπό την αποτροπή γενικευμένης επίθεσης, δεδομένων των μακροοικονομικών ανισορροπιών που καθιστούσαν το επίπεδο της συναλλαγματικής ισοτιμίας μη διατηρήσιμο.

Το πρόγραμμα σταθεροποίησης της οικονομίας δεν συνεχίστηκε μετά το 1987. Παράλληλα ωστόσο, από τις αρχές του 1987 άρχισε σταδιακά να απελευθερώνεται η λειτουργία των χρηματοπιστωτικών αγορών, επιτρέποντας την υιοθέτηση έμμεσων εργαλείων νομισματικού ελέγχου. Οι προσδοκίες υποτίμησης της δραχμής και η πίεση στην αγορά συναλλάγματος επανέκαμψαν μεταξύ Μαρτίου και Απριλίου του 1989 με αφορμή κάποιες εποχικές επιδράσεις, συγκεκριμένα υψηλά ελλείμματα του ισοζυγίου πληρωμών, που παρατηρούνται τους πρώτους μήνες του χρόνου. Η υπολανθάνουσα αιτία ασφαλώς ήταν οι εμμένουσες διαφορές πληθωρισμού με τους εμπορικούς εταίρους της χώρας. Οι προσδοκίες για υποτίμηση υποδαυλίστηκαν περαιτέρω από τα εκλογικά αποτελέσματα του Ιουνίου του 1989, που δεν επέτρεψαν τη δημιουργία αυτοδύναμης κυβέρνησης. Η Τράπεζα της Ελλάδος ανταποκρίθηκε με μαζικές πωλήσεις συναλλαγματικών διαθεσίμων και αυξήσεις των επιτοκίων παρέμβασης και κατάφερε να συγκρατήσει τη διολίσθηση της μέσης σταθμισμένης ισοτιμίας της δραχμής για το 1989 στα επίπεδα του 7,1%, ποσοστό που υπολείπονταν του πληθωρισμού.

Ωστόσο, οι πληθωριστικές πιέσεις επανέκαμψαν διεθνώς λόγω της ανόδου των τιμών του πετρελαίου το 1990 και της οικονομικής ανάκαμψης των βιομηχανικών χωρών. Εγγυωρώς, οι μακροοικονομικές ανισορροπίες επιδεινώθηκαν περαιτέρω και κλίμα αβεβαιότητας επικράτησε κατά την προεκλογική περίοδο. Συνδυαστικά όλες αυτές οι παράμετροι οδήγησαν σε ισχυρές πιέσεις στις αγορές συναλλάγματος και στις χρηματοπιστωτικές αγορές και το δεύτερο δεκαπενθήμερο του Μαρτίου 1990. Η Τράπεζα της Ελλάδος, σύμφωνα με την Έκθεση του Διοικητή για το 1990, προκειμένου να μην αποκλίνει από τους περιοριστικούς νομισματικούς και πιστωτικούς στόχους που είχε εξαγγείλει το Φεβρουάριο του 1990, πραγματοποίησε παρεμβάσεις στις χρηματοπιστωτικές αγορές με αντικειμενικό σκοπό να ελέγξει τη ρευστότητα των τραπεζών και την πιστωτική τους επέκταση. Τα μέτρα που υιοθέτησε οδήγησαν σε αύξηση των επιτοκίων

των τραπεζικών δανείων κατά 1-1,5 ποσοστιαίες μονάδες και συνέβαλαν στην άμβλυνση των έντονων συναλλαγματικών πιέσεων.

Την ίδια περίπου περίοδο, άρχισαν συντονισμένες προσπάθειες της ελληνικής κυβέρνησης και της Τράπεζας της Ελλάδος για την εκπλήρωση των κριτηρίων που έθετε η Συνθήκη του Μάαστριχτ (που υπογράφηκε το Φεβρουάριο του 1992 και τέθηκε σε ισχύ το Νοέμβριο του 1993) για την είσοδο στο Ευρωπαϊκό Νομισματικό Σύστημα (ΕΝΣ) και ακολουθώντας το κοινό νόμισμα. Τα μέτρα στόχευαν κυρίως στη μείωση του πληθωρισμού, των δημοσιονομικών ελλειμμάτων και του δημόσιου χρέους.

Η κρίση του ΕΝΣ το Σεπτέμβριο του 1992 επηρέασε και την Ελλάδα, αλλά χωρίς να την συμπαράσχει σε κατάρρευση της ισοτιμίας. Δημιουργήθηκαν προσδοκίες για υποτίμηση της δραχμής, με αποτέλεσμα σημαντική εκροή κεφαλαίων προς το εξωτερικό και αντίστοιχο περιορισμό της ρευστότητας. Η Τράπεζα της Ελλάδος, προκειμένου να μετριάσει τις πιέσεις στην αγορά συναλλάγματος, αύξησε το επιτόκιο υπεραναλήψεων των τραπεζών από τον τρεχούμενο λογαριασμό τους στην Τράπεζα από 30% σε 40%. Τελικώς, οι πιέσεις σε όλες τις ευρωπαϊκές χώρες εκτονώθηκαν με τη διεύρυνση των ορίων διακύμανσης του ΕΝΣ από $\pm 2,5\%$ σε $\pm 15\%$ τον Αύγουστο του 1993.

Πιέσεις στη συναλλαγματική ισοτιμία της δραχμής παρουσιάστηκαν εκ νέου το Σεπτέμβριο και τον Οκτώβριο του 1993 εξαιτίας της αβεβαιότητας που επικρατούσε κατά την προεκλογική περίοδο, αλλά και των μεγάλων υπερβάσεων στις δανειάκες ανάγκες του δημόσιου τομέα σε σύγκριση με τις αντίστοιχες προβλέψεις του κρατικού προϋπολογισμού. Πάλι η Τράπεζα της Ελλάδος κατέφυγε σε αυξήσεις των επιτοκίων της διατραπεζικής αγοράς προκειμένου να μετριάσει τις πιέσεις αυτές, όπως αναφέρει η Έκθεση του Διοικητή για το 1993.

Παρά ταύτα, τα μέτρα για την εκπλήρωση των κριτηρίων του Μάαστριχτ τελικώς απέδωσαν.

Ο συνδυασμός περιοριστικής εισοδηματικής πολιτικής και χαμηλού ρυθμού ανάπτυξης (ο μέσος ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ ήταν 1%) συνέβαλε στη δραστική μείωση του πληθωρισμού από 20% σε 11% την περίοδο 1991-1994. Ο Zonzilos (2000) έδειξε εμπειρικά ότι η πληθωριστική διαδικασία υπέστη μια διαρθρωτική μεταβολή κατά το πρώτο ήμισυ της δεκαετίας του 1990. Αυτή η μετάβαση προς ένα καθεστώς χαμηλότερου πληθωρισμού μετρίασε μεν την ένταση των πιέσεων επί της δραχμής, αλλά δεν φαίνεται να απέτρεψε τη συσσώρευση πραγματικής ανατίμησης. Ο λόγος είναι πως, στο πλαίσιο της αντιπληθωριστικής πολιτικής, η Τράπεζα της Ελλάδος σε συνεργασία με την κυβέρνηση έθεσε από τον Ιανουάριο του 1991 ως στόχο της πολιτικής της συναλλαγματικής ισοτιμίας το ποσοστό διολίσθησης της δραχμής να μην αντισταθμίζει πλήρως τη διαφορά εγχώριου πληθωρισμού και του πληθωρισμού των χωρών της Ευρωπαϊκής Ένωσης (Αλογοσκούφης και Λαζαρέτου, 2002).

Οι πιέσεις στη δραχμή επανέκαμψαν το Μάιο του 1994, ενώ πλησίαζε η καταληκτική ημερομηνία της 1ης Ιουλίου 1994 που είχε τεθεί από την ΕΕ για την πλήρη απελευθέρωση της κίνησης κεφαλαίων. Ήδη από τις αρχές του 1994 είχε καταργηθεί η δυνατότητα προνομιακού δανεισμού της κυβέρνησης από τις τράπεζες, σύμφωνα με τις επιταγές της Συνθήκης του Μάαστριχτ. Η αγορά προσδοκούσε όμως ότι η πλήρης απελευθέρωση θα συνοδευόταν από εντονότερη διολίσθηση της δραχμής ή ακόμη και εφάπαξ υποτίμηση, θεωρώντας ότι είχε συσσωρευθεί πραγματική ανατίμηση η οποία έπρεπε να εξαλειφθεί για να εισέλθει η δραχμή στο ΕΝΣ με μια ανταγωνιστική ισοτιμία. Ερωτήματα επίσης εγείρονταν σχετικά με την ικανότητα της κυβέρνησης να αποπληρώσει το διογκούμενο εξωτερικό χρέος. Ως αποτέλεσμα, σημειώθηκαν εκροές κεφαλαίων. Για την αντιμετώπιση αυτού του φαινομένου, οι αρμόδιες αρχές προχώρησαν απροειδοποίητα στην πλήρη απελευθέρωση της κίνησης κεφαλαίων στις 16 Μαΐου. Η Τράπεζα της Ελλάδος αναχαίτισε τις πιέσεις με δραστική αύξηση του παρεμβατικού επιτοκίου

και επιβολή πρόσθετης ημερησίας επιβάρυνσης 0,4% στο κόστος δανεισμού των πιστωτικών ιδρυμάτων μέσω υπεραναλήψεων από τους τρεχούμενους λογαριασμούς τους στην Τράπεζα της Ελλάδος. Η επιβολή πρόσθετης ημερησίας επιβάρυνσης έφερε το αντίστοιχο ετήσιο επιτόκιο υπεραναλήψεων στο 180%, καθιστώντας το δανεισμό σε δραχμές εντελώς ασύμφορο. Τα μέτρα αυτά ήταν επιτυχή και είχαν αποτέλεσμα την επιστροφή των κεφαλαίων και, εν συνεχεία, την επάνοδο των επιτοκίων στα προ της κρίσης επίπεδα και την υπεραντισταθμισμό της όποιας υποτίμησης είχε προκληθεί από την πίεση που ασκήθηκε μέχρι τα μέσα Ιουνίου.

Το 1995 η Τράπεζα της Ελλάδος ανακοίνωσε για πρώτη φορά ποσοτικό στόχο σε ετήσια βάση για τη συναλλαγματική ισοτιμία της δραχμής, συγκεκριμένα υποτίμηση 3% περίπου μεταξύ αρχής και τέλους του έτους. Η χρήση της ισοτιμίας ως “άγκυρας” για τη νομισματική πολιτική επισημοποιήθηκε έτσι και έγινε γνωστή ως πολιτική της “σκληρής δραχμής”. Οι απότομες διακυμάνσεις στη διάρκεια του 1995 αποφεύχθηκαν, αλλά το Μάρτιο σημειώθηκε επιτάχυνση της διολίσθησης. Η Έκθεση του Διοικητή για το έτος 1995 (σελ. 33) αποδίδει αυτό το γεγονός στις ιδιαίτερα έντονες πιέσεις που εκδηλώθηκαν στις διεθνείς αγορές συναλλάγματος. Εφαπτήριο αυτών των πιέσεων ήταν η πολιτική αβεβαιότητα που επικρατούσε στην Ευρώπη σχετικά με το χρόνο έναρξης της νομισματικής ένωσης. Επίσης, η διαδικασία της δημοσιονομικής προσαρμογής προκαλούσε αντιδράσεις αλλά και πραγματικές επιδράσεις στις οικονομίες, προερχόμενες από την ανεπαρκή οικονομική σύγκλιση μεταξύ ορισμένων κρατών-μελών, κυρίως όσον αφορά τα δημοσιονομικά μεγέθη. Οι πιέσεις πάντως ήταν βραχύβιες και δεν άφησαν τα ίχνη τους στα στοιχεία.

Η εκδήλωση της κρίσης στη Νοτιοανατολική Ασία το 1997 σήμανε επίμονες κερδοσκοπικές πιέσεις στη δραχμή που διήρκεσαν 10 μήνες, επιφέροντας σημαντικές εκροές κεφαλαίων. Οι Μπρισίμης κ.ά. (2002) υποστηρίζουν ότι στην εγχώρια αγορά είχαν ήδη από τα μέσα του 1997

καλλιεργηθεί προσδοκίες ότι η δραχμή είναι υπερτιμημένη. Οι προσδοκίες αυτές είχαν τροφοδοτηθεί από την ανατίμηση της πραγματικής ισοτιμίας, το υψηλό έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών (4% του ΑΕΠ το 1997) και το υψηλό εξωτερικό χρέος της χώρας (μόνο το δημόσιο ακαθάριστο εξωτερικό χρέος ανερχόταν σε 24% του ΑΕΠ το 1997) σε συνδυασμό με τον υψηλό ρυθμό αύξησης των ημερομισθίων. Ο Thomopoulos (2004) αναφέρει ότι κάποιες επενδυτικές τράπεζες κοινοποιούσαν εκτιμήσεις πως η δραχμή ήταν υπερτιμημένη έως και 28%. Ο ίδιος εκτιμά την πραγματική ανατίμηση η οποία είχε συσσωρευθεί κατά τα τρία προηγούμενα έτη από την πολιτική της “σκληρής δραχμής” με την παράλληλη επιμονή των μακροχρόνιων διαφορών μεταξύ εγχωρίων και διεθνών επιπέδων τιμών στα επίπεδα του 10%, λαμβανομένης υπόψιν της επίδρασης Balassa-Samuelson και άλλων παραγόντων. Εν πάση περιπτώσει, σε αυτό το κλίμα η αντιμετώπιση των πιέσεων από την Τράπεζα της Ελλάδος κατέστησε αναγκαία τη λήψη μέτρων αντίστοιχων σε μορφή και έκταση με αυτά που είχαν ληφθεί στην κρίση του 1994. Η μετάδοση της κρίσης της Ασίας όμως ανέδειξε την αναδυόμενη σημασία των χρηματοοικονομικών δεσμών και αλληλεξαρτήσεων. Πολλά ξένα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα προχώρησαν σε ρευστοποιήσεις των θέσεών τους σε ελληνικά κρατικά ομόλογα και άλλες επενδύσεις για να καλύψουν απώλειες στην αγορά της Ασίας.

Οι φήμες και οι πιέσεις επέμεναν ωστόσο παρά την εξομάλυνση στην Ασία. Ο λόγος κατά τους Βορίδη κ.ά. (2003) ήταν ότι ο στόχος της ένταξης στη ζώνη του ευρώ το 2001 έθετε ως χρονικό όριο για την είσοδο της δραχμής στον ΜΣΙ το Μάιο του 1998. Τμήμα των αγορών ανέμενε ότι η είσοδος στον ΜΣΙ θα συνοδευόταν από υποτίμηση της δραχμής για να διορθωθεί το έλλειμμα ανταγωνιστικότητας από τη συσσωρευμένη υπερτίμηση. Για να εκτονωθεί η ένταση στην αγορά συναλλάγματος, η κυβέρνηση αναγκάστηκε να επισπεύσει (Βορίδης κ.ά., 2003, σελ. 36) τελικά την είσοδο της δραχμής στον ΜΣΙ, η οποία πραγματοποιήθηκε στις 16 Μαρτίου 1998, με κεντρική ισοτιμία που καθορίστηκε σε 357

δρχ. ανά ECU και με περιθώρια διακύμανσης $\pm 15\%$. Η εν λόγω ισοτιμία αντιστοιχεί σε υποτίμηση της δραχμής κατά $12,3\%$ έναντι της συναλλαγματικής ισοτιμίας που είχε προσδιοριστεί στο πέρας των συναλλαγών την προτελευταία ημέρα πριν από την είσοδο στον ΜΣΙ. Η αναπροσαρμογή αυτή τερμάτισε την περίοδο των κερδοσκοπικών πιέσεων και την εκροή κεφαλαίων και θεωρήθηκε αναγκαία και ικανή συνθήκη ώστε η ένταξη της δραχμής στον ΜΣΙ να μην προκαλέσει επιβράδυνση της οικονομικής ανάπτυξης στην Ελλάδα ούτε να θέσει σε κίνδυνο το ισοζύγιο πληρωμών. Οι Γκαργκάνας και Ταβλός (2002) εκτιμούν ότι μια παράλληλη τραπεζική κρίση αποφεύχθηκε λόγω της γενικά καλής κατάστασης του ελληνικού τραπεζικού τομέα. Αποδίδουν δε αυτή την τραπεζική ευρωστία στη σφύρα ρυθμιστική και εποπτική δραστηριότητα της Τράπεζας της Ελλάδος.

Το Μάιο του 1998 το προεξοφλητικό επιτόκιο έπαυσε να υφίσταται όταν καταργήθηκε αυτός ο τρόπος αναχρηματοδότησης, αφού δεν υπήρχε αντίστοιχος στο πλαίσιο του Ευρωσστήματος. Ανεξαρτήτως αυτού, οι Γκαργκάνας και Ταβλός (2002) σημειώνουν ότι η είσοδος της δραχμής στον ΜΣΙ αποκατέστησε την ηρεμία στις αγορές και οδήγησε σε σημαντικές εισροές κεφαλαίων αυξάνοντας τα συναλλαγματικά διαθέσιμα σε αμερικανικά δολάρια. Η κεντρική τράπεζα, στην προσπάθειά της να μετριάσει τις εισροές αυτές, εφάρμοσε πολιτική απορρόφησης της πλεονάζουσας ρευστότητας μέσω παρεμβάσεων στη διατραπεζική αγορά. Παράλληλα, επέτρεπε στη δραχμή να παραμένει ανατιμημένη σε σχέση με την κεντρική ισοτιμία της στον ΜΣΙ σε ένα εύρος της τάξεως του $6,5-9\%$. Ο Γκαργκάνας (2008) τονίζει ότι οι πληθωριστικές πιέσεις ή το ενδεχόμενο ύφεσης μετά την υποτίμηση που συνόδευσε την είσοδο στον ΜΣΙ αποφεύχθηκαν λόγω και της αξιοπιστίας την οποία είχε ήδη κατακτήσει ο ΜΣΙ, αλλά και των συνεπών με το στόχο της συμμετοχής στο ΜΣΙ δημοσιονομικών πολιτικών και πολιτικών στην αγορά εργασίας.

Η κρίση της Ρωσίας στο τέλος Αυγούστου του 1998 ωστόσο ήρθε να διαταράξει την ηρεμία

και να επιφέρει την προσωρινή αύξηση των διατραπεζικών επιτοκίων και τη μείωση της ανατίμησης της δραχμής στο 4% , όπως αναφέρουν οι Μπρισίμης κ.ά. (2002). Η *Ενδιάμεση Έκθεση Νομισματικής Πολιτικής* της Τράπεζας της Ελλάδος (Νοέμβριος 1998, σελ. 16) εκτιμά ότι η κρίση είχε επίδραση στη ρευστότητα στις ελληνικές κεφαλαιαγορές, αν και σε μικρότερο βαθμό από την κρίση της Ασίας, επιφέροντας εντούτοις μεγάλη αύξηση της μεταβλητότητας των αποδόσεων. Σημειώθηκαν εκροές κεφαλαίων από διεθνείς επενδυτές οι οποίοι αναδιάρθρωσαν τα χαρτοφυλάκια τους ώστε να αντισταθμίσουν ζημιές που υπέστησαν στη ρωσική αγορά.

Την 1η Ιανουαρίου 1999 η δραχμή εισήλθε στον ΜΣΙ II με κεντρική ισοτιμία 353,109 έναντι του ευρώ και περιθώρια διακύμανσης $\pm 15\%$. Στο τέλος του έτους ωστόσο οι πιέσεις στην αγορά συναλλάγματος επαναλήφθηκαν, όπως σημειώνουν και οι Γκαργκάνας και Ταβλός (2002), αν και με μικρότερη ένταση εν σχέσει προς αυτές που εκδηλώθηκαν πριν από τη συμμετοχή της δραχμής στον ΜΣΙ. Αφορμή αποτέλεσαν οι αμφιβολίες που δημιουργήθηκαν για την έγκαιρη ικανοποίηση του κριτηρίου του πληθωρισμού, καθώς και η αβεβαιότητα για το αν η κεντρική ισοτιμία δραχμής/ευρώ θα είναι και η ισοτιμία μετατροπής της δραχμής στο τέλος του 2000. Στις 14 Ιανουαρίου 2000 η δραχμή ήταν 6% ανατιμημένη ως προς την κεντρική ισοτιμία της, γεγονός που καθιστούσε την προσαρμογή της προς αυτήν μέσα στο 2000 επιζήμια ως προς τη συγκράτηση του πληθωρισμού. Γι' αυτό το λόγο στις 17 Ιανουαρίου 2000, λιγότερο από δύο χρόνια μετά την είσοδο της δραχμής στον ΜΣΙ, ανατιμήθηκε η κεντρική ισοτιμία της δραχμής κατά $3,5\%$ σε 340,75 δρχ./ευρώ. Έτσι περιορίστηκε η απαιτούμενη υποτίμηση σε $2,6\%$, από 6% που θα ήταν αναγκαία εφόσον η κεντρική ισοτιμία της δραχμής παρέμενε αμετάβλητη. Στις 19 Ιουνίου 2000 το Συμβούλιο ECOFIN ενέκρινε την είσοδο της Ελλάδος στην ευρωζώνη, με ημερομηνία έναρξης την 1η Ιανουαρίου 2001. Την 1/1/2002, τα τραπεζογραμμάτια και κέρματα ευρώ τέθηκαν σε κυκλοφορία και στην Ελλάδα, αντικαθιστώντας τη δραχμή.

3.1 ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΚΑΙ ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Μια συναλλαγματική κρίση μπορεί να οριστεί ως μια περίπτωση ακραίας κερδοσκοπικής πίεσης στην αγορά συναλλάγματος ως αποτέλεσμα αιφνίδιας και ευμεγέθους αλλαγής της συνθέσεως των χαρτοφυλακίων των ιδιωτών, οι οποίοι προσπαθούν να αποκομίσουν οφέλη ή να αποσοβήσουν απώλειες από: α) μια αναμενόμενη αλλαγή της ισοτιμίας του νομίσματος ή β) από μεταβολές ισοτιμιών άλλων νομισμάτων στα οποία έχουν τοποθετήσει. Η πίεση συχνά ακολουθείται από μια απότομη υποτίμηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας, αλλά ενίοτε αποκρούεται από την κεντρική τράπεζα, η οποία στην προσπάθειά της να υπερασπιστεί το νόμισμα αυξάνει δραματικά τα επιτόκια ή/και πωλεί συναλλαγματικά διαθέσιμα.

Η διεθνής βιβλιογραφία προσφέρει διαφορετικές ερμηνείες για τη φύση των κερδοσκοπικών επιθέσεων και τους μηχανισμούς που τις συνδέουν με βασικά οικονομικά και πολιτικά μεγέθη. Αυτοί οι μηχανισμοί ορίζουν και τις πιθανότητες επιτυχίας μιας επίθεσης, όπως και τη δριμύτητα των επιπτώσεών της. Οι κρίσεις ποικίλλουν διαχρονικά ως προς τη συμπτωματολογία τους και τις ανισορροπίες που έχουν συνδεθεί μαζί τους. Η επισκόπηση των Flood and Marion (1998) δείχνει ότι τα περισσότερα κλασικά υποδείγματα ερμηνεύουν τις ιδιαιτερότητες των συγκεκριμένων επεισοδίων τα οποία στάθηκαν αφορμή για την ανάπτυξη κάθε υποδείγματος.

Η απαρχή της βιβλιογραφίας είναι τα “Υποδείγματα Πρώτης Γενεάς” (εφεξής ΥΠΓ).¹ Σύμφωνα με τα ΥΠΓ, βασική αιτία όλων των κρίσεων αποτελεί η ασυνέπεια μεταξύ μιας επεκτατικής εγχώριας πολιτικής και των δύσκαμπτων συναλλαγματικών στόχων. Αναλυτικότερα, οι κρίσεις υποκινούνται από την προτεραιότητα που δίδει μια κυβέρνηση στην αυστηρή τήρηση ενός εξωγενώς καθοριζόμενου στόχου πολιτικής. Στο αρχικό υπόδειγμα του Krugman (1979) ο πρωταρχικός στόχος είναι η εξυπηρέτηση ενός σταθερά αυξανόμενου δημοσιονομικού ελλείμματος. Η χρη-

ματοδότηση του ελλείμματος με έκδοση χρήματος από την κεντρική τράπεζα, σε συνδυασμό με την ανάγκη για διατήρηση σταθερής συνολικής προσφοράς χρήματος, οδηγεί στη σταδιακή εξάντληση των συναλλαγματικών διαθεσίμων. Οι κερδοσκόποι διαβλέπουν το αναπόφευκτο της υποτίμησης και επιτίθενται πριν από την εξάντληση των συναλλαγματικών διαθεσίμων για να προλάβουν κεφαλαιακές ζημιές. Παρόλο που το πλαίσιο είναι ντετερμινιστικό, μπορεί να επιτρέψει εναλλαγή επιθέσεων και ανάκτηση εμπιστοσύνης αν υπάρχει αβεβαιότητα ως προς το μέγεθος των συναλλαγματικών διαθεσίμων που οι κυβερνήσεις προτίθενται να διαθέσουν για την άμυνα του νομίσματος.

Τα “Υποδείγματα Δεύτερης Γενεάς” (εφεξής ΥΔΓ)² συσχετίζουν εμμέσως την εκδήλωση μιας κρίσης με την ευρωστία των μακροοικονομικών μεγεθών μιας οικονομίας. Αναλυτικότερα, όπως και στα ΥΠΓ, οι ασυνήθιστα υψηλές τιμές ορισμένων μεταβλητών μπορούν να παροτρύνουν τις κυβερνήσεις να εφαρμόσουν επεκτατική νομισματική πολιτική και κατά συνέπεια να θέσουν σε κίνδυνο τη σταθερή συναλλαγματική ισοτιμία. Εντούτοις, η δυσκολία της διατήρησης ενός καθεστώτος σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών έγκειται στη μικρή εμπιστοσύνη της αγοράς ως προς το εφικτό αυτού του στόχου παρά στην ασυνέπεια καθαυτή μεταξύ των ακολουθούμενων πολιτικών. Οι πληθωριστικές προσδοκίες ενσωματώνονται στους μισθούς και επηρεάζουν αρνητικά τα μακροοικονομικά μεγέθη. Αυτό αυξάνει την επίδραση όποιας δυσμενούς διαταραχής (shock) της ζήτησης προκύψει, ενισχύοντας έτσι τα κίνητρα της κυβέρνησης προς υποτίμηση. Αυτή η αμφίδρομη σχέση αλληλεπίδρασης συνεπάγεται ότι το κόστος

1 Οι Salant and Henderson (1978) χρησιμοποίησαν το υπόδειγμα του Hotelling (1931) σχετικά με την τιμολόγηση εξαντλήσιμων πόρων για να μελετήσουν επιθέσεις στην καθοριζόμενη από την κυβέρνηση τιμή του χρυσού. Ο Krugman (1979) εφάρμοσε την αρχή αυτή σε σταθερές συναλλαγματικές αξίες. Οι Flood and Garber (1984) βελτίωσαν περαιτέρω το υπόδειγμά του. Βλ. Agenor et al. (1992) για μια επισκόπηση.
2 Τα ΥΔΓ βασίζονται σε επεκτάσεις των υποδειγμάτων διαχρονικής ασυνέπειας (time inconsistency) της νομισματικής πολιτικής των Kydland and Prescott (1977) και Barro and Gordon (1983). Το πιο αντιπροσωπευτικό ίσως είναι αυτό του Obstfeld (1994).

υπεράσπισης της συναλλαγματικής ισοτιμίας εξαρτάται και από ενδογενείς μεταβλητές. Κατ' ακολουθίαν, κάθε ισορροπία είναι "εύθραυστη", επειδή οι προσδοκίες μπορεί να είναι αυτοεκπληρούμενες και καθίστανται δυνατά πολλαπλά σημεία ισορροπίας (multiple equilibria) της συναλλαγματικής ισοτιμίας. Συνάγεται λοιπόν ότι δεν μπορούν να χαρακτηριστούν όλες οι κρίσεις από μία και μόνη ακολουθία γεγονότων. Οποιαδήποτε μεταβλητή (π.χ. αυξήσεις των βραχυπρόθεσμων πραγματικών επιτοκίων, ανεργία, κυβερνητικές αλλαγές) μπορεί να λειτουργήσει ως προειδοποιητικό σήμα συγχρονισμού προσδοκιών, να πυροδοτήσει προσδοκίες υποτίμησης και συνεπώς να δημιουργήσει κρίση, εφόσον η αγορά πιστεύει ότι αυτή η μεταβλητή είναι σχετική. Ακόμη και ένα φαινομενικά ασήμαντο γεγονός μπορεί να αλλάξει την αντίληψη της αγοράς και να αποτελέσει το έναυσμα για κερδοσκοπική επίθεση, αν θεωρηθεί ότι είναι το αποκορύφωμα μιας μακροχρόνιας οικονομικής και πολιτικής δυσχέρειας.

Τα αποκαλούμενα "Υποδείγματα Τρίτης Γενεάς" (εφεξής ΥΤΓ) δίνουν έμφαση στην αλληλεπίδραση ανάμεσα στις συναλλαγματικές κρίσεις και τις χρηματοπιστωτικές αγορές. Πρόσφατα επεισόδια και ιδιαίτερα η ασιατική κρίση του 1997-98 κατέστησαν εμφανή τη σχέση μεταξύ των δύο και έφεραν στο προσκήνιο έννοιες όπως ηθικός κίνδυνος (moral hazard) και αντίστροφη επιλογή (adverse selection).³ Οι ατέλειες των χρηματοπιστωτικών αγορών συνδυασμένες με την παροχή ρητών ή έμμεσων εγγυήσεων από την κυβέρνηση προς τις τράπεζες μπορεί να οδηγήσουν σε υπερβολικό και επισφαλή δανεισμό. Κατά συνέπεια, εξωγενείς διαταραχές (π.χ. μια μεγάλη χρεοκοπία, ύφεση, χρηματιστηριακή κατάρρευση, πολιτική αστάθεια ή δημιουργία πανικού στις τράπεζες) μπορεί να εξελιχθούν σε μια γενικότερη χρηματοπιστωτική διαταραχή και να διαδοθούν ακολούθως στις αγορές συναλλάγματος.

Όλες οι προαναφερθείσες θεωρητικές προσεγγίσεις αντιλαμβάνονται τις συναλλαγματικές κρίσεις ως περιπτώσεις ασυνέχειας στην

αγορά συναλλάγματος, αλλά ερμηνεύουν τις απότομες κινήσεις που συμβαίνουν κατά τη διάρκεια των κρίσεων ως συνεπείς με τη συμπεριφορά κερδοσκοπών με μελλοντικό προσανατολισμό (forward-looking). Ενδεχόμενη απόρριψη του θεωρητικού πλαισίου γύρω από την εμφάνιση, την έκταση, τη χρονική στιγμή και τη μετάδοση των κρίσεων από την εμπειρική ανάλυση θα έθετε υπό αμφισβήτηση την εγκυρότητα της υπόθεσης των ορθολογικών προσδοκιών και την αντιμετώπιση της συναλλαγματικής ισοτιμίας ως τιμολόγησης ενός κεφαλαιακού στοιχείου. Ατυχώς, η εμπειρική βιβλιογραφία δεν έχει κατορθώσει να τεκμηριώσει μια πειστική σχέση ανάμεσα στις κρίσεις και στα θεμελιώδη οικονομικά μεγέθη. Αυτό ενίσχυσε αντιλήψεις ότι οι αγορές κυριαρχούνται από ένστικτα και αυτοεκπληρούμενες προσδοκίες. Εάν αυτό είναι αληθές, θα είναι πρακτικά αδύνατο να προβλεφθεί η ακριβής χρονική στιγμή των κρίσεων, ίσως όμως μπορεί να ανιχνευθεί μια ζώνη ευπάθειας.⁴ Τα εμπειρικά ευρήματα λοιπόν μπορούν να θεωρηθούν ως ένας έλεγχος της εγκυρότητας των θεωρητικών προβλέψεων, ενώ παράλληλα παρέχουν ένα εργαλείο για την πρόβλεψη, διαχείριση και απόκρουση των κρίσεων.

Η αναγνώριση των συναλλαγματικών κρίσεων είναι δυσχερής, διότι η όλη διαδικασία διαφοροποιείται ανά επεισόδιο και εμπλέκονται αρκετοί μακροοικονομικοί δείκτες. Αυτή η ποικιλομορφία εξωτερικών γνωρισμάτων, η οποία υποκίνησε διαφορετικές θεωρητικές προσεγγίσεις, θέτει υπό αμφισβήτηση την ύπαρξη ικανοποιητικού βαθμού ομοιότητας ανάμεσα στις υπολανθάνουσες δομικές παραμέτρους των κρίσεων. Παρά ταύτα, η επιτυχής πρόβλεψη μελλοντικών κρίσεων εξαρτάται σημαντικά από την απάντηση στο ερώτημα κατά πόσον όλες οι κρίσεις χαρακτηρίζονται

³ Αυτές οι έννοιες είχαν χρησιμοποιηθεί νωρίτερα από συγγραφείς όπως οι Mishkin (1992, 1996), Calvo and Mendoza (1997), Caplin and Leahy (1994) σε ένα γενικότερο πλαίσιο των υποδειγμάτων ασύμμετρης πληροφόρησης (asymmetric information models).
⁴ Σε μια τέτοια περίπτωση θα μπορούσε επίσης να προβλεφθεί η ένταση του πλήγματος που θα επιφέρει μια κρίση σε διαφορετικές χώρες, ως συνάρτηση της ευαισθησίας τους σε διαταραχές, όπως μια παγκόσμια κάμψη της εμπιστοσύνης.

από κοινές κινητήριες δυνάμεις, έτσι ώστε γενικεύσεις βασιζόμενες σε προηγούμενη εμπειρία να είναι εφικτές.

Για να δοθεί απάντηση στο παραπάνω ερώτημα, απαιτείται μια εμπειρική προσέγγιση η οποία να ερευνά συστηματικά τη φύση των σχέσεων που συνδέει τις κρίσεις με τα μακροοικονομικά μεγέθη με ένα κοινό τρόπο και να ποσοτικοποιεί το βαθμό στον οποίο οι κρίσεις είναι όμοιες και, κατά συνέπεια, προβλέψιμες. Οι πρώτες εμπειρικές μελέτες, όπως αυτές των Blanco and Garber (1986) ή των Cumby and van Wijnbergen (1989), δεν πληρούν αυτό το κριτήριο, αφού αναλύουν καταρρεύσεις συγκεκριμένων σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών. Τα επεισόδια αυτά δεν είναι κατ' ανάγκην αντιπροσωπευτικά των υποκείμενων πληθυσμών επεισοδίων έντονης υποτίμησης, οι οποίοι με τη σειρά τους δεν είναι αντιπροσωπευτικοί του συνολικού πληθυσμού, επιτυχών ή μη, κερδοσκοπικών επιθέσεων σε διάφορα καθεστώτα συναλλαγματικών ισοτιμιών (π.χ. κάποια καθεστώτα σταθερών ισοτιμιών εγκαταλείπονται χωρίς να έχει προηγηθεί επίθεση).

Εγγύτερα στο στόχο μας είναι η "προσέγγιση δεικτών" (indicators approach),⁵ η οποία καταγράφει ασυνήθιστες παρεκκλίσεις σειράς μακροοικονομικών μεγεθών και αναλόγως εκπέμπει σήμα για επερχόμενη κρίση. Ωστόσο, οι πιο επιστημονικά αυστηρές προσπάθειες χρησιμοποιούν υποδείγματα δυαδικών διακριτών μεταβλητών (binary Limited Dependent Variable -LDV- Models) τα οποία εφαρμόζονται σε "πάνελ" στοιχείων πολλών χωρών.⁶ Οι μέθοδοι LDV έχουν το πλεονέκτημα ότι συνοψίζουν όλες τις υπολανθάνουσες σχέσεις σε ένα ενιαίο μέτρο πιθανοφάνειας. Ενώ όμως αυτή η μεθοδολογία περιορίζει τη μεροληψία στην επιλογή των επεισοδίων, οι παραπάνω μελέτες εμμέσως υποθέτουν την ύπαρξη ομοιογένειας μεταξύ των διαφόρων κρίσεων χωρίς να προβαίνουν σε επίσημους ελέγχους. Η τυπικά μέτρια απόδοση των εμπειρικών υποδειγμάτων αποδιδόταν συνήθως στους χαλαρούς δεσμούς των μακροοικονομικών μεγεθών με τις κρίσεις και παρα-

βλεπόταν η πιθανότητα αυτή να προέρχεται, εν μέρει έστω, από εγγενείς διαφορές των υπό μελέτη επεισοδίων μεταξύ τους.⁷ Ενώ έχει γίνει κατανοητό ότι επεισόδια διαφορετικής κλίμακας και αποτελέσματος χαρακτηρίζονται από ετερογένεια, αυτή δεν έχει τεκμηριωθεί με επίσημους ελέγχους για την ύπαρξη δομικών διαφορών. Οι μελέτες που αναφέρονται στη δραχμή δεν εξαιρούνται από τις πιο πάνω παρατηρήσεις.

3.2 ΜΕΛΕΤΕΣ ΓΙΑ ΤΙΣ ΚΕΡΔΟΣΚΟΠΙΚΕΣ ΠΙΕΣΕΙΣ ΣΤΗ ΔΡΑΧΜΗ

Η σχετικά περιορισμένη βιβλιογραφία που αναφέρεται στη δραχμή⁸ αναγνωρίζει ότι δεν είναι δυνατόν όλα τα γεγονότα να εξηγηθούν με βάση ένα και μόνο σκεπτικό αιτιοτήτων και αλληλουχιών. Εξ αυτού, οι μελέτες τείνουν να επικεντρώνονται σε περιορισμένες χρονικές περιόδους. Τα εξεταζόμενα περιστατικά έχουν εν πολλοίς τα χαρακτηριστικά που περιγράφονται από τα ΥΠΓ. Επομένως οι μελέτες, με εξαίρεση τη μελέτη των Apergis and Eleftheriou (2002), ελέγχουν εμπειρικά τις προβλέψεις συγκεκριμένων ΥΠΓ.

Όλες οι μελέτες συγκλίνουν στην εκτίμηση ότι οι κρίσεις συνδέονται με εξωτερικές και δημοσιονομικές ανισορροπίες και ονομαστικές ακαμψίες που δημιουργούσαν διαφορές πληθωρισμού σε σχέση με τις υπόλοιπες ανεπτυγμένες χώρες. Αυτοί οι παράγοντες, σε συνδυασμό με τον περιορισμό του ποσοστού διολίσθησης από το 1985 και ύστερα για τη συγκράτηση των πληθωριστικών πιέσεων,

⁵ Kaminsky et al. (1997).

⁶ Μεταξύ άλλων, οι Eichengreen et al. (1995, 1996), Klein and Marion (1997), Frankel and Rose (1996), Moreno (1995), Gibson (2003).

⁷ Αντίθετο παράδειγμα αποτελούν οι Eichengreen et al. (1995), οι οποίοι βρίσκουν ότι, ενώ οι ανατιμήσεις αντικατοπτρίζουν ανάλογες προηγούμενες υποτιμήσεις, οι αλλαγές καθεστώτων συναλλαγματικών ισοτιμιών (από σταθερές ισοτιμίες σε ελεύθερα κινούμενες) είναι σε μεγάλο βαθμό μη προβλέψιμες. Παρά ταύτα, αυτοί οι συγγραφείς χρησιμοποίησαν ad hoc ορισμούς των κρίσεων αντί να τις σταχυολογήσουν από τα στοιχεία. Αυτή η πρακτική είναι αμφισβητήσιμη ως προς την αντικειμενικότητα της επιλογής. Επίσης, καθιστά τη μέθοδο ακατάλληλη για σκοπούς πρόβλεψης, αφού αυτός ο ορισμός μπορεί να είναι μόνο a posteriori.

⁸ Σ' αυτή την κατηγορία θα πρέπει να ενταχθούν και μελέτες όπως αυτή των Gibson and Tsakalotos (2005), η οποία επικεντρώνεται στην Ελλάδα και κάποιες χώρες με παρόμοια οικονομικά χαρακτηριστικά (Ισπανία, Πορτογαλία).

οδηγούσαν σε ανησυχίες για το ενδεχόμενο η δραχμή να είναι υπερτιμημένη και καλλιεργούσαν προσδοκίες υποτίμησης. Ωστόσο, η εκδήλωση αναταραχών στην αγορά συναλλάγματος κατέστη δυνατή, αν όχι και συχνότερη, λόγω και της βάθυνσης και απελευθέρωσης των χρηματοπιστωτικών αγορών. Το χειρότερο σενάριο μιας δίδυμης παράλληλης τραπεζικής κρίσης θεωρείται ότι απεφύχθη χάρη στα υγιή οικονομικά μεγέθη του ελληνικού τραπεζικού τομέα.

Οι Flood and Kramer (1996) επιχειρούν μια ποιοτική ανάλυση της κρίσης της δραχμής του Μαΐου του 1994. Αν και απουσιάζει ο επίσημος οικονομετρικός έλεγχος, οι συγγραφείς υποστηρίζουν ότι ένα ΥΠΓ στα πρότυπα των Flood and Garber (1984) μπορεί να εξηγήσει επαρκώς το επεισόδιο, καθώς σκιαγραφεί τη βασική ασυνέπεια πολιτικών μεταξύ της χρηματοδότησης του δημόσιου χρέους με νομισματικά μέσα και της πολιτικής της “σκληρής δραχμής”. Η τελευταία, αν και πιο ευέλικτη από την πλήρη πρόσδεση, οδήγησε στη συσσώρευση πραγματικής ανατίμησης της δραχμής. Η τελική αποτυχία της επίθεσης αποδίδεται στην αύξηση των επιτοκίων που πραγματοποίησε η Τράπεζα της Ελλάδος. Με αυτήν, αυξήθηκε το κόστος για τους κερδοσκόπους σε βαθμό που πλέον θα απαιτείτο μια υποτίμηση 40-50% για να καταστεί η κερδοσκοπική δραστηριότητα επικερδής, ποσοστό πολύ υψηλό για να αποτελέσει την προσδοκία της αγοράς.

Ο Kalyvitis (1993) υπολόγισε τις πιθανότητες υποτίμησης της δραχμής κατά την περίοδο 1987-1992, εφαρμόζοντας το ΥΠΓ των Blanco and Garber (1986) υπό εύλογες αρχικές υποθέσεις. Τα ευρήματά του υποστηρίζουν την άποψη των Γκαργκάνα και Ταβλά (2002) ότι οι προσδοκίες της αγοράς για το ενδεχόμενο υποτίμησης ήταν πολύ υψηλές την περίοδο 1987-1990, όταν η Ελλάδα χαρακτηριζόταν από οικονομική και πολιτική αστάθεια. Ωστόσο, η εφαρμογή του προγράμματος σταθεροποίησης τα επόμενα δύο χρόνια περιορίσε αυτές τις προσδοκίες. Ομοίως, οι Apergis and Eleftheriou (2002) υπολογίζουν δείκτες

συναλλαγματικής πίεσης στη δραχμή και αντίστοιχης παρέμβασης της Τράπεζας της Ελλάδος για την εκτόνωση αυτής. Χρησιμοποιούν ωστόσο μια μεθοδολογία του τύπου της Weymark (1995) στο πλαίσιο μιας μικρής ανοικτής οικονομίας. Αυτή η προσέγγιση έχει εμπειρική θεμελίωση και δεν εξαρτάται από συγκεκριμένο θεωρητικό υπόδειγμα. Οι υπολογισμοί τους δείχνουν ότι η δραχμή υπέστη τις μεγαλύτερες υποτιμητικές πιέσεις μεταξύ 1974 και 1989. Παράλληλα όμως υπολογίζουν ότι οι παρεμβάσεις της Τράπεζας της Ελλάδος ήταν εντατικές και κατόρθωσαν να απορροφήσουν το 97% αυτών των πιέσεων.⁹ Οι συγγραφείς καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι η άσκηση της ενεργητικής πολιτικής διαχείρισης της ισοτιμίας από την Τράπεζα της Ελλάδος επέτυχε κατά την περίοδο 1992-1998 την επιβολή της “σκληρής δραχμής” και τον περιορισμό των διακυμάνσεων της ισοτιμίας.

Οι Karfakis and Moschos (1999) και ο Karfakis (2002) χρησιμοποιούν ως θεωρητική βάση το ΥΠΓ των Sachs et al. (1996) και αναλύουν τις σχέσεις των κρίσεων με τα οικονομικά μεγέθη σε κάπως μακρότερες περιόδους. Οι Karfakis and Moschos (1999) εξετάζουν την περίοδο 1975-1995. Ο εμπειρικός τους έλεγχος υποδεικνύει ότι η πραγματική ανατίμηση της δραχμής σε σχέση με τη μακροχρόνια αξία της, η επάρκεια συναλλαγματικών διαθεσίμων σε σχέση με την εγχώρια ρευστότητα, οι καθαρές κεφαλαιακές κινήσεις και η καθαρή θέση του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών έχουν προβλεπτικό περιεχόμενο για μια επερχόμενη κρίση.¹⁰ Οι διαταραχές στις τρεις πρώτες μεταβλητές εξηγούν το μεγαλύτερο μέρος της μεταβλητότητας του δείκτη κερδοσκοπικής πίεσης.

9 Οι αριθμοί αυτοί δεν θα πρέπει να εκληφθούν δεσμευτικά, ένεκα των απλουστευτικών υποθέσεων του υποδείγματος ως προς τη φύση των παρεμβάσεων της Τράπεζας της Ελλάδος (μόνο κατανάλωση διαθεσίμων) και του ορισμού της πίεσης εν γένει. Αυτό ίσως εξηγεί και το φαινομενικά παράδοξο γεγονός ότι οι κρίσεις π.χ. του Σεπτεμβρίου 1992, του Μαΐου-Ιουνίου 1994 και του Οκτωβρίου 1997 δεν άφησαν κανένα αποτύπωμα στο δείκτη κερδοσκοπικής πίεσης, παρά τις καταγεγραμμένες εντατικές παρεμβάσεις.

10 Η κρίση προσεγγίζεται από έναν δείκτη παρεμφερούς αντίληψης με αυτόν που χρησιμοποιείται στην παρούσα μελέτη. Υπολογίζεται ως το άθροισμα της ποσοστιαίας μεταβολής της ονομαστικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας και της ποσοστιαίας μεταβολής των συναλλαγματικών διαθεσίμων.

Ο Karfakis (2002) επικεντρώνεται στην περίοδο Ιανουαρίου 1990–Μαρτίου 1998 για να εξετάσει αν η αυξανόμενη εξωστρέφεια της ελληνικής οικονομίας μετέβαλε τον τρόπο επίδρασης των οικονομικών μεγεθών στην πιθανότητα μιας συναλλαγματικής κρίσης. Το ερώτημα είναι πολύ ενδιαφέρον, δεδομένης της αυξανόμενης διασύνδεσης της Ελλάδος με το διεθνές περιβάλλον και της αναδυόμενης σημασίας της διεθνούς μετάδοσης των κρίσεων. Ωστόσο, η αύξηση της εξωστρέφειας προσεγγίζεται ad hoc, με το χωρισμό του δείγματος σε υποπεριόδους πριν και μετά από την κατάργηση των περιορισμών στις κινήσεις κεφαλαίων από την Τράπεζα της Ελλάδος στις 16 Μαΐου 1994. Τα ευρήματά του παρέχουν ενδείξεις ότι οι κρίσεις της δραχμής συνδέονται στατιστικώς σημαντικά με την πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία, την επάρκεια συναλλαγματικών διαθεσίμων, τις καθαρές κεφαλαιακές κινήσεις, τον εγχώριο δανεισμό, τους όρους εμπορίου και το ρυθμό αύξησης των πιστώσεων, αν και το τελευταίο μέγεθος εμφανίζεται με αρνητικό πρόσημο. Επίσης επαληθεύεται ότι η απελευθέρωση της ελληνικής κεφαλαιαγοράς διαφοροποίησε τους παράγοντες που επιδρούν στην ικανότητα πρόβλεψης των κερδοσκοπικών επιθέσεων επί της δραχμής.

4.1 ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ

Η μεθοδολογική βάση για εμπειρική δοκιμή είναι τα Υποδείγματα Διακριτών Μεταβλητών (Limited Dependent Variable Models). Μία τεχνική περιγραφή των υποδειγμάτων περιέχεται στο Παράρτημα 2. Το Υπόδειγμα Δυαδικής Απόκρισης περιλαμβάνει μια εξαρτημένη μεταβλητή, η οποία κατανέμεται σε δύο ενδεχόμενα: “κρίση” (1) και “ηρεμία” (0) και συσχετίζει την πιθανότητα εμφάνισης του αποτελέσματος της κρίσης με τη συμπεριφορά των ερμηνευτικών μεταβλητών. Ως προς την εξαρτημένη μεταβλητή, χρησιμοποιούνται δύο βασικά είδη: α) ένας ad hoc δείκτης, ο οποίος ακολουθεί τις ιστορικές πηγές για τα γεγονότα που ενέσκηψαν στη διαδρομή της δραχμής¹¹ και β) ένας σύνθετος δείκτης, ο οποίος κατασκευάζεται από τα εμπειρικά στοιχεία. Σύμ-

φωνα με τον ορισμό της κερδοσκοπικής πίεσης ο οποίος δόθηκε ανωτέρω, ο δείκτης κατασκευάζεται ως το σταθμικό άθροισμα των μεταβολών της συναλλαγματικής ισοτιμίας, των επιτοκίων (τα οποία η Τράπεζα της Ελλάδος χρησιμοποιούσε για την άμυνα του νομίσματος) και του αντιθέτου (απώλειες) των μεταβολών των συναλλαγματικών διαθεσίμων. Η κατασκευή του δείκτη έχει γίνει με γνώμονα την ανίχνευση όλων των κερδοσκοπικών επιθέσεων, συμπεριλαμβανομένων και εκείνων που αντιμετωπίστηκαν επιτυχώς από την κεντρική τράπεζα. Στη συνέχεια ανιχνεύονται οι παρατηρήσεις εκείνες οι οποίες είναι κατ’ελάχιστον 1,5 τυπική απόκλιση μεγαλύτερες σε μέγεθος από το μέσο όρο του δείγματος και ορίζονται ως “κρίση” (1), οι υπόλοιπες συνιστούν το αποτέλεσμα “ηρεμία” (0). Η σύγκριση των δύο βασικών δεικτών καθιστά δυνατή την τοποθέτηση των γεγονότων τα οποία έχουν καταγραφεί ιστορικά ως κρίσεις εντός του πλαισίου των εμπειρικών στοιχείων και των —λιγότερο προβεβλημένων— ποικιλώνυμων διακυμάνσεων στην αγορά συναλλάγματος.

Μια παραλλαγή του δείκτη ο οποίος κατασκευάζεται από τα στοιχεία αποτυπώνει αποκλειστικά τις περιπτώσεις εκείνες που επέφεραν μια αφενός ευμεγέθη και αφετέρου αρκούντως ασυνήθη υποτίμηση της ισοτιμίας. Με αυτά τα υποδείγματα αποφεύγεται η δυσκολία και μερική υποκειμενικότητα που χαρακτηρίζει τη σύλληψη των αποκρουσθίων επιθέσεων. Κυριότερα όμως, τα υποδείγματα βοηθούν να δοθεί απάντηση στο ερώτημα που θέτει αυτή η μελέτη, δηλ. κατά πόσον οι επιτυχημένες επιθέσεις διαφοροποιούνται δομικά από τις αποτυχημένες. Η σύγκριση με τα υποδείγματα που χρησιμοποιούν τους σύνθετους δείκτες προσφέρει τις πρώτες ενδείξεις περί τούτου.

Μια πιο αυστηρή αποτίμηση αυτού του ερωτήματος επιτυγχάνεται με τη χρήση Διακριτών

11 Στα δυϊκά υποδείγματα, οι κατηγορίες του δείκτη “ΚΠ+” και “ΚΠ” όπως εμφανίζονται στον Πίνακα 1, δηλαδή υποτιμήσεις και αποκρουσθείσες επιθέσεις αντίστοιχα, συναποτελούν το ενδεχόμενο “1”: κρίσεις.

Υποδειγμάτων Πολλαπλών Αποκρίσεων (Multiple Response or Multinomial Models). Σε αυτά, το ενδεχόμενο των κρίσεων διχοτομείται σε δύο υποενδεχόμενα: α) επιθέσεις οι οποίες επέφεραν υποτίμηση και β) κερδοσκοπικές πιέσεις οι οποίες αποκρούστηκαν από την Τράπεζα της Ελλάδος. Οι κρίσεις σταχυολογούνται από τα στοιχεία με τη χρήση του σύνθετου δείκτη για τη μεγιστοποίηση της αντικειμενικότητας της διαδικασίας επιλογής επεισοδίων προς μελέτη. Κατόπιν, τα δύο ενδεχόμενα αντιπαραβάλλονται ευθέως εντός του αυτού υποδείγματος το οποίο επιτρέπει την ύπαρξη δομικής διαφοροποίησης των δύο ειδών επιθέσεων με βάση τη σχέση τους με τους προσδιοριστικούς παράγοντες των κρίσεων. Αυτό επιτυγχάνεται καθόσον το υπόδειγμα εκτιμά δύο διαφορετικά διανύσματα συντελεστών των ερμηνευτικών μεταβλητών, ένα για κάθε υποενδεχόμενο.

4.2 ΟΡΙΣΜΟΣ ΤΩΝ ΕΡΜΗΝΕΥΤΙΚΩΝ ΜΕΤΑΒΛΗΤΩΝ

Η επιλογή και κατασκευή των ερμηνευτικών μεταβλητών καθορίζεται από τις απαιτήσεις των θεωρητικών υποδειγμάτων, ενώ λαμβάνεται υπόψη και η διαθεσιμότητα των στοιχείων. Ασυνήθεις διακυμάνσεις των μεταβλητών αυτών έχουν προηγηθεί των περισσότερων επεισοδίων κρίσεων. Οι οικονομικές μεταβλητές μπορούν να χωριστούν σε τρεις ευρύτερες ομάδες: αυτές που μετρούν την ανταγωνιστικότητα της ελληνικής οικονομίας, τα νομισματικά και πιστωτικά μεγέθη και τις μεταβλητές που μετρούν τις αναπτυξιακές προοπτικές. Επιπροσθέτως, συνυπολογίζονται η διεθνής μετάδοση κρίσεων, πολιτικές παράμετροι και το καθεστώς της συναλλαγματικής ισοτιμίας. Στη συνέχεια θα αναλύσουμε πώς σχετίζονται οι μεταβλητές μας με τα θεωρητικά υποδείγματα και τις εμπειρικά παρατηρούμενες κανονικότητες και συνεπώς τι επίδραση αναμένεται να έχουν.

Μέτρηση ανταγωνιστικότητας

Συσσωρευμένη απόκλιση της Πραγματικής Συναλλαγματικής Ισοτιμίας (ΠΣΙ). Μια υπερθερμασμένη οικονομία σε συνδυασμό με ένα

σύστημα σταθερών ή ελεγχόμενα κυμαινόμενων συναλλαγματικών ισοτιμιών οδηγεί σε πραγματικές ανατιμήσεις. Αντίστοιχα, μια ελεύθερα κυμαινόμενη συναλλαγματική ισοτιμία μπορεί να έλθει σε ασυμφωνία με το τρέχον επίπεδο οικονομικής δραστηριότητας, εφόσον οι απαραίτητες προσαρμογές καθυστερούν λόγω αναποτελεσματικότητας των αγορών. Επίσης, κεφαλαιακές εισροές που βασίζονται σε προσδοκίες μπορεί να οδηγήσουν σε ανατιμήσεις ακόμη και αν δεν υπάρχει διαφορά πραγματικών επιτοκίων. Ως μέτρο ανατίμησης δοκιμάζεται ένας απλός δείκτης ΠΣΙ, όπως και η ποσοστιαία σωρευτική απόκλιση της ΠΣΙ σε διάστημα 24 μηνών.¹² Το δεύτερο μέτρο επιχειρεί να προβλέψει την περίπτωση της επανάκαμψης με χρονική υστέρηση σε μια ευθυγραμμισμένη (ανταγωνιστική) ισοτιμία. Εμπειρικές μελέτες έχουν δείξει ότι η υστέρηση μπορεί να διαρκέσει δύο έτη και πλέον. Μια προηγούμενη ανατίμηση (αύξηση του δείκτη ΠΣΙ) αυξάνει την πιθανότητα μιας επίθεσης.

Συμπεριλαμβάνεται και μια μέτρηση των συνεπειών της χαμηλής ανταγωνιστικότητας: το έλλειμμα του *ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών* ως ποσοστό του ΑΕΠ. Αυτή η μεταβλητή μπορεί να αντανάκλα τις διαφορετικές πολιτικές που εφαρμόζουν οι χώρες στον εξωτερικό τους τομέα, έναντι μιας δεδομένης ανατίμησης, καθώς και διαφορές στη σχετική τιμή των εμπορεύσιμων προς τα μη εμπορεύσιμα αγαθά, η οποία δεν συλλαμβάνεται από την ΠΣΙ. Η επίδραση της μεταβλητής αναμένεται να είναι αρνητική.

Ωστόσο, ακόμη και αν η πραγματική και η αναμενόμενη ανάπτυξη της οικονομίας κινούνται σε υψηλά επίπεδα, *μισθολογικές αυξήσεις* που υπερβαίνουν αυτά τα επίπεδα μπορεί

¹² Η λογική της συσσώρευσης δοκιμάζεται ευρύτερα και στις υπόλοιπες μεταβλητές. Είναι χρήσιμο να ελεγχθεί αν κάποιοι τουλάχιστον από τους συντελεστές έχουν σημαντική επίδραση μόνο στην περίπτωση που αποκλίνουν για μακρά περίοδο ή αν διαφορετικές μεταβλητές δρουν σε διαφορετικούς χρονικούς ορίζοντες πριν από μια επίθεση. Κάποια θεωρητικά υποδείγματα δίνουν παραδείγματα επιρροών που λαμβάνουν χώρα μόνο όταν υπάρχει συσσώρευση, όπως η σταδιακή συσσώρευση πλεονάζουσας χρηματοδότησης ή τα ελλείμματα του εξωτερικού τομέα.

να γίνουν αντιληπτές από την αγορά σαν απώλεια ανταγωνιστικότητας, η οποία θα αντιμετωπιστεί κάποια στιγμή με υποτίμηση. Η μεταβλητή αυτή είναι βασική στην ανάλυση του Obstfeld (1994), καθώς αντανάκλα τις πληθωριστικές προσδοκίες των οικονομικών παραγόντων οι οποίες επιδρούν στη συναλλαγματική ισοτιμία.

Το κόστος της απώλειας ανταγωνιστικότητας συναρτάται θετικά με με την εξωστρέφεια της οικονομίας, δηλ. το βαθμό στον οποίο η οικονομία είναι ανοικτή. Ωστόσο, ανοικτή οικονομία σημαίνει μεγαλύτερη επίδραση μιας δεδομένης υποτίμησης στο επίπεδο τιμών και συνεπώς μεγαλύτερο κόστος για τις νομισματικές αρχές. Αυτός ο παράγοντας αναμένεται να περιορίζει το κίνητρο εγκατάλειψης ενός καθεστώτος σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών. Η *εξωστρέφεια της οικονομίας* προσεγγίζεται από το λόγο (εξαγωγές+εισαγωγές)/ΑΕΠ.

Οι υποτιμητικές προσδοκίες οι οποίες διαμορφώνονται από τα προβλήματα ανταγωνιστικότητας οδηγούν σε εκροές κεφαλαίων. Συμπεριλαμβάνεται λοιπόν μία ψευδομεταβλητή για την ύπαρξη *περιορισμών στις κινήσεις κεφαλαίων*.¹³ Αν η κεντρική τράπεζα είναι περιβεβλημένη με αξιοπιστία και τα οικονομικά μεγέθη θεωρούνται εύρωστα, το μέτρο μπορεί να θεωρηθεί επαρκές για να αποτρέψει βραχυχρόνιες εκροές κεφαλαίων, ώστε οι κερδοσκόποι να στρέψουν αλλού την προσοχή τους. Τότε, η επίδραση της μεταβλητής πρέπει να είναι αρνητική.

Νομισματικά και πιστωτικά μεγέθη

Νομισματική επέκταση. Όλα τα υποδείγματα προβλέπουν ότι η νομισματική επέκταση, είτε χρησιμοποιείται ώστε να μετριάσει την πίεση που ασκείται στους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς και στον πραγματικό τομέα της οικονομίας είτε για να καλύψει ένα δημοσιονομικό έλλειμμα, θα οδηγήσει κάποια στιγμή σε αύξηση του επιπέδου των τιμών. Τότε, η διατήρηση της ανταγωνιστικότητας και των συναλλαγματικών διαθεσίμων μπορεί να επι-

τευχθεί μόνο από μια μεταβολή της συναλλαγματικής ισοτιμίας. Ωστόσο, επιθέσεις προκαλούνται μόνο αν το ποσοστό της νομισματικής επέκτασης υπερβαίνει σημαντικά το ποσοστό υποτίμησης που επιτρέπει το καθεστώς συναλλαγματικών ισοτιμιών. Άλλως, η απώλεια ανταγωνιστικότητας που επιφέρει ο πληθωρισμός μπορεί να αντισταθμιστεί από ένα σχετικά ομαλό και προβλέψιμο ρυθμό υποτίμησης. Στην παρούσα μελέτη μετρείται η νομισματική επέκταση ως ποσοστιαία μεταβολή του M1.

Επειδή η διαδικασία της προσφοράς χρήματος περιλαμβάνει υστερήσεις και εποχικότητες, η νομισματική επέκταση μπορεί ενίοτε να συλληφθεί καλύτερα με απευθείας μέτρηση του συνολικού πληθωρισμού, δηλαδή τη μεταβολή του ΔΤΚ. Σε αυτή την περίπτωση, ο ΔΤΚ διατηρείται εντός του υποδείγματος μαζί με το ποσοστό ανεργίας ώστε να ληφθούν υπόψη πιθανές αλληλοαντισταθμίσεις (trade-offs) ανάμεσα στους δύο παράγοντες του τύπου μιας κεϋνσιανής καμπύλης Phillips.

Επίσης, χρησιμοποιείται μια μεταβλητή μέτρησης του ισοδύναμου της νομισματικής επέκτασης: η *αύξηση των εγχώριων πιστώσεων* (ως ποσοστό του ΑΕΠ). Ακόμη, συμπεριλαμβάνεται η αιτία της νομισματικής επέκτασης κατά το αρχικό υπόδειγμα του Krugman (1979): το *δημοσιονομικό έλλειμμα* (ως ποσοστό του ΑΕΠ). Η σημασία αυτού του παράγοντα διογκώνεται από τη μη ρεαλιστική υπόθεση ότι δεν υπάρχει πρόσβαση στις διεθνείς κεφαλαιακές αγορές. Στις σύγχρονες ανοικτές οικονομίες, όπως χαρακτηρίζεται η Ελλάδα των ύστερων ετών του δείγματος τουλάχιστον, η κεντρική τράπεζα διαθέτει επαρκείς διεθνείς ανοικτές πιστώσεις (credit lines). Συνεπώς, η σημασία της μεταβλητής αναμένεται να είναι ίσως όχι καθοριστική. Τελικά, συμπεριλαμβάνεται και μια μεταβλητή αύξησης των τραπεζικών πιστώσεων προς τον ιδιωτικό τομέα ως % του

¹³ Θα πρέπει να σημειωθεί ότι η μεταβλητή που κατασκευάστηκε υπόκειται σε περιορισμούς, καθώς οι κεντρικές τράπεζες επιβάλλουν και εμπόδια στις κινήσεις κεφαλαίων τα οποία δεν έχουν προβλεφθεί ρητά και συνεπώς δεν είναι ανιχνεύσιμα στις επίσημες διοικητικές πράξεις.

ΑΕΠ, ως ένδειξη ανάληψης υπερβολικών και επικίνδυνων επενδύσεων και εισόδου της οικονομίας σε ένα φαύλο κύκλο έκρηξης και κατάρρευσης (boom and bust cycle). Οι χρηματοοικονομικές “φούσκες” υπονομεύουν την ευρωστία του τραπεζικού τομέα και η χρηματοοικονομική κρίση που συνοδεύει την κατάρρευσή τους οδηγεί σε απότομες και μαζικές εκροές κεφαλαίων, συμπαρασύροντας την ισοτιμία. Το φαινόμενο, το οποίο περιγράφηκε από τον Dooley (1997), μπορεί να συμβεί και στην περίπτωση υγιών μακροοικονομικών μεγεθών και έλλειψης κινήτρων της κυβέρνησης για μελλοντικές επεκτατικές πολιτικές (χαμηλή ανεργία, υψηλή ανάπτυξη). Μπορεί δε να επιδεινωθεί εάν υπάρχουν συμπεριφορές ακολούθησης του συρμού από τους οικονομικούς παράγοντες (bandwagon effects). Η μεταβλητή αναμένεται να έχει θετική επίδραση.

Κίνητρα για επεκτατικές πολιτικές

Τόσο η έλλειψη ανάπτυξης (όπως προσεγγίζεται από το ρυθμό μεταβολής του ΑΕΠ) όσο και οι χαμηλές προσδοκίες για την ανάπτυξη παρέχουν κίνητρο εγκατάλειψης ενός συστήματος σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών ή γενικότερα κίνητρο υιοθέτησης μιας πιο επεκτατικής πολιτικής.

Σύμφωνα με τα ΥΔΓ, η ύπαρξη υψηλών ποσοστών ανεργίας αποτελεί ισχυρό κίνητρο υιοθέτησης επεκτατικής πολιτικής κενόνισαν τύπου με στόχο την τόνωση της ζήτησης και άρα ίσως συνδέεται με την εμφάνιση επεισοδίων κρίσης. Η αντιμετώπιση της ανεργίας με πολιτικές από την πλευρά της προσφοράς, όπως η κατάργηση του κατώτατου ορίου μισθών ή η απελευθέρωση της αγοράς εργασίας, απαιτεί μια μακροχρόνια πολιτική διεργασία, και συνεπώς δεν μπορεί να αποτρέψει τις κερδοσκοπικές επιθέσεις.

Πολιτικές παράμετροι

Νίκη ή ήττα στις βουλευτικές εκλογές. Σύμφωνα με το θεωρητικό πλαίσιο των ΥΔΓ, η πολιτική δέσμευση της κυβέρνησης θεωρείται κρίσιμη για τη βιωσιμότητα του καθεστώτος

συναλλαγματικών ισοτιμιών. Εκλογές και αλλαγές στην κυβέρνηση μπορούν να καλλιεργήσουν προσδοκίες για αθέτηση αυτής της δέσμευσης και άρα συνεπάγονται ευκαιρίες για κερδοσκοπία ή ακόμη και για αγελαίες συμπεριφορές. Επιπλέον, οι τροπές του πολιτικού κύκλου μπορούν να οδηγήσουν σε χαλάρωση των νομισματικών και δημοσιονομικών πολιτικών. Χρησιμοποιείται αρχικώς μια ψευδομεταβλητή διεξαγωγής εκλογών, η οποία αντικαθίσταται στα επόμενα υποδείγματα από δίδυμες ψευδομεταβλητές νίκης του κυβερνώντος κόμματος (συνασπισμού κομμάτων)/εναλλαγής στην εξουσία. Οι δεύτερες ενδέχεται να συλλάβουν προσδοκίες αλλαγής της νομισματικής και δημοσιονομικής πολιτικής επί το χαλαρότερο ή αυστηρότερο από μια νέα κυβέρνηση και τη μείωση του κόστους φήμης που επιφέρει η εγκατάλειψη του καθεστώτος σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών σε μια απερχόμενη κυβέρνηση.

Διεθνής μετάδοση κρίσεων

Κατασκευάζεται μια ψευδομεταβλητή που λαμβάνει την τιμή 1 εάν συμβεί κρίση (σύμφωνα με τη συγκεκριμένη υπολάνθουσα εξαρτημένη μεταβλητή που χρησιμοποιείται σε κάθε υπόδειγμα) τον ίδιο μήνα σε κάποια “ανεπτυγμένη χώρα”, σύμφωνα με την κατηγοριοποίηση του ΔΝΤ, και 0 διαφορετικά.¹⁴ Η μεταβλητή αναμένεται να συλλαμβάνει φαινόμενα αγελαίας συμπεριφοράς, καθώς επίσης και όλους τους διαρθρωτικούς παράγοντες που περιγράφονται στα ΥΔΓ. Ειδικότερα: 1) δεσμοί εμπορίου (συγκριτικό μειονέκτημα από μια υποτίμηση ενός σημαντικού εταίρου ή ανταγωνιστή, όπως στους Gerlach

¹⁴ Η προσέγγιση της “κρίσης” στις ανεπτυγμένες χώρες έχει γίνει με αντίστοιχο τρόπο, δηλαδή με χρήση δείκτη πίεσης στην αγορά συναλλάγματος (ΠΑΣ). Η Ελλάδα συμπεριλαμβανόταν στις αναδυόμενες αγορές από κάποιους οργανισμούς έως και τις παραμονές της εισόδου της στην ευρωζώνη. Ωστόσο, με πολιτικά και γεωστρατηγικά κριτήρια ήταν ανέκαθεν ενταγμένη στο μπλοκ των ανεπτυγμένων χωρών και εξ αυτού του λόγου οι αγορές δεν την αντιμετώπιζαν ως ομοειδή π.χ. με τις χώρες του μπλοκ των αδελφικών. Εξάλλου, και αρκετές ανεπτυγμένες χώρες υπέστησαν συνέπειες από μετάδοση κρίσεων που ενέσκηψαν σε αναπτυσσόμενες χώρες (ΝΑ Ασία, Ρωσία), ώστε αυτές οι επιδράσεις να αντανakλώνται στους δείκτες κρίσεων των ανεπτυγμένων χωρών και να συνυπολογίζονται στην ψευδομεταβλητή μετάδοσης κρίσεων που χρησιμοποιείται.

and Smets, 1995), 2) μακροοικονομικές ομοιότητες (οι αγορές θεωρούν ότι χώρες με παρόμοιες οικονομικές δομές και προβλήματα θα αντιδράσουν με παρόμοιο τρόπο σε μια επίθεση, όπως στους Buiter et al., 1996) και 3) χρηματοοικονομικοί δεσμοί (αλλαγή στη διάθεση των επενδυτών για ανάληψη συναλλαγματικού κινδύνου λόγω τοποθετήσεων σε υποτιμώμενα νομίσματα). Κατά την ερμηνεία των αποτελεσμάτων θα πρέπει να δοθεί προσοχή στο ότι η μεταβλητή μπορεί να εκφράζει όχι καθαρή διάδοση κρίσης, αλλά μη παρατηρούμενες κοινές διαταραχές (monsoonal effects).

Το καθεστώς της συναλλαγματικής ισοτιμίας

Τα ΥΠΓ και ΥΔΓ περιγράφουν επιθέσεις σε καθεστώς σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών. Η δυνατότητα εφαρμογής τους σε πιο ευέλικτα καθεστώτα, όπως διοικητικά καθοριζόμενες ή πιο ελεύθερα κυμαινόμενες ισοτιμίες, θα πρέπει να ελεγχθεί εμπειρικά. Πιθανώς, ο βαθμός ευελιξίας τον οποίο επιτρέπει κάθε καθεστώς και άλλοι σχετικοί θεσμικοί παράγοντες επηρεάζουν το πρόβλημα συγχρονισμού των κερδοσκοπών αλλάζοντας τις προσδοκίες για το ποιοι είναι οι μελλοντικοί στόχοι των νομισματικών αρχών αναφορικά με τη συναλλαγματική πολιτική. Γι’ αυτό το λόγο, συμπεριλαμβάνεται μια ψευδομεταβλητή του καθεστώτος της συναλλαγματικής ισοτιμίας κατασκευασμένη σύμφωνα με την κατηγοριοποίηση των Reinhart and Rogoff (2003). Αυτή βασίζεται σε de facto παρά σε de jure ορισμούς και συνεπώς περιγράφει πιο ρεαλιστικά το υπάρχον καθεστώς.¹⁵ Η συμπερίληψη της μεταβλητής εντός των υποδειγμάτων βοηθά να διασφαλιστεί ότι οι ενδείξεις περί ετερογένειας των κρίσεων οι οποίες παρέχονται από τα άλλα υποδείματά μας δεν σχετίζονται με την ύπαρξη διαφόρων καθεστώτων συναλλαγματικών ισοτιμιών εντός του δείγματος.

4.3 ΟΡΓΑΝΩΣΗ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ

Η περίοδος εμπειρικού ελέγχου εκτείνεται από το 1960 έως το τέλος του 2000, οπότε το

ευρώ αντικατέστησε τη δραχμή σε λογιστική μορφή. Η συχνότητα των στοιχείων επιλέχθηκε να είναι μηνιαία. Αυτό έγινε για δύο κυρίως λόγους: α) για να ανιχνευθούν οι μικρότερες σε διάρκεια και μέγεθος επιθέσεις, κυρίως οι αποκρουσθείσες, των οποίων η επίδραση είχε αντιστραφεί σύντομα και άρα χωρίς να αφήσει ίχνη σε χαμηλότερης συχνότητας στοιχεία και β) για να μεγιστοποιηθεί η μεταβλητότητα εντός του δείγματος και έτσι να διευκολυνθεί η ασφαλής εξαγωγή συμπερασμάτων. Τα στοιχεία έχουν συλλεγεί από πολλές διαφορετικές πηγές και έχουν ελεγχθεί εκτενώς για λάθη, παραλείψεις και συγκρισιμότητα. Λεπτομερής περιγραφή τους υπάρχει στο Παράρτημα 1. Για κάποιες μεταβλητές για τις οποίες τα στοιχεία δεν είναι διαθέσιμα σε μηνιαία συχνότητα καθ’ όλη τη διάρκεια του δείγματος, χρησιμοποιούνται τα αντίστοιχα τριμηνιαία στοιχεία και επαναλαμβάνονται οι αντίστοιχες τιμές τους για τρεις διαδοχικούς μήνες. Η υπολάνθουσα υπόθεση είναι ότι οι οικονομικοί παράγοντες χρησιμοποιούν τις πιο πρόσφατες δημοσιευμένες πληροφορίες ώστε να σχηματίσουν προσδοκίες και να αναλάβουν δράση. Η μειούμενη διακύμανση που απορρέει από την επανάληψη υπεραντισταθμίζεται από τον πλούτο πληροφόρησης για πλειάδα μεταβλητών που ενημερώνονται σε μηνιαία βάση.

5 ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΕΥΡΗΜΑΤΑ

5.1 ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΑ ΔΥΝΗΣ ΑΠΟΚΡΙΣΗΣ¹⁶

Ως εισαγωγή στην οικονομετρική ανάλυση, διεξάγεται μια διαγραμματική ανάλυση κατά τα πρότυπα της μελέτης περιπτώσεων (event

¹⁵ Στην ψευδομεταβλητή, τα καθεστώτα των ελεύθερα κυμαινόμενων και διοικητικώς κυμαινόμενων ισοτιμιών, καθώς και οι σύντομες διακυμάνσεις, κατηγοριοποιούνται ως “κυμαινόμενες”. Όλα τα είδη των ζωνών και νομισματικών προσδέσεων (ανακοινωμένες, de facto και κυλιόμενες) εντάσσονται στην κατηγορία “άκαμπτα και ενδιάμεσα συναλλαγματικά καθεστώτα”.

¹⁶ Η συμπερίληψη πολλών και παραπλήσιων οικονομικού περιεχομένου ερμηνευτικών μεταβλητών ενέχει τον κίνδυνο να αυξάνεται η πολυσυγγραμμικότητα εντός του υποδείγματος και να περιορίζεται η σημαντικότητα των επιμέρους μεταβλητών. Γι’ αυτό το λόγο, από κάθε εξειδίκευση των υποδειγμάτων απαλείφονται οι μεταβλητές οι οποίες αποδεικνύονται στατιστικά ασήμαντες σε διαδοχικές δοκιμαστικές παραλλαγές της εξειδίκευσης.

Διάγραμμα 1 Συμπεριφορά μεταβλητών σε συγκεκριμένες κρίσεις

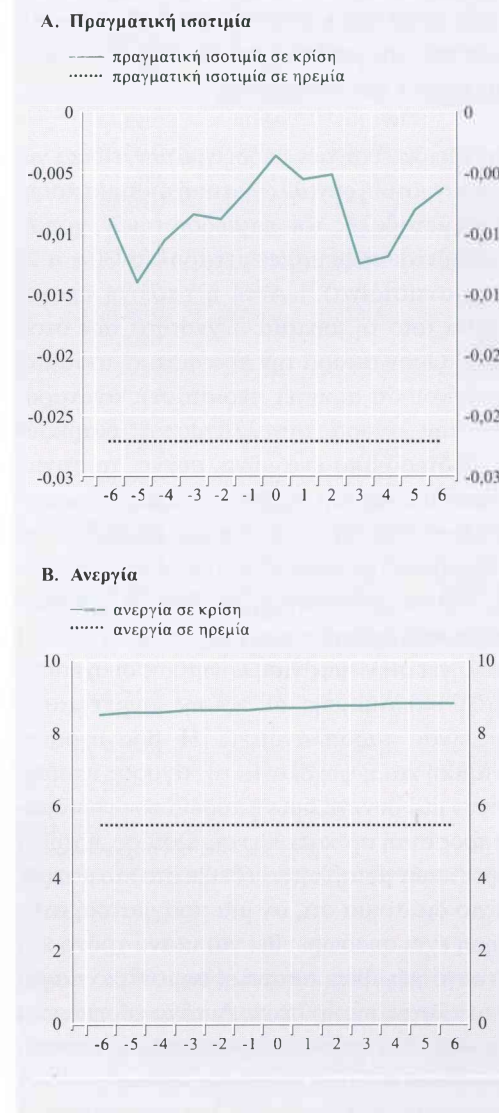
(πορεία μεταβλητών 12 μήνες πριν και 6 μήνες μετά από κάθε υποτίμηση)



study). Το Διάγραμμα 1 παρουσιάζει την πορεία μιας βασικής μεταβλητής από κάθε ομάδα μεταβλητών, ειδικότερα της πραγματικής συναλλαγματικής ισοτιμίας, του πληθωρισμού και της ανεργίας, για καθεμία από τις τρεις περιπτώσεις υποτιμήσεων του Πίνακα 1. Μπορεί να διαπιστωθεί ότι και για τις τρεις περιπτώσεις οι μεταβλητές συμπεριφέρονται κατά τρόπο συνεπή με τη θεωρία. Η πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία ανατιμάτο κάποιους μήνες πριν από κάθε κρίση, υποτιμήθηκε κατά την κρίση, συνεπεία της τελευταίας, και συνέχισε να ανατιμάται μετά, αν και με κάπως χαμηλότερους ρυθμούς, λόγω της συσσώρευσης διαφορών πληθωρισμού με τους εμπορικούς εταίρους της χώρας. Για τον δε πληθωρισμό, μπορεί να παρατηρηθεί ότι ήταν σε συνεχή ανοδική πορεία και στα τρία περιστατικά. Όσον αφορά την ανεργία, ενδιαφέρει το απόλυτο ποσοστό της, ως κίνητρο για επεκτατικές πολιτικές, και όχι ο ρυθμός μεταβολής της, ο οποίος είναι πολύ βραδύτερος σε σχέση με τις χρηματοοικονομικές μεταβλητές. Πράγματι, οι τρεις υποτιμήσεις συμπίπτουν με ένα ποσοστό ανεργίας το οποίο είναι σημαντικά υψηλότερο από το μέσο όρο του δείγματος (περίπου 5,5%) και το οποίο μάλιστα για δύο από τις τρεις περιπτώσεις βαίνει αυξανόμενο.

Το Διάγραμμα 2 συγκρίνει την εξέλιξη των επιπέδων της ανεργίας και της σωρευτικής πραγματικής ισοτιμίας σε περιόδους κρίσεων με τα αντίστοιχα επίπεδα σε περιόδους "ηρεμίας". Για τη σύγκριση χρησιμοποιείται ο μέσος όρος των δύο μεταβλητών για όλες τις περιπτώσεις υποτιμήσεων και αποκρουσθαισών πιέσεων του Πίνακα 1 και ο μέσος όρος των υπόλοιπων παρατηρήσεων.¹⁷ Από τα διαγράμματα προκύπτει σαφώς ότι οι περίοδοι κρίσεων χαρακτηρίζονται από συσσώρευση ανατιμήσεων σε σχέση με τη μέση πορεία της πραγματικής ισοτιμίας σε περιόδους ηρεμίας. Αυτές οι ανατιμήσεις αντιστρέφονται από αυτή καθαυτή την κρίση. Επίσης, το ποσοστό ανεργίας είναι σημαντικά μεγαλύτερο σε περιόδους αναταραχής στην αγορά συναλλάγματος σε σχέση με περιόδους ηρεμίας.

Διάγραμμα 2 Συμπεριφορά μεταβλητών κατά μέσο όρο σε περιόδους κρίσεων και σε ηρεμία



Η διαγραμματική ανάλυση, παρότι πολύ διαφωτιστική, συλλαμβάνει τη συμπεριφορά των μεταβλητών λίγους μήνες πριν από την κρίση, αλλά αδυνατεί να συλλάβει την επίδραση μακροχρόνιων, σωρευτικών, αποκλίσεων.

¹⁷ Η παρουσίαση του μέσου όρου του πληθωρισμού για όλες αυτές τις — πιθανότατα ανόμοιες — περιπτώσεις στερείται νοήματος αν δεν συγκριθεί με τους μέσους ρυθμούς πληθωρισμού των εμπορικών εταίρων της χώρας και άρα παραλείπεται. Οι αντίστοιχες πληροφορίες περιέχονται στην πορεία της πραγματικής ισοτιμίας.

Ακόμη σημαντικότερο, η ανάλυση αυτή είναι διμεταβλητή και άρα δεν μπορεί να συνυπολογίσει πιθανές αλληλεπιδράσεις και συμπληρωματική δράση μεταξύ των ερμηνευτικών μεταβλητών. Η επιβεβαίωση των προκαταρκτικών συμπερασμάτων λοιπόν καθιστά αναγκαία την εκτίμηση των πολυμεταβλητών οικονομετρικών υποδείγματων.

Στην εξειδίκευση των υποδειγμάτων, ειδικά για την πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία και το ρυθμό μεταβολής του επιπέδου τιμών, χρησιμοποιούνται σωρευτικές μεταβολές (30 και 24 μήνες αντίστοιχα).¹⁸ Αυτή η επιλογή υπαγορεύεται από τη μηνιαία συχνότητα των στοιχείων. Όσον αφορά την πραγματική ισοτιμία, δεδομένου ότι αρκετές περιστάσεις αναταραχής στην αγορά συναλλάγματος διαρκούν περισσότερο από ένα μήνα, συχνά, τη στιγμή την οποία ο δείκτης ορίζει ως “κρίση”, η ισοτιμία είναι ήδη υπερτιμημένη και το υπόδειγμα συλλαμβάνει τα πρώτα αποτελέσματα της κρίσης, δηλαδή την υποτίμηση. Έτσι, η χρησιμοποίηση ταυτόχρονων τιμών της μεταβλητής ΠΣΙ καταλήγει στην εμφάνιση αρνητικής συσχέτισης μεταξύ υπερτίμησης και κρίσης, συμπέρασμα που είναι παραπλανητικό. Η βραχυχρόνια δυναμική και η ψυχολογία της αγοράς υποδεικνύουν μια συνεχιζόμενη πορεία του νομίσματος προς αυτή την κατεύθυνση. Ωστόσο, η χρήση σωρευτικών μεταβλητών έδειξε στο πιο μακροχρόνιο διάστημα ότι, αν μια πραγματική ανατίμηση έχει συσσωρευθεί για ικανό χρόνο και σε ικανό μέγεθος, αποτελεί σημαντικό παράγοντα εμφάνισης κρίσεων. Αυτό το εύρημα επιβεβαιώνει την υπόθεση της επιστροφής με υστέρηση στο επίπεδο ισοτιμίας που αποκαθιστά την Ισοδυναμία Αγοραστικής Δύναμης και έχει εμφανιστεί και σε άλλες μελέτες. Αναφορικά με τον πληθωρισμό, κίνητρο για υποτίμηση αποτελεί η συνεχής συσσώρευση διαφορών πληθωρισμού με τους εμπορικούς εταίρους οι οποίες υπονομεύουν την ανταγωνιστικότητα της χώρας, και όχι μια στιγμιαία άνοδος του επιπέδου των τιμών η οποία πιθανώς οφείλεται σε εποχικούς ή συγκυριακούς παράγοντες.

Το Υπόδειγμα 1 στον Πίνακα 2 χρησιμοποιεί τον ad hoc δείκτη κρίσεων. Μπορεί να διαπι-

στωθεί ότι οι σχέσεις συμπίπτουν με τις προβλέψεις της θεωρίας. Η επίδοση του υποδείγματος, όπως μετρείται από το Akaike Information Criterion,¹⁹ είναι αρκετά ικανοποιητική, αλλά η ικανότητά του να κατηγοριοποιεί σωστά τα ενδεχόμενα είναι μέτρια.²⁰ Αυτό είναι αναμενόμενο λόγω της χρήσης μακράς χρονοσειράς η οποία ενσωματώνει πολλά, ανόμοια μεταξύ τους περιστατικά, όπως καταδείχθηκε και στην ποιοτική ανάλυση. Γενικότερα, η μηνιαία συχνότητα ενσωματώνει αρκετό από το θόρυβο που χαρακτηρίζει την αγορά συναλλάγματος (η μεταβλητότητα της ισοτιμίας είναι πολύ μεγαλύτερη από αυτή των θεμελιωδών μεγεθών) και έτσι συσκοτίζει τις πιο μακροχρόνιες σχέσεις των κρίσεων με τα μακροοικονομικά μεγέθη. Πρακτικά αυτό μεταφράζεται σε κάποια ευαισθησία των αποτελεσμάτων ως προς τη σημαντικότητα των μεταβλητών σε κάθε υπόδειγμα.

Παρά ταύτα, αρκετές μεταβλητές συσχετίζονται σημαντικά με τις επιθέσεις στη δραχμή. Η ύπαρξη ενός σημαντικού ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, όπως και ενός υψηλού ποσοστού ανεργίας, αυξάνει στατιστικώς σημαντικά την πιθανότητα κρίσης. Η συσσώρευση πραγματικής ανατίμησης εμφανίζεται θετικώς συσχετισμένη με την πιθανότητα κρίσης, έστω και με οριακή στατιστική σημαντικότητα. Επίσης, η μετάδοση κρίσεων που συνέβησαν σε άλλες ανεπτυγμένες

18 Για τις μεταβλητές που εμφανίζονται ως απλοί ρυθμοί μεταβολής χρησιμοποιήθηκαν 12ες διαφορές για να περιοριστεί η επίδραση των εποχικών παραγόντων. Η εκτίμηση με πρώτες ή τρίτες διαφορές έδειξε ότι τα βασικά ποιοτικά χαρακτηριστικά των σχέσεων κρίσεων-θεμελιωδών μεγεθών δεν αλλοιώνονται. Επίσης εκτιμήθηκαν και υποδείγματα που χρησιμοποιούν σωρευτικές μορφές για όλες τις μεταβλητές. Δεδομένου όμως ότι οι σωρευτικές μεταβλητές λειτουργούν ως ένας μέσος όρος πολλών βραχυχρόνιων επιδράσεων, οι οποίες πιθανώς αλληλεξουδετερώνονται, τα υποδείγματα αυτά αδυνατούν να συλλάβουν τον ακριβή χρόνο έναρξης των κρίσεων και άρα έχουν χαμηλή επίδοση. Γι' αυτό το λόγο παραλείπονται από την παρουσίαση.

19 Το Akaike Information Criterion επιλέχθηκε για το λόγο ότι δεν επηρεάζεται από τον αριθμό των μεταβλητών και την εξειδίκευση του υποδείγματος και άρα μπορεί να χρησιμοποιηθεί για τη σύγκριση μη εμφωλευστών (non-nested) υποδειγμάτων. Υψηλότερες τιμές του κριτηρίου υποδηλώνουν χειρότερη επίδοση του υποδείγματος.

20 Η χρήση επεξηγηματικών μεταβλητών με μία υστέρηση ώστε να μπορεί να οριστεί το υπόδειγμα ως “προβλεπτικό” μειώνει την επίδοση του υποδείγματος χωρίς να αλλοιώνει τα ποιοτικά χαρακτηριστικά των σχέσεων. Εν πάση περιπτώσει, η “προβλεψη” στερείται νοήματος στην περίπτωση της μελέτης ενός νομίσματος το οποίο δεν υφίσταται πλέον.

Πίνακας 2 Δυϊκά υποδείγματα

	Υπόδειγμα 1	Υπόδειγμα 2Α	Υπόδειγμα 2Β	Υπόδειγμα 3
Περιορισμοί στην κίνηση κεφαλαίων	0,205 (0,8378)			
Διεθνής μετάδοση κρίσης	2,235 (0,0254)	1,668 (0,0974)	1,051 (0,2934)	0,265 (0,7914)
Εκλογές	1,217 (0,2234)	0,858 (0,3911)	1,359 (0,1741)	
Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (% του ΑΕΠ), $\ln x_t$	-1,791 (0,0733)	-0,619 (0,5358)	-0,575 (0,5651)	-1,231 (0,2182)
Πληθωρισμός, $\ln x_t - \ln x_{t-12}$, (σωρευτικός)		2,268 (0,0233)	2,051 (0,0403)	2,017 (0,0437)
Ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ, $\ln x_t - \ln x_{t-12}$	0,024 (0,9808)	-0,333 (0,7388)	0,157 (0,8753)	
Εξωστρέφεια οικονομίας, $\ln x_t$	-0,967 (0,3335)			-2,082 (0,0373)
Δάνεια προς τον ιδιωτικό τομέα/ΑΕΠ, $\ln x_t - \ln x_{t-12}$	0,570 (0,5690)			1,646 (0,0989)
Πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία, $\ln x_t - \ln x_{t-12}$ (σωρευτική)	1,653 (0,0986)	1,376 (0,1688)	2,083 (0,0372)	0,135 (0,8928)
Ανεργία, $\ln x_t$	2,317 (0,0205)	2,773 (0,0056)	2,397 (0,0165)	2,327 (0,0200)
Καθεστώς συναλλαγματικής ισοτιμίας	-0,275 (0,7831)	2,041 (0,0412)	2,532 (0,0113)	0,877 (0,3806)
Μισθοί, $\ln x_t - \ln x_{t-12}$		1,902 (0,571)	2,488 (0,0129)	1,412 (0,1580)
Σταθερά	1,096 (0,2729)	-1,124 (0,2611)	-1,356 (0,1752)	-0,625 (0,5319)
	0,37797	0,59213	0,87509	0,50564

Σημείωση: Υπόδειγμα 1: y_{it} = ad hoc δείκτης, εκτιμημένο με στοιχεία Ιαν. 1960-Δεκ. 2000.

Υπόδειγμα 2: y_{it}^* = δείκτης ΠΑΣ, κρίση ($y=1$) αν $\text{obs} > 1,5\sigma + \mu$, εκτιμημένο με στοιχεία Ιαν. 1960-Δεκ. 2000.

Υπόδειγμα 2B: όπως το Υπόδειγμα 2 αλλά εκτιμημένο με στοιχεία Μαρτ. 1975-Δεκ. 1990.

Υπόδειγμα 3: y_{it} : κρίση αν: $\Delta s_{it} > 1,75\sigma_{\Delta s}$ και $\Delta s_{it} > 1,5$, εκτιμημένο με στοιχεία Ιαν. 1960-Δεκ. 2000.

Οι συντελεστές οι οποίοι είναι σημαντικοί σε ποσοστό στατιστικής σημαντικότητας 10% υποδεικνύονται με έντονους χαρακτήρες. P-values εντός παρενθέσεων, δηλαδή $P(|Z| > z)$.

χώρες είναι αρκετά σημαντική και συμπληρώνει, αν όχι υποκαθιστά, τις εσωτερικές ανισορροπίες.²¹

Το Υπόδειγμα 2 χρησιμοποιεί τους σύνθετους δείκτες εμφάνισης επιτυχημένων και αποκρουσθεισών κρίσεων οι οποίοι κατασκευάστηκαν από τα στοιχεία. Πρέπει να σημειωθεί ότι αρκετές από τις περιστάσεις τις οποίες ο σύνθετος δείκτης συλλαμβάνει ως κρίσεις συμπίπτουν με αυτές του ad hoc δείκτη, έστω και αν κάποιες είναι μετατοπισμένες ένα μήνα πριν ή μετά από την ευρέως αποδεκτή ημερομηνία. Ωστόσο, αρκετές περιπτώσεις διαφοροποιούνται. Ειδικότερα, ένας μεγαλύτερος όγκος παρατηρήσεων “κρίσεων” εμφανίζεται

μετά το 1980, οπότε και η μεταβλητότητα της αγοράς συναλλάγματος ήταν μεγαλύτερη. Μπορεί να διαπιστωθεί ότι η επίδοση του Υποδείγματος 2 υπολείπεται από αυτήν του Υποδείγματος 1.

Το Υπόδειγμα 2 αναδεικνύει τη σημασία της συσσώρευσης διαφορών πληθωρισμού και του ρυθμού αύξησης των μισθών ως παραγόντων που συσχετίζονται με τις κρίσεις. Η ανεργία εξακολουθεί να εμφανίζεται θετική και στατιστικά σημαντική. Η πραγματική συναλλαγμα-

21 Υπενθυμίζεται ότι η μεταβλητή μπορεί να αποτυπώνει διαταραχές κοινές σε όλες τις υπό εξέταση χώρες και όχι αυθεντική μετάδοση κρίσεων μέσω μακροοικονομικών και εμπορικών δεσμών ή μέσω αελαίας συμπεριφοράς των επενδυτών.

τική ισοτιμία έχει και πάλι το θεωρητικώς αναμενόμενο πρόσημο, αλλά χάνει το επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας. Η διεθνής μετάδοση εξακολουθεί να εμφανίζεται σημαντική, αν και ο συντελεστής είναι κάπως μικρότερος σε μέγεθος. Ένα σημαντικό νέο εύρημα που αναδεικνύεται από τη μετατόπιση των παρατηρήσεων “κρίσης” είναι η στατιστικά σημαντική θετική επίδραση του καθεστώτος της συναλλαγματικής ισοτιμίας στην πιθανότητα να ενσκήψουν κρίσεις. Δεδομένου του τρόπου με τον οποίο έχει οριστεί η μεταβλητή, αυτό υποδηλώνει ότι η πιθανότητα κρίσεων είναι μεγαλύτερη σε καθεστώτα πιο σταθερής ισοτιμίας. Αυτό το χαρακτηριστικό επιβεβαιώνει τις προβλέψεις της θεωρίας ότι τα ενδιαμέσα καθεστώτα συναλλαγματικής ισοτιμίας (μεταξύ της ελεύθερης διακύμανσης και της νομισματικής ένωσης) είναι πιο εύάλωτα στην εμφάνιση κερδοσκοπικών επιθέσεων όταν οι αγορές κρίνουν ότι το επιδιωκόμενο από τις νομισματικές αρχές επίπεδο της συναλλαγματικής ισοτιμίας αποκλίνει από αυτό που είναι συνεπές με τα θεμελιώδη μακροοικονομικά μεγέθη.

Το Υπόδειγμα 2B έχει την ίδια ακριβώς εξειδίκευση με το Υπόδειγμα 2, αλλά έχει εκτιμηθεί με στοιχεία της περιόδου από το Μάρτιο του 1975, οπότε και αποσυνδέθηκε η δραχμή από το δολάριο και άρχισε τη διακύμανσή της έναντι δέσμης νομισμάτων, έως και το τέλος του 1990, οπότε και θεωρείται ότι άρχισε η εφαρμογή των πολιτικών για την εκπλήρωση των κριτηρίων του Μάαστριχτ. Η σύγκριση των δύο υποδειγμάτων αναδεικνύει κάποια πολύ ενδιαφέροντα στοιχεία. Γενικώς επιβεβαιώνεται ότι οι κρίσεις αυτής της περιόδου έχουν τα χαρακτηριστικά τα οποία περιγράφονται από τα ΥΠΓ. Αυτή η θεώρηση μπορεί να συνοψιστεί από το γεγονός ότι η μεταβλητή της πραγματικής συναλλαγματικής ισοτιμίας είναι πλέον ισχυρά σημαντική, ενώ ήταν ασήμαντη όταν το ίδιο υπόδειγμα εκτιμήθηκε σε όλο το δείγμα. Αντιστρόφως, το γεγονός ότι οι κρίσεις αυτής της περιόδου μπορούν να εξηγηθούν ευχερέστερα από εσωτερικές ανισορροπίες, ειδικότερα των παραμέτρων ανταγωνιστικότητας και των νομισματικών μεγεθών, καταλήγει στο ότι η διεθνής μετάδοση είναι στατι-

στικά ασήμαντη, ενώ ήταν σημαντική σε εκτίμηση με ολόκληρο το δείγμα.²² Επίσης, η ικανότητα του υποδείγματος να κατηγοριοποιεί σωστά τις παρατηρήσεις κρίσεως αυξάνεται σημαντικά, δείγμα των ισχυρότερων σχέσεων των κρίσεων αυτής της περιόδου με αποκλίσεις στα εγχώρια θεμελιώδη μεγέθη. Κατά τα λοιπά το Υπόδειγμα 2B επαναλαμβάνει τα ευρήματα του Υποδείγματος 2.

Το Υπόδειγμα 3 χρησιμοποιεί το δείκτη ο οποίος συλλαμβάνει από τα στοιχεία αποκλειστικά παρατηρήσεις ευμεγέθους και ασυνήθους υποτίμησης της δραχμής.²³ Αν και οι γενικές αιτιότητες ακολουθούν την ίδια κατεύθυνση όπως στα προηγούμενα υποδείγματα, οι υποτιμήσεις φαίνεται να συσχετίζονται κάπως εντονότερα με εσωτερικές θεμελιώδεις ανισορροπίες σε σύγκριση με τις αποκρουσθείσες επιθέσεις. Αυτό αντανακλάται στο γεγονός ότι η διεθνής μετάδοση είναι ασήμαντη. Επίσης αναδεικνύεται για πρώτη φορά η στατιστικά σημαντική αρνητική επίδραση της εξωστρέφειας της οικονομίας στην πιθανότητα κρίσεων. Η εξωστρέφεια φαίνεται να αυξάνει την επίδραση την οποία μια πιθανή υποτίμηση ασκεί στο επίπεδο των τιμών και άρα μειώνει το κίνητρο των αρχών να προβούν σε υποτίμηση. Εκτός αυτών, οι υποτιμήσεις σχετίζονται σημαντικά με τη συσσώρευση υψηλών ρυθμών πληθωρισμού, με την αύξηση των τραπεζικών δανείων προς τον ιδιωτικό τομέα και με ένα υψηλό ποσοστό ανεργίας.

5.2 ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΠΟΛΛΑΠΛΗΣ ΑΠΟΚΡΙΣΗΣ

Το Υπόδειγμα 4 στον Πίνακα 3 είναι ένα Logit πολλαπλής απόκρισης για μη ταξινομημένα ενδεχόμενα (Multinomial Logit). Αυτό το υπόδειγμα επιτρέπει την ευθεία σύγκριση κρίσεων

²² Μια αυστηρότερη αποτίμηση του αυξανόμενου ρόλου των προσδοκιών και της διεθνούς μετάδοσης στις πιο πρόσφατες κρίσεις, καθώς και της αντίστοιχης μείωσης του ρόλου των εσωτερικών ανισορροπιών, λόγω των πολιτικών των σχετιζόμενων με την είσοδο στην ευρωζώνη, θα απαιτούσε την εκτίμηση του υποδείγματος με στοιχεία της περιόδου 1990-2000. Δυστυχώς αυτό δεν είναι δυνατόν, λόγω του μικρού αριθμού παρατηρήσεων “κρίσεως” σε αυτή την υποπερίοδο και της συνακόλουθης αναξιопιστίας των ευρημάτων.

²³ Τα αποτελέσματα πρέπει να ιδωθούν με έναν βαθμό σκεπτικισμού, λόγω του μικρού αριθμού παρατηρήσεων “υποτίμησης” εντός του δείγματος.

που επέφεραν υποτίμηση με αυτές που αντιμετώπιστηκαν επιτυχώς από την Τράπεζα της Ελλάδος, σε όρους συσχέτισης των κρίσεων με τις προσδιοριστικές τους παραμέτρους. Οι περιπτώσεις υποτιμήσεων συλλαμβάνονται σε όρους του δείκτη που χρησιμοποιεί αποκλειστικά την ισοτιμία. Ως κερδοσκοπικές πιέσεις οι οποίες αποκρούστηκαν από την Τράπεζα της Ελλάδος ορίζονται οι περιπτώσεις κατά τις οποίες ο σύνθετος δείκτης δηλώνει “κρίση”, αλλά ο δείκτης ο οποίος χρησιμοποιεί αποκλειστικά την ισοτιμία δεν δηλώνει υποτίμηση. Αντιστοίχως, το υπόδειγμα υπολογίζει δύο διαφορετικά διανύσματα συντελεστών των ανεξάρτητων μεταβλητών.

Η απομόνωση των δύο ενδεχομένων επιτρέπει να αναδειχθούν κάποια ενδιαφέροντα χαρακτηριστικά. Τα περιστατικά στην αγορά συναλλάγματος τα οποία κατέληξαν σε υποτίμηση συσχετίζονται με προβλήματα ανταγωνιστικότητας, όπως αυτά αποτυπώνονται στη σημαντικότητα της μεταβλητής της σωρευτικής πραγματικής ισοτιμίας.²⁴ Αντιθέτως, η

πραγματική ισοτιμία δεν είναι σημαντική για τις αποκρουσθείσες επιθέσεις. Επίσης, η διεθνής μετάδοση είναι σημαντική για τις αποκρουσθείσες επιθέσεις, αλλά όχι για τις υποτιμήσεις. Αυτό αποτελεί ένδειξη ότι για να συμβεί μια υποτίμηση δεν αρκούν παράγοντες που σχετίζονται με τις διεθνείς προσδοκίες. Ομοίως, η συσσώρευση υψηλών ρυθμών πληθωρισμού και ένα υψηλό επίπεδο ανεργίας είναι σημαντικές παράμετροι για το συντονισμό υποτιμητικών προσδοκιών και επακόλουθων κερδοσκοπικών πιέσεων, αλλά δεν αρκούν από μόνες τους για να συμβεί μια υποτίμηση. Τέλος, επιβεβαιώνεται ότι ένα ενδιάμεσο καθεστώς της ισοτιμίας (πιο άκαμπτο από την ελεύθερη διακύμανση, αλλά πιο εύκαμπτο από τη νομισματική ένωση) προσελκύει κερδοσκοπικές πιέσεις.

²⁴ Ομοίως και τα ελλείμματα στο εξωτερικό ισοζύγιο είναι πιο σημαντικά για τις υποτιμήσεις, παρότι η μεταβλητή χάνει το επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας. Γενικότερα, θα πρέπει να συνυπολογιστεί ότι ο μικρός αριθμός παρατηρήσεων “κρίσης” εντός του δείγματος είναι πιθανό να έχει οδηγήσει σε υποεκτίμηση και ευαισθησία των συντελεστών του αντίστοιχου ενδεχομένου.

Πίνακας 3 Υποδείγματα πολλαπλών αποκρίσεων

	Υπόδειγμα 4A: Αποκρουσθείσες επιθέσεις	Υπόδειγμα 4B: Υποτίμηση
Διεθνής μετάδοση κρίσης	1,687 (0,0916)	0,580 (0,5618)
Εκλογές	0,984 (0,3249)	0,000 (1,000)
Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (% του ΑΕΠ), ln _x	-0,482 (0,6300)	-1,373 (0,1699)
Πληθωρισμός, ln _x -ln _x -12, (σωρευτικός)	2,597 (0,0094)	0,854 (0,3931)
Εξωστρέφεια οικονομίας, ln _x	1,394 (0,1852)	-0,459 (0,6459)
Πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία, ln _x -ln _x -12 (σωρευτική)	1,350 (0,1771)	1,672 (0,0935)
Ανεργία, ln _x	2,313 (0,0207)	1,133 (0,2573)
Καθεστώς συναλλαγματικής ισοτιμίας	2,095 (0,0362)	-0,254 (0,7997)
Σταθερά	-0,722 (0,4704)	0,708 (0,4789)

Σημείωση: Υπόδειγμα 4A: αποκρουσθείσα επίθεση αν: για τον δείκτη ΠΑΣ (y_{it}^*) obs > 1,5σ+μ και [$\Delta s_{it} < 1,75 \sigma_{\Delta s_{it}}$, $\Delta s_{it} < 1,75$], εκτιμημένο με στοιχεία Ιαν. 1960-Δεκ. 2000.

Υπόδειγμα 4B: υποτίμηση αν: $\Delta s_{it} > 1,75 \sigma_{\Delta s_{it}}$ και $\Delta s_{it} > 1,75$, εκτιμημένο με στοιχεία Ιαν. 1960-Δεκ. 2000.

Οι συντελεστές οι οποίοι είναι σημαντικοί σε ποσοστό στατιστικής σημαντικότητας 10% υποδεικνύονται με έντονους χαρακτήρες. P-values εντός παρενθέσεων, δηλαδή P[|Z| > z].

6 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΚΑΙ ΣΥΝΕΠΕΙΕΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΑΣΚΗΣΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ

Η εισαγωγή του ευρώ την 1η Ιανουαρίου 2001 αποτέλεσε γεγονός καθοριστικής σημασίας για την οικονομική ιστορία της χώρας και όρισε ένα πεδίο συζήτησης σχετικά με τα βραχυχρόνια και μακροχρόνια οφέλη από αυτή την εξέλιξη. Η παρούσα μελέτη επιχείρησε να συνεισφέρει σε αυτό το διάλογο σκιαγραφώντας μια σημαντική πτυχή του ελληνικού νομισματικού φαινομένου, τις περιπτώσεις πιέσεων επί της δραχμής στη διάρκεια της περιόδου 1960-2000. Πέρα από την ιστορική της χρησιμότητα, η αφήγηση αυτή αναδεικνύει το πρώτο προφανές όφελος από την ένταξη στην ευρωζώνη, την απαλλαγή από τις νομισματικές κρίσεις και από τα ισχυρά πλήγματα που επιφέρουν σε όρους σταθερότητας και ανάπτυξης στις οικονομίες στις οποίες ενσκήπτουν. Η ανάλυσή μας επιβεβαιώνει το συμπέρασμα της διεθνούς βιβλιογραφίας ότι για τις μικρές ανοικτές οικονομίες, όπως η ελληνική, οι διαθέσιμες επιλογές για το καθεστώς της συναλλαγματικής ισοτιμίας είναι οι δύο ακραίες, της πλήρως ελεύθερης διακύμανσης και της ένταξης σε μια νομισματική ένωση. Τα καθεστώτα ενδιαμέσου βαθμού ευελιξίας έχουν χαμηλότερες πιθανότητες βιωσιμότητας, λόγω του ότι τείνουν να προσκαλούν κερδοσκοπικές επιθέσεις. Για τις χώρες που βρίσκονται σε φάση μετάβασης προς την ΟΝΕ αυτό αποτελεί ένα εξαιρετικά χρήσιμο κριτήριο συμπεριφοράς.

Όσον αφορά τη σχέση των κρίσεων με τα θεμελιώδη μεγέθη, το κεντρικό συμπέρασμα είναι ότι δεν είναι δυνατόν να εξηγηθούν όλα τα γεγονότα με βάση ένα μοναδικό σκεπτικό αιτιοτήτων και αλληλουχιών. Η μακρά περίοδος που καλύπτεται από την εμπειρική ανάλυση ενσωματώνει πολλές αλλαγές στο καθεστώς της συναλλαγματικής ισοτιμίας και στο πλαίσιο άσκησης της νομισματικής πολιτικής. Παρά ταύτα, μπορεί να συναχθεί το γενικότερο συμπέρασμα ότι οι κερδοσκοπικές επιθέσεις επί της δραχμής έως και τις αρχές της δεκαετίας του 1990 συνδέονται σημαντικά με μια σειρά μακροοικονομικών ανισορροπιών, ιδιαίτερες αυτές που συνδέονται με την ανταγωνιστικό-

τητα της οικονομίας και τα νομισματικά μεγέθη. Μετά τη δομική αλλαγή στη νομισματική πολιτική που επήλθε από την ανάγκη εκπλήρωσης των κριτηρίων του Μάαστριχτ, οι οποίες διαταραχές προέκυψαν περισσότερο λόγω της μετάδοσης διεθνών κρίσεων εντός ενός αυξανόμενου διασυνδεδεμένου διεθνούς περιβάλλοντος. Επιπροσθέτως, οι περιπτώσεις κατά τις οποίες κερδοσκοπικές επιθέσεις κατέληξαν σε υποτιμήσεις χαρακτηρίζονταν από βαθύτερες δομικές ανισορροπίες, σε αντίθεση με τις πιέσεις που αποκρούστηκαν από την Τράπεζα της Ελλάδος και οι οποίες ήταν μάλλον απότοκοι εφήμερων προσδοκιών της αγοράς.

Η πολιτική της Τράπεζας της Ελλάδος για την αποτροπή των συναλλαγματικών κρίσεων, λαμβανομένης υπ' όψιν της μερικής ανεξαρτησίας η οποία την χαρακτήριζε μέχρι το 1994 και του συγκεκριμένου ειδικού βάρους της εντός του διεθνούς χρηματοοικονομικού περιβάλλοντος, δεν μπορεί παρά να θεωρηθεί επιτυχημένη. Συγκρίσεις με το κόστος σε όρους οικονομικής μεγέθυνσης και διαταραχής του χρηματοπιστωτικού συστήματος το οποίο κατέβαλαν χώρες με παρόμοια δομικά προβλήματα οι οποίες υπήρξαν θύματα επιθέσεων αποδεικνύουν του λόγου το αληθές.

Η αυξημένη αξιοπιστία της ΕΚΤ και του προσανατολισμού της σε πολιτικές σταθερότητας — εκ του καταστατικού λειτουργίας της — και η πολλαπλάσια ικανότητα παρέμβασής της προς στήριξη του νομίσματος δίνουν ένα μέτρο των μακροχρόνιων πλεονεκτημάτων από την ένταξη στη ζώνη του ευρώ. Η νομισματική σταθερότητα είναι ιδιαίτερος σημαντική λόγω: (α) της αυξανόμενης διασύνδεσης και του ανοίγματος της ελληνικής οικονομίας στο διεθνές οικονομικό περιβάλλον και (β) της αυξανόμενης κινητικότητας των διεθνών χρηματοοικονομικών κεφαλαίων και της ενδογενούς τάσης των κατόχων μεριδίων αμοιβαίων κεφαλαίων να αναλύουν λεπτομερώς ευκαιρίες κερδοφορίας που προκύπτουν από υπαρκτές και δυνητικές αδυναμίες των οικονομιών. Τελικά, πρέπει να συνυπολογιστεί η αλλαγή της “οικονομικής κουλτούρας” που το νέο θεσμικό και πολιτισμικό υπόδειγμα δύναται να συνεπιφέρει.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Ι

ΠΗΓΕΣ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ

- Μέσες μηνιαίες συναλλαγματικές ισοτιμίες: ΔΝΤ, International Financial Statistics (IFS line rf).

- Συνολικά διεθνή διαθέσιμα πλην χρυσού: ΔΝΤ (IFS line 11d).

- Βραχυπρόθεσμο επιτόκιο: Χρησιμοποιούνται το προεξοφλητικό επιτόκιο από τον Ιανουάριο του 1961 έως το Μάιο του 1980 (IFS line 60)²⁵ και το επιτόκιο της διατραπεζικής αγοράς για τοποθετήσεις διάρκειας μίας ημέρας (overnight)²⁶ από τον Ιούνιο του 1980 (από τότε είναι διαθέσιμη η σειρά) έως το Δεκέμβριο του 2000, Τράπεζα της Ελλάδος.

- Πραγματική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία: European Commission, DGFIN. Άνοδος ισοδυναμεί με ανατίμηση, τριμηνιαία στοιχεία, με τιμές επαναλαμβανόμενες για τους 3 μήνες κάθε τριμήνου έως το 1969. Από τον Ιανουάριο του 1970 πραγματική σταθμισμένη μηνιαία ισοτιμία από τη βάση δεδομένων Main Economic Indicators του ΟΟΣΑ. Το έτος βάσης έγινε για όλα τα στοιχεία το 1995 και ελέγχθηκε η συγκρισιμότητά τους.

- Πλεόνασμα/έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών: *Μηνιαίο Στατιστικό Δελτίο*, Τράπεζα της Ελλάδος.

- Δημοσιονομικό πλεόνασμα (+) ή έλλειμμα (-): ΔΝΤ (IFS line 80).

- Ονομαστικό ΑΕΠ: ΔΝΤ (IFS line 99bc).

- Εγχώριες πιστώσεις: ΔΝΤ (IFS line 32).

- Δάνεια προς τον ιδιωτικό τομέα: ΔΝΤ (IFS line 32d).

- Μισθοί, δείκτης (1995=100): ΔΝΤ (IFS line 65 ή 65ey).

- Εισαγωγές και εξαγωγές σε δολάρια: ΔΝΤ (IFS line 70d και 71d αντίστοιχα).

- Ευρύτερη νομισματική προσφορά M1: ΔΝΤ (IFS line 34).

- Δείκτης τιμών καταναλωτή: ΔΝΤ (IFS line 64).

- Ποσοστό ανεργίας: Datastream (OECD), μετατροπή από τριμηνιαία στοιχεία, εποχικά διορθωμένα.

Νίκη ή ήττα του κυβερνώντος κόμματος ή συνασπισμού: τα περιστατικά συνελήφσαν από το Keesing's Record of World Events και κατηγοριοποιήθηκαν με βάση την αλλαγή/συνέχεια του κυβερνητικού συνασπισμού στην εξουσία. Συνεπώς, δεν περιλαμβάνονται δημοτικές εκλογές ή προεδρικές εκλογές σε χώρες στις οποίες ο πρόεδρος δεν έχει ουσιαστική εξουσία. Αντιστοίχως, μια σημαντική αλλαγή στη σύνθεση ενός κυβερνητικού συνασπισμού κατηγοριοποιείται ως αλλαγή, ακόμη και όταν ένα ή περισσότερα κόμματα του προηγούμενου συνασπισμού παραμένουν στην εξουσία.

Η ψευδομεταβλητή ύπαρξης/απουσίας ελέγχου στην κίνηση κεφαλαίων κατασκευάστηκε από πληροφορίες που περιλαμβάνονται στην ετήσια έκθεση του ΔΝΤ *Exchange Arrangements and Exchange Restrictions*.

²⁵ Το προεξοφλητικό επιτόκιο που χρησιμοποιήθηκε έως το 1980 ήταν διοικητικά καθοριζόμενο και δεν αποτύπωνε πλήρως τις συνθήκες που επικρατούσαν στην αγορά. Ωστόσο, δεδομένης της γενικής σταθερότητας που χαρακτήριζε εκείνη την περίοδο, όπως αποτυπώνεται και στον *ad hoc* δείκτη, οι απόψεις σε αποτελεσματικότητα είναι μικρές.

²⁶ Μέσος όρος των επιτοκίων όλων των πράξεων διάρκειας μιας ημέρας στη διατραπεζική αγορά. Πράξεις που διενεργεί η Τράπεζα της Ελλάδος με τις άλλες τράπεζες (αντλεί ή παρέχει ρευστότητα), αλλά και οι τράπεζες μεταξύ τους. Η Τράπεζα της Ελλάδος, μεταβάλλοντας το επιτόκιο της διατραπεζικής αγοράς, έδινε και τις κατευθυντήριες γραμμές για το πού θα κινήθουν τα επιτόκια με τα οποία καλύπτουν ανάγκες ρευστότητας οι τράπεζες μεταξύ τους.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 2

ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ

Το Υπόδειγμα Δυναδικής Απόκρισης (Binary Response Model, ΥΔΑ εφεξής) προκύπτει αφού υποτεθεί μια υπολανθάνουσα μεταβλητή απόκρισης y_i^* , η οποία ορίζεται από τη γραμμική σχέση παλινδρόμησης με ένα διάνυσμα ερμηνευτικών μεταβλητών:

$$y_i^* = x_i\beta + \varepsilon_i \quad (1)$$

Για την παρούσα εφαρμογή το y_i^* είναι ένας δείκτης “κερδοσκοπικής πίεσης” (βλ. παρακάτω) και θεωρείται ότι είναι μη παρατηρήσιμος. Αντ’ αυτού παρατηρείται μια δυαδική μεταβλητή y , εδώ το αποτέλεσμα “κρίση”, που ορίζεται από τη σχέση:

$$\begin{cases} y_i = 1 & \text{αν } y_i^* > \tau \\ y_i = 0 & \text{διαφορετικά} \end{cases} \quad (2)$$

όπου το τ είναι ένα “κατώφλιο”. Οι συντελεστές των μεταβλητών και η πιθανότητα του γεγονότος εκτιμώνται με μεθόδους μεγίστης πιθανοφάνειας (Maximum Likelihood methods). Η υπόθεση ότι το ε_i ακολουθεί τη λογιστική ή την κανονική σωρευτική κατανομή αποδίδει τα υποδείγματα logit και probit αντίστοιχα. Στη δυαδική περίπτωση τα δύο υποδείγματα δεν διαφέρουν κατόπιν μετατροπής σε κοινή κλίμακα της τιμής των συντελεστών τους, ώστε για λόγους συγκρισιμότητας και στατιστικών ελέγχων χρησιμοποιούνται υποδείγματα probit σε όλη τη μελέτη.

Η κατασκευή του δείκτη κερδοσκοπικής πίεσης y^* για την αναγνώριση της ύπαρξης μιας συναλλαγματικής κρίσης περιπλέκεται από το πολυσχιδές των συμπτωμάτων που εμφανίζονται στα διάφορα επεισόδια (αναστροφή ροής κεφαλαίων, υπερβολικές διακυμάνσεις στις αγορές κεφαλαίων, πτωχεύσεις τραπεζών, κυβερνητικά μέτρα διάσωσης, απότομη επιβράδυνση του ΑΕΠ μετά τις κρίσεις κτλ.). Περαιτέρω, οι Meese and Rogoff (1983) και Mussa (1979), μεταξύ άλλων, απέδειξαν ότι τα δομικά υποδείγματα αδυνατούν να μετρήσουν

την υπερβάλλουσα ζήτηση χρήματος και να προβλέψουν τη συναλλαγματική ισοτιμία. Συνεπώς, η “κρίση” θα πρέπει να προσεγγιστεί από μια ad hoc κατασκευή “κερδοσκοπικής πίεσης”. Επεκτείνοντας το υπόδειγμα των Girton and Roper (1977), η υπερβάλλουσα ζήτηση για συνάλλαγμα εμφανίζεται μέσω τριών μη αμοιβαία αποκλειόμενων διαύλων, δηλ. μιας υποτίμησης, πώλησης συναλλαγματικών διαθεσίμων ή και αύξησης των επιτοκίων. Ένας σταθμισμένος μέσος όρος αυτών αποτελεί την “υπολανθάνουσα” μεταβλητή y_i^* . Ακολουθώντας τους Eichengreen et al. (1995, 1996), αυτός αναφέρεται ως δείκτης “Πίεσης στην αγορά συναλλάγματος” (ΠΑΣ).²⁷ Συνεπώς,

$$EMP_i = [(\alpha \Delta s_i) + (\beta \Delta int_i) - (\gamma \Delta r_i)] \quad (3)$$

όπου s είναι η ονομαστική διμερής συναλλαγματική ισοτιμία έναντι του δολαρίου ΗΠΑ, int είναι το βραχυπρόθεσμο επιτόκιο και r ο λόγος των διεθνών συναλλαγματικών διαθεσίμων —πλην χρυσού— προς τη νομισματική προσφορά (συνήθως M1). Όλες οι μεταβλητές είναι σε φυσικούς λογαρίθμους, το σύμβολο Δ δηλώνει το ρυθμό μεταβολής (τυπικά πρώτες διαφορές), η υπόστιξη t δηλώνει τον μήνα και έτος της παρατήρησης και τα α , β και γ είναι θετικές σταθερές που χρησιμοποιούν ως σταθμίσεις, συγκεκριμένα τα αντίστροφα των μεταβλητοτήτων κάθε συνιστώσας. Πολλοί συγγραφείς εφαρμόζουν αντίστοιχες σταθμίσεις ώστε να “εξισώνονται” οι μεταβλητότητες των τριών σειρών και καμία συνιστώσα να μην κυριαρχεί επί του δείκτη.

Για να οριστεί η κρίση, τίθεται το κατώφλιο τ της σχέσης (2) ως $(\delta \sigma_{EMP} + \mu_{EMP})$, όπου μ και

²⁷ Οι Eichengreen et al. (1995, 1996) δοκίμασαν και τον υπολογισμό των μεταβλητών ως πλεονασμάτων επί των αντίστοιχων της Γερμανίας, η οποία επιλέγεται ως χώρα αναφοράς λόγω της μεταπολεμικής νομισματικής σταθερότητας που τη διέκρινε. Οι Anastasatos and Davidson (2006) απέδειξαν ότι σε μνημιαία στοιχεία αυτή η στάθμιση δεν διαφοροποιεί ουσιαστικά τα αποτελέσματα, επομένως παραλείπεται. Παρόμοιοι δείκτες χωρίς στάθμιση με χώρα αναφοράς χρησιμοποιήθηκαν και από τους Sachs, Tornell and Velasco (1996) και τους Frankel and Rose (1996).

σ είναι ο μέσος όρος και η τυπική απόκλιση του δείκτη ΠΑΣ αντίστοιχως και δ μια θετική σταθερά, εδώ 1,5. Αυτή η προσέγγιση αποτελεί το εφελκτήριο ως σύμφωνη με το πνεύμα των θεωρητικών υποδειγμάτων, αλλά και διότι είναι ικανή να εντοπίσει επιθέσεις σε συναλλαγματικά καθεστώτα λιγότερο άκαμπτα από τα καθεστώτα σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών.

Για να αποφευχθεί η διπλή καταμέτρηση μιας κρίσης στην περίπτωση που αυτή διαρκέσει περισσότερο από ένα μήνα, αφαιρούνται οι παρατηρήσεις πριν και μετά από κάθε τιμή “1” του δείκτη. Κατόπιν, το ίδιο γίνεται και με τις τιμές “0”, ώστε να αποφευχθεί συντριπτική υπεροχή των παρατηρήσεων “ηρεμίας” έναντι αυτών της “κρίσης” η οποία θα κατέπνιγε κάθε αιτιώδη συνάφεια των κρίσεων με τα θεμελιώδη μεγέθη. Αυτή η πρακτική (exclusion window), που είναι συνήθης στη διεθνή βιβλιογραφία, έχει ως συνέπεια οι εξαγόμενοι δείκτες πιθανοφάνειας από τα υποδείγματα να μην αντιστοιχούν επακριβώς σε πιθανότητες κρίσης.

Η κατασκευή του δείκτη ΠΑΣ ενέχει δύο στοιχεία υποκειμενικότητας στην επιλογή των συστατικών του, καθώς και στον ορισμό του τι αποτελεί “κερδοσκοπική πίεση” *per se*. Πρώτον, παράγοντες όπως ο καθορισμός των επιτοκίων από τις διοικητικές αρχές, η ύπαρξη ελέγχων στις κεφαλαιακές συναλλαγές και τα ασφάλιστρα κινδύνου εμποδίζουν την επίδραση της διαφοράς των επιτοκίων στον αναμενόμενο ρυθμό υποτίμησης.²⁸ Δεύτερον, οι μεταβολές των συναλλαγματικών διαθεσίμων ίσως δεν αποτυπώνουν πλήρως τις παρεμβάσεις στην αγορά συναλλάγματος, αφού παραβλέπουν ή αντανakλούν ελλιπώς παράγοντες όπως συναλλαγές εκτός ισολογισμού, παρέμβαση από τρίτους, εφεδρικές πιστώσεις και υποχρεώσεις προς το εξωτερικό. Η επιβολή ελέγχων στις κινήσεις κεφαλαίων θα μπορούσε να αποτελέσει ίσως μια εξίσου κατατοπιστική ένδειξη συσσώρευσης κερδοσκοπικής πίεσης, ωστόσο η ποσοτικοποίηση των ελέγχων στην κίνηση κεφαλαίων, ώστε να μπορούν να χρησιμο-

ποιηθούν ως ένα μονοτονικά ταξινομημένο συστατικό του δείκτη, είναι ένα πρόβλημα χωρίς εμφανή λύση. Επιπλέον, και οι έλεγχοι της κίνησης κεφαλαίων ενδέχεται να καταστρατηγούνται από πρακτικές όπως είναι η ψευδής τιμολόγηση και οι συναλλαγές στη μαύρη αγορά, οι οποίες διαβρώνουν αργά τη θέση σε διαθέσιμα και υπονομεύουν την ικανότητα των νομισματικών αρχών να διατηρήσουν μια σταθερή ισοτιμία. Τέλος, εάν οι έλεγχοι στις κινήσεις κεφαλαίων (υπάρχοντες ή επαπειλούμενοι) παρέχουν μία ένδειξη κρίσεως, η επάρκεια διαθεσίμων θα μπορούσε αντίστοιχα να χρησιμοποιηθεί ως ερμηνευτική μεταβλητή. Τέτοιοι ενδοιασμοί ως προς τη φορά των εξεταζόμενων αιτιοτήτων δημιουργούν μεθοδολογικά και οικονομικά ερωτήματα και αμφισβητούν τη σωστή εξειδίκευση του υποδείγματος στο σύνολό του. Οι Frankel and Rose (1996) προτείνουν τη χρήση μεταβλητών με μία χρονική υστέρηση ώστε να μειωθεί το πρόβλημα της αλληλεξάρτησης. Εντούτοις, αυτή η λύση δεν έχει θεωρητικό υπόβαθρο και επιπλέον δεν εξηγεί πώς αλληλεπιδρούν οι βασικές υπολανθάνουσες σχέσεις.

Η δυσκολία του να ορίσει κανείς και να ανιχνεύσει μια επίθεση, ειδικά μια αποτυχημένη, θέτει το ερώτημα αν θα πρέπει να εξεταστούν οι επιθέσεις ή μόνο τα πραγματικά επεισόδια υποτίμησης. Πολλοί συγγραφείς ακολουθούν τη δεύτερη οδό. Ακολουθήθηκε και εδώ αυτή η πρακτική, μόνο που αφέθηκε το ίδιο το δείγμα να επιλέξει τα επεισόδια προς μελέτη αντί αυτά να οριστούν ad hoc, για τη μεγιστοποίηση της αντικειμενικότητας. Σε αυτή την περίπτωση, το κριτήριο στοχεύει να ανιχνεύσει μόνο “πραγματικά” επεισόδια

²⁸ Ειδικά για την Ελλάδα, οι Karfakis and Moschos (1999) επισημαίνουν ότι τα επιτόκια χρησιμοποιούνταν ως εργαλεία πολιτικής για την απόκρουση κερδοσκοπικών πιέσεων μετά την απελευθέρωση των κεφαλαιακών ροών το Μάιο του 1994, ημερομηνία που προσεγγίζει το τέλος του δείγματος. Μπορεί να προστεθεί ότι κατά τα πρώιμα έτη του δείγματος τα επιτόκια σε μεγάλο βαθμό ορίζονταν από την Τράπεζα της Ελλάδος σύμφωνα με τις ανάγκες άσκησης μακροοικονομικής πολιτικής και δεν αντανakούσαν πλήρως τις συνθήκες της αγοράς. Άλλωστε, οι χρηματοπιστωτικές αγορές ήταν ακόμη σε εμβρυϊκό στάδιο, δεν είχαν επαρκή ωριμότητα και βάθος ώστε να επιτελέσουν αυτό το ρόλο. Επομένως, υπάρχει ισχυρό επιχείρημα για την παράλειψη των επιτοκίων από το δείκτη ΠΑΣ.

κατάρρευσης της ισοτιμίας και άρα είναι συνάρτηση αποκλειστικά της συναλλαγματικής ισοτιμίας:

$$\Delta s_{it} > \kappa \sigma_i^{\Delta s} \text{ και } \Delta s_{it} > \lambda \quad (4)$$

όπου $\sigma_i^{\Delta s}$ είναι η τυπική απόκλιση του Δs και τα κ, λ είναι θετικές σταθερές. Οι Frankel and Rose (1996) και Goldfajn and Valdes (1997) χρησιμοποίησαν παραλλαγές αυτού του κριτηρίου. Η λογική του έγκειται στην ανίχνευση περιστατικών όπου η υποτίμηση είναι αφενός ασυνήθης, αφού ληφθεί υπόψη ο πληθωρισμός, και αφετέρου αρκετά σημαντική ώστε να μειώσει αισθητά την αγοραστική δύναμη του νομίσματος. Το γεγονός αυτό υποδηλώνει μια βραχυχρόνια μεταβολή της πραγματικής συναλλαγματικής ισοτιμίας e , παρέχοντας έναν εναλλακτικό ορισμό του τι είναι κρίση.

Το υπόδειγμα Logit πολλαπλών αποκρίσεων

(Multinomial Logit Model - MNLM) μπορεί να παρουσιαστεί ως:

$$Pr(y=y_m|x) = \exp(\beta_m'x_i) / \sum_{j=1}^J \exp(\beta_j'x_i) \quad (5)$$

όπου $\beta_i=0$

Γίνεται η υπόθεση ότι η υπολανθάνουσα δομική εξίσωση έχει ανεξάρτητο, ταυτοτικά κατανομημένο διαταρακτικό όρο (i.i.d) ο οποίος ακολουθεί την κατανομή ακραίων τιμών (extreme value distribution) και αντανάκλα την ετερογένεια μεταξύ των παρατηρήσεων. Ο περιορισμός $\beta_i=0$ επιβάλλεται για την ταυτοποίηση του υποδείγματος με $j=1$ να αντιστοιχεί στην “ηρεμία” στην παρούσα εφαρμογή. Το σημαντικό χαρακτηριστικό του MNLM είναι ότι επιτρέπει στο διάλυμα των συντελεστών των μεταβλητών να διαφέρει για κάθε απόκριση (ενδεχόμενο), ώστε να μπορεί να περιλάβει την πιθανότητα δομικών διαφορών μεταξύ των προσδιοριστικών παραμέτρων κάθε ενδεχομένου.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

A. ΕΛΛΗΝΙΚΗ

- Αλογοσκούφης, Γ. και Σ. Λαζαρέτου (2002), *Η δραχμή*, εκδόσεις Λιβάνη.
- Βορίδης, Η., Ε. Αγγελοπούλου και Ι. Σκοτίδα (2003), “Η νομισματική πολιτική μέσα από τα κείμενα της Τράπεζας της Ελλάδος 1990-2000”, Τράπεζα της Ελλάδος, *Οικονομικό Δελτίο*, τεύχος 20, σελ. 7-86.
- Γκαργκάνας, Ν.Χ. και Γ.Σ. Ταβλός, (2002), “Νομισματικά καθεστώτα και επιδόσεις ως προς τον πληθωρισμό”, στο: R.C. Bryant, Ν.Χ. Γκαργκάνας και Γ.Σ. Ταβλός (επιμ.), *Οικονομικές επιδόσεις και προοπτικές της Ελλάδος*, 55-128, Αθήνα, Τράπεζα της Ελλάδος & The Brookings Institution.
- Γκαργκάνας, Ν.Χ. (2008), “Συναλλαγματικά καθεστώτα στην πορεία προς την ΟΝΕ: διδάγματα από την εμπειρία της Ελλάδος”, στο: Ν.Χ. Γκαργκάνας, *Προκλήσεις για τη νομισματική πολιτική σε έναν αλληλοεξαρτώμενο κόσμο*, Αθήνα, Τράπεζα της Ελλάδος.
- Εκθέσεις του Διοικητή* για τα έτη 1983, 1990, 1993, 1995. Τράπεζα της Ελλάδος.
- Λαζαρέτου, Σ. (2009), “Στρατηγικές και μέσα νομισματικής πολιτικής στην Ελλάδα” στο: Θ. Καλαφάτης και Ε. Πρόντζας (επιμ.), *Οικονομική ιστορία του ελληνικού κράτους*, τόμος Β', Οικονομικές λειτουργίες και επιδόσεις, κεφ. 7, Πολιτιστικό Ίδρυμα Ομίλου Πειραιώς (υπό έκδοση).
- Μπρισιμής, Σ.Ν., Ν.Σ. Μαγγίνας, Γ.Θ. Συμigiάννης και Γ.Σ. Ταβλός (2002), “Ζητήματα σχετικά με τη μετάδοση της νομισματικής πολιτικής” στο: R.C. Bryant, Ν.Χ. Γκαργκάνας και Γ.Σ. Ταβλός (επιμ.), *Οικονομικές επιδόσεις και προοπτικές της Ελλάδος*, 291-340, Αθήνα, Τράπεζα της Ελλάδος & The Brookings Institution.

B. ΞΕΝΟΓΛΩΣΣΗ

- Agenor, P.R., J.S. Bhandari and R.P. Flood (1992), “Speculative attacks and models of balance-of payments crises”, NBER Working Paper, 3919, Νοέμβριος.
- Anastasatos, T.G. and I.R. Davidson (2006), “An Empirical Characterisation of Speculative Pressure: A Comprehensive Panel Study Using LDV Models in High Frequency”, *Journal of Economic Integration*, 21 (3), Σεπτέμβριος, 619-656.
- Apergis, N. and S. Eleftheriou (2002), “Measuring Exchange Market Pressure and the Degree of Exchange Market Intervention for the Greek Drachma”, *International Economic Journal*, Vol. 16 (no 3), 135-145.
- Barro, R. and D. Gordon (1983), “A positive theory of monetary policy in a natural rate model”, *Journal of Political Economy*, 91, 589-610.
- Blanco, H. and P.M. Garber (1986), “Recurrent devaluation and speculative attacks on the Mexican peso”, *Journal of Political Economy*, 94, 148-66.
- Buiter, W., G. Corsetti and P. Pesenti (1996), “Financial markets and international monetary co-operation”, Cambridge, Cambridge University Press.
- Calvo, G. and E.G. Mendoza (1997), *Rational herd behaviour and the globalisation of securities markets*, αδημοσίευτη μελέτη, University of Maryland, Νοέμβριος.
- Caplin, A. and J. Leahy (1994), “Business as usual, market crashes and wisdom after the fact”, *American Economic Review*, 84, 548-565.
- Cumby, R.E. and van S. Wijnbergen (1989), “Financial policy and speculative runs with a crawling peg: Argentina 1979-81”, *Journal of International Economics*, 27, 111-27.
- Dooley, M., (1997), “A model of crises in emerging markets”, NBER Working Paper 6300.
- Eichengreen, B., A.K. Rose and C. Wyplosz (1995), “Exchange market mayhem: The antecedents and aftermath of speculative attacks”, *Economic Policy*, 21, 249-312.

Eichengreen, B., A.K. Rose and C. Wyplosz (1996), "Contagious currency crises", *Scandinavian Journal of Economics*, 98 (4), 463-84.

Flood, R.P. and P. Garber (1984), "Collapsing exchange rate regimes: some linear examples", *Journal of International Economics*, 17, 1-13.

Flood, R.P. and C. Kramer (1996), "Economic Models of Speculative Attacks and the Drachma Crisis of May 1994", στο: G.S. Tavlás (επιμ.) *The Collapse of Exchange Rate Regimes: Causes, Consequences and Policy Responses*, Kluwer Academic Publishers.

Flood, P.R. and N.P. Marion (1998), "Perspectives on the recent currency crisis literature", IMF Working Paper WP98/130.

Frankel, J.A. and A.K. Rose (1996), "Currency Crashes in Emerging Markets: An Empirical Treatment", *Journal of International Economics*, 41 (3-4) (Νοέμβριος), 351-66.

Gerlach, S. and F. Smets (1995), "Contagious speculative attacks", *European Journal of Political Economy*, 11, 90-107.

Gibson, H. (2003), "Realignment probabilities and reputation effects in the EMS", *Oxford Economic Papers* 55, 314-335.

Gibson, H. and E. Tsakalotos (2005), "EU enlargement, ERM II and lessons from the southern European countries", *South Eastern Europe Journal of Economics* 1, 41-78.

Girton, L. and D. Roper (1977), "A monetary model of exchange market pressure applied to post-war Canadian experience", *American Economic Review*, 67, 537-548.

Goldfajn, I., and R. Valdes (1997), "Are currency crises predictable?", IMF working paper WP/97/159.

Hotelling, H. (1931), "The economics of exhaustible resources", *Journal of Political Economy*, 39, 137-175.

Kalyvitis, S. (1993), "Devaluation probabilities of the drachma", αδημοσίευτη μελέτη, Athens University of Economics and Business, Οκτώβριος.

Kaminsky, G., S. Lizondo and C.M. Reinhart (1997), "Leading indicators of currency crises", IMF Working Paper WP/97/79.

Karfakis, C. (2002), "Predicting the crisis of the Greek drachma", *Review of Development Economics*, 6(3), 329-336.

Karfakis, C. and D. Moschos (1999), "Searching for indicators of foreign exchange market pressure: evidence from Greece", *International Journal of Finance and Economics*, 4: 63-73.

Klein, M. and N.P. Marion (1997), "Explaining the duration of exchange-rate pegs", *Journal of Development Economics*, 54 (2), 387-404.

Krugman, P. (1979), "A model of balance of payments crises", *Journal of Money, Credit and Banking*, 11, 311-325.

Kydland, F. and E. Prescott (1977), "Rules rather than discretion: The inconsistency of optimal plans", *Journal of Political Economy*, 85, 473-491.

Meese R.A. and K. Rogoff (1983), "Empirical exchange rate models of the seventies: Do they fit out-of-sample?", *Journal of International Economics*, 14, 3-24.

Mishkin, F. (1992), "Anatomy of a financial crisis", *Journal of Evolutionary Economics*, 2, 115-130.

Mishkin, F. (1996), "Understanding financial crises: A developing country perspective", NBER Working Paper 5600.

Moreno, R. (1995), "Macroeconomic Behaviour during Periods of Speculative Pressure or Realignment: Evidence from Pacific Basin Countries", Federal Reserve Bank of San Francisco, *Economic Review*, 3, 3-16.

Mussa, M. (1979), "Empirical regularities in the behaviour of exchange rates and theories of the foreign exchange market", Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, 11, 9.

Obstfeld, M. (1994), "The logic of currency crises", *Cahiers Economiques et Monétaires*, 43.

Persaud, A.D. (1998), "Event Risk Indicator Handbook, Global Foreign Exchange Research: Technical Series", αδημοσίευτη μελέτη.

Reinhart, C.M. and K.S. Rogoff (2003), *The Country Chronologies and Chart Book Background Material to a Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation*.

Salant, S. and D. Henderson (1978), "Market anticipation of government policy and the price of gold", *Journal of Political Economy*, 86, 627-48.

Sachs, J., A. Tornell and A. Velasco (1996), "Financial crises in emerging markets: The lessons from 1995", *Brookings Papers on Economic Activity*, The Brookings Institution, vol. 27, 147-216.

Thomopoulos, P. (2004), "Anti-inflationary exchange rate policy in Greece in the 1990s", Discussant Paper, Euro Mediterranean Seminar, Νάπολη 14-15/1/2004.

Weymark, D.N. (1995), "Estimating exchange market pressure and the degree of exchange market intervention for Canada", *Journal of International Economics*, 39 (3-4), 273-295.

Zonzilos, N. (2000), "Testing for Unit-Roots and Structural Breaks in the Greek Inflation Process", αδημοσίευτη μελέτη, Τράπεζα της Ελλάδος.

ΔΟΚΙΜΙΑ ΕΡΓΑΣΙΑΣ (ΜΑΡΤΙΟΣ – ΣΕΠΤΕΜΒΡΙΟΣ 2008)

Το κεφάλαιο αυτό περιέχει περιλήψεις Δοκιμίων εργασίας που συγγράφονται από στελέχη ή/και εξωτερικούς συνεργάτες της Τράπεζας της Ελλάδος και εκδίδονται από την Τράπεζα. Τα πλήρη κείμενα, υπό το γενικό τίτλο “Working Papers”, είναι διαθέσιμα μόνο στα αγγλικά (σε έντυπη μορφή, καθώς και στο δικτυακό τόπο της Τράπεζας της Ελλάδος www.bankofgreece.gr).

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

68. Modelling household expenditure on health care in Greece
Manos Matsaganis, Theodore Mitrakos and Panos Tsakloglou
69. Price and non-price competitiveness of exports of manufactures
Panayiotis P. Athanasoglou and Ioanna C. Bardaka
70. The benefits and costs of monetary union in Southern Africa: a critical survey of the literature
George S. Tavlas
71. Monetary and fiscal policy interaction: what is the role of the transaction cost of the tax system in stabilisation policies?
Panagiotis Chronis and Aspasia Strantzalou
72. An affine factor model of the Greek term structure
Hiona Balfoussia
73. Exploring the nexus between banking sector reform and performance: evidence from newly acceded EU countries
Sophocles N. Brissimis, Manthos D. Delis and Nikolaos I. Papanikolaou
74. Government bankruptcy of Balkan nations and their consequences for money and inflation before 1914: a comparative analysis
Peter Bernholz
75. Multiple potential payers and sovereign bond prices
Kim Oosterlinck and Loredana Ureche-Rangau
76. The banking sector and the Great Depression in Bulgaria, 1924-1938: Interlocking and financial sector profitability
Kiril Danailov Kossev
77. The regulation and supervision of the Belgian financial system (1830-2005)
Erik Buyst and Ivo Maes
78. Banking transformation (1989-2006) in Central and Eastern Europe – with special reference to Balkans
Stephan Barisitz
79. Banking performance in South-Eastern Europe during the interwar period
Žarko Lazarević
80. How similar to South-Eastern Europe were the islands of Cyprus and Malta in terms of agricultural output and credit? Evidence during the interwar period
Alexander Apostolides
81. Stabilisation policies in Bulgaria and Yugoslavia during communism's terminal years: 1980s economic visions in retrospect
Roumen Avramov and Dragana Gnjatović
82. The evolution of Bulgarian banks' efficiency during the twenties: A DEA approach
Nikolay Nenovsky, Martin Ivanov and Gergana Mihaylova
83. Banking in Turkey: history and evolution
Yüksel Görmez
84. Banking and finance in South-Eastern Europe: the Albanian case
Kliti Ceca, Kelmend Rexha and Elside Orhan
85. Growing up to financial stability
Michael D. Bordo
86. Banking and central banking in pre-WWII Greece: money and currency developments
Sophia Lazaretou
87. Monetary policy objectives and instruments used by the privileged National Bank of the Kingdom of Serbia (1884-1914)
Milan Sojic and Ljiljana Djurdjević

88. The National Bank of Romania and its issue of banknotes between necessity and possibility, 1880-1914
George Virgil Stoenescu, Elisabeta Blejan, Brîndușa Costache and Adriana Iarovici Aloman

89. Institutions matter: Financial supervision architecture, central bank and path dependence. General trends and the South-Eastern European countries
Donato Masciandaro and Marc Quintyn

Modelling household expenditure on health care in Greece
(Προσδιοριστικοί παράγοντες της δαπάνης για υπηρεσίες υγείας στην Ελλάδα)

Δοκίμιο εργασίας No. 68

Manos Matsaganis, Theodore Mitrakos and Panos Tsakloglou

Είναι γνωστό ότι τα δεδομένα των δαπανών για υπηρεσίες υγείας χαρακτηρίζονται από περιορισμένο εύρος τιμών και μεγάλο αριθμό μηδενικών τιμών, ενώ η κατανομή τους εμφανίζει έντονα τα χαρακτηριστικά της ασυμμετρίας και της κύρτωσης. Αρκετές τεχνικές έχουν αναπτυχθεί στη διεθνή βιβλιογραφία με στόχο την εκτίμηση οικονομετρικών εξισώσεων όταν τα δεδομένα έχουν τέτοια χαρακτηριστικά. Το άρθρο συγκρίνει την προσαρμοστικότητα διαφόρων εναλλακτικών οικονομετρικών τεχνικών, όπως των υποδειγμάτων δύο σταδίων (two-part models) και των γενικευμένων γραμμικών υποδειγμάτων (generalized linear models), στα πραγματικά δεδομένα των δαπανών υγείας. Η εξαρτημένη μεταβλητή είναι η δαπάνη υγείας των νοικοκυριών στην Ελλάδα, μια χώρα όπου η “ιδία” δαπάνη υγείας (δηλ. η δαπάνη που βαρύνει τα νοικοκυριά, χωρίς να καλύπτεται από την κοινωνική ή την ιδιωτική ασφάλιση) είναι υψηλότερη από ό,τι σε οποιαδήποτε άλλη χώρα της Ευρωπαϊκής Ένωσης – και ως ποσοστό του ΑΕΠ και ως μερίδιο των συνολικών δαπανών υγείας και σε κατά κεφαλήν όρους. Για την καλύτερη

σύγκριση της επίδοσης των επιμέρους υποδειγμάτων που εκτιμήθηκαν, οι δαπάνες υγείας των νοικοκυριών εξετάζονται σε δύο διαφορετικές εξειδικεύσεις: συνολική δαπάνη υγείας (όπου οι μηδενικές τιμές είναι σπάνιες) και δαπάνη για νοσοκομειακή περίθαλψη (όπου οι μηδενικές τιμές είναι συνηθισμένες). Στην περίπτωση των συνολικών δαπανών υγείας, τα τρία υποδείγματα που εκτιμήθηκαν (ένα τροποποιημένο υπόδειγμα δύο σταδίων με μη γραμμική εκτίμηση ελαχίστων τετραγώνων στο δεύτερο μέρος, ένα γενικευμένο γραμμικό υπόδειγμα σταθερής διακύμανσης και ένα γενικευμένο γραμμικό υπόδειγμα με διακύμανση ανάλογη του μέσου) είχαν σχεδόν εξίσου καλή ερμηνευτική ικανότητα. Στην περίπτωση των νοσοκομειακών δαπανών υγείας, το γενικευμένο υπόδειγμα σταθερής διακύμανσης είχε καλύτερη επίδοση έναντι των δύο άλλων. Τα ευρήματα της μελέτης καταδεικνύουν πάντως ότι κανένα από τα υποδείγματα που εκτιμήθηκαν δεν υπερτερεί των άλλων κάτω από όλες τις περιστάσεις, ενώ οι περισσότερες εναλλακτικές εκτιμήσεις είναι πιθανό να δίνουν μάλλον παρόμοια αποτελέσματα.

Price and non-price competitiveness of exports of manufactures
(Ανταγωνιστικότητα τιμών και ανταγωνιστικότητα ως προς παράγοντες εκτός τιμών των εξαγωγών των μεταποιητικών προϊόντων)

Δοκίμιο εργασίας No. 69

Panayiotis P. Athanasoglou and Ioanna C. Bardaka

Η παρούσα μελέτη αναπτύσσει μια συνάρτηση ζήτησης για τις εξαγωγές βιομηχανικών προϊόντων της Ελλάδος σύμφωνα με τη “Νέα Θεωρία Εμπορίου”. Οι χρονολογικές σειρές αποτελούνται από τριμηνιαία στοιχεία και καλύπτουν μια μεγάλη χρονική περίοδο τεσσάρων δεκαετιών (1960-1999). Προκειμένου να αποφευχθεί η μεροληψία στις εκτιμήσεις λόγω των σημαντικών σφαλμάτων μέτρησης,

οι εξαγωγές μεταποιημένων προϊόντων υπολογίστηκαν με βάση τη Διεθνή Τυποποιημένη Ταξινόμηση της Οικονομικής Δραστηριότητας (ISIC), η οποία καλύπτει το σύνολο των μεταποιημένων προϊόντων, και όχι με βάση την Τυποποιημένη Ταξινόμηση Διεθνούς Εμπορίου (SITC/ΤΤΔΕ 5-8), η οποία συνήθως υιοθετείται σε συναφείς εμπειρικές μελέτες πλην όμως καλύπτει το 80% περίπου

των εξαγωγών ελληνικών μεταποιημένων προϊόντων.

Η ανάλυση βασίζεται στην υπόθεση ότι οι διεθνείς αγορές χαρακτηρίζονται από ατελή ανταγωνισμό και από την ανταλλαγή διαφοροποιημένων προϊόντων. Η εμπειρική εκτίμηση μακροχρόνια χρησιμοποιεί την προσέγγιση μέγιστης πιθανοφάνειας του Johansen και βραχυχρόνια μια δυναμική εξίσωση διόρθωσης σφάλματος. Οι εκτιμημένες μακροχρόνιες και βραχυχρόνιες εξισώσεις ακολουθούν την οικονομική θεωρία, είναι αξιοσημείωτα σταθερές και επιδεικνύουν ικανοποιητική προβλεπτική επίδοση εντός του στατιστικού δείγματος. Σημαντική προσφορά της παρούσας εργασίας αποτελεί η μελέτη της συμπεριφοράς των εξαγωγών που απορρέει από την επίδραση της ανταγωνιστικότητας των λοιπών εκτός των τιμών παραγόντων (οι οποίοι προσεγγίζονται με το απόθεμα κεφαλαίου). Σε αντίθεση με τα συμβατικά υποδείγματα της ζήτησης εξαγωγών, στα οποία η επίδραση του εισοδήματος είναι πολύ υψηλή, στην παρούσα μελέτη το εισόδημα των αγορών εξωτερικού έχει μετρίως υψηλή επίδραση στις εξαγωγές μακροχρόνια και καμία επίδραση βραχυχρόνια. Επίσης, η μελέτη συνεισφέρει στην καλύτερη κατανόηση της επίδρασης των τιμών και του κόστους (μοναδιαίου κόστους εργασίας στη μεταποίηση) της Ελλάδος και των ανταγωνιστριών της χωρών, καθώς και της ανταγωνιστικότητας τιμών και κόστους. Η προσαρμογή στη μακροχρόνια ισορροπία είναι ταχύτερη όταν χρησιμοποιείται η βιομηχανική παραγωγή ως μεταβλητή εισοδήματος σε σύγκριση με εκείνη που προκύπτει από το ΑΕΠ.

The benefits and costs of monetary union in Southern Africa: a critical survey of the literature
(Τα οφέλη και το κόστος από τη νομισματική ένωση της νοτιότερης Αφρικής:
μια κριτική αξιολόγηση της βιβλιογραφίας)

Δοκίμιο εργασίας No. 70
George S. Tavlás

Καθώς τα 14 μέλη της Αναπτυξιακής Κοινότητας Νοτιότερης Αφρικής (Southern African Development Community – SADC) έχουν απο-

Αποδεικνύεται ότι η ανταγωνιστικότητα ως προς τους παράγοντες εκτός των τιμών παίζει σημαντικό ρόλο στην ερμηνεία της επίδοσης των εξαγωγών τόσο μακροχρόνια όσο και βραχυχρόνια. Συνεπώς, η μη συμπερίληψη στην εξίσωση εξαγωγών μεταβλητών που εκφράζουν τους παράγοντες αυτούς μπορεί να οδηγήσει σε λάθος εξειδίκευσης. Από τις εκτιμήσεις προκύπτει ότι οι τιμές των εξαγωγών (οι εγχώριες και εκείνες των ανταγωνιστριών χωρών) έχουν ισχυρή επίδραση στις εξαγωγές μακροχρόνια, ενώ η βραχυχρόνια επίδρασή τους είναι περιορισμένη. Εξάλλου, το κόστος εμφανίζεται στατιστικά σημαντικό μόνο μακροχρόνια, με ελαστικότητες υψηλότερες όταν ως μεταβλητή του εισοδήματος των αγορών εξωτερικού χρησιμοποιείται το ΑΕΠ, παρά όταν αυτή αντιπροσωπεύεται από τη βιομηχανική παραγωγή. Η μακροχρόνια ελαστικότητα των τιμών εξαγωγών είναι υψηλότερη από εκείνη του κόστους. Επομένως, θα μπορούσε να διατυπωθεί ο ισχυρισμός ότι ευρύτεροι ορισμοί τιμών ή εισοδήματος παράγουν υψηλότερες εκτιμήσεις της μακροχρόνιας ελαστικότητας. Οι ελαστικότητες της ανταγωνιστικότητας τιμών και κόστους προσεγγίζουν τη μονάδα μακροχρόνια ή ακόμη και βραχυχρόνια, καταδεικνύοντας, όσον αφορά τις τιμές, ότι οι Έλληνες εξαγωγείς έχουν κάποια δυνατότητα να είναι ανταγωνιστικοί. Τα εμπειρικά ευρήματα οδηγούν στο συμπέρασμα ότι στην ενίσχυση της ανταγωνιστικότητας των εξαγωγών μπορούν να συμβάλουν μέτρα όπως η ενθάρρυνση της καινοτομίας, η βελτίωση της ποιότητας και η διεύρυνση της ποικιλίας των προϊόντων, η δημιουργία περιβάλλοντος ευνοϊκότερου για τις επενδύσεις και η αύξηση των δαπανών για την έρευνα.

φασίσει να υιοθετήσουν κοινό νόμισμα το έτος 2018, εκπονούνται όλο και περισσότερες εμπειρικές μελέτες που αξιολογούν τα οφέλη και το

κόστος από τη δημιουργία μιας περιφέρειας με κοινό νόμισμα στο νότιο τμήμα της αφρικανικής ηπείρου. Στην παρούσα εργασία εξετάζονται οι εν λόγω μελέτες και δίδεται ιδιαίτερη έμφαση σε δύο κατηγορίες: (α) στις μελέτες που βασίζονται στην παραδοχή ότι τα χαρακτηριστικά μιας χώρας μένουν αναλλοίωτα από την υιοθέτηση κοινού νομίσματος και (β) σε εκείνες που βασίζονται στην παραδοχή ότι η νομισματική ένωση μεταβάλλει τη διάρθρωση μιας οικονομίας, αυξάνοντας τις εξωτερικές εμπορικές συναλλαγές και ενισχύοντας την αξιοπιστία της.

Από την εξέταση των μελετών συνάγεται ότι μια σχετικά μικρή ομάδα χωρών, μεταξύ των οποίων κατά κανόνα και η Νότιος Αφρική, πληροί τα κριτήρια για τη νομισματική ενοποίηση – οι εν λόγω χώρες υπόκεινται σε λίγες ασύμμετρες διαταραχές που προκαλεί η μία στην άλλη και κατέχουν μεγάλο μερίδιο των εμπορικών συναλλαγών μεταξύ των χωρών της SADC. Ωστόσο, το γεγονός ότι οι βασικές εξαγωγές διαφέρουν σημαντικά από χώρα σε χώρα της SADC οδηγεί στο συμπέρασμα ότι μια ενιαία νομισματική πολιτική μπορεί να μην είναι εξίσου κατάλληλη για κάθε χώρα της SADC. Οι μελέτες επίσης υποδηλώνουν ότι, σε μια νομισματική ένωση αποτελούμενη από όλες τις χώρες της SADC και

μια περιφερειακή κεντρική τράπεζα που θα χαράζει τη νομισματική πολιτική έτσι ώστε να αντανάκλα τις μέσες οικονομικές συνθήκες (π.χ. τα δημοσιονομικά αποτελέσματα) στην περιοχή, το δυνητικό κόστος (δηλ. ο υψηλότερος πληθωρισμός) από την εγκατάλειψη των υφιστάμενων αξιόπιστων εθνικών κεντρικών τραπεζών, όπως στην περίπτωση της Νοτίου Αφρικής, θα είναι ενδεχομένως μεγαλύτερο από τα δυνητικά οφέλη που θα προέκυπταν από τις αυξημένες εμπορικές συναλλαγές ως συνέπεια της υιοθέτησης κοινού νομίσματος.

Οι ανωτέρω παράγοντες καταδεικνύουν ότι είναι επιθυμητή μια επιλεκτική και σταδιακή προσέγγιση όσον αφορά τη νομισματική ενοποίηση της νοτιότερης Αφρικής, που θα επικεντρώνεται στον Ενιαίο Νομισματικό Χώρο. Αυτός θα αποτελέσει μια νομισματική ένωση-πυρήνα στον οποίο θα προσχωρούν οι γειτονικές χώρες, εφόσον αποδεικνύουν ότι είναι σε θέση να ασκούν πειθαρχημένη και σταθερή μακροοικονομική πολιτική – ιδίως στον τομέα των δημόσιων οικονομικών. Μια τέτοιου είδους επιλεκτική και σταδιακή προσέγγιση θα μπορούσε να προσδώσει μεγαλύτερη αξιοπιστία στο υφιστάμενο νομισματικό καθεστώς (τον Ενιαίο Νομισματικό Χώρο) της νοτιότερης Αφρικής.

Monetary and fiscal policy interaction: what is the role of the transaction cost of the tax system in stabilisation policies?

(Αλληλεπίδραση μεταξύ νομισματικής και δημοσιονομικής πολιτικής: πως συνδέεται το κόστος επιβολής φόρων με τις σταθεροποιητικές πολιτικές;)

Δοκίμιο εργασίας No. 71
Panagiotis Chronis and Aspasia Strantzalou

Στην εργασία αυτή κατασκευάζεται ένα υπόδειγμα γενικής ισορροπίας με σκοπό τη διερεύνηση της αλληλεπίδρασης μεταξύ νομισματικής και δημοσιονομικής πολιτικής, στο πλαίσιο μιας Οικονομικής Ένωσης που αποτελείται από δύο ετερογενείς χώρες και μια κοινή κεντρική τράπεζα, η οποία έχει στόχο τη διατήρηση του πληθωρισμού σε χαμηλά επίπεδα. Το ζητούμενο είναι η εξαγωγή συμπερασμάτων οικονομικής πολιτικής, σχετικά με το πώς η αποτελεσματικότητα της δημοσιονομικής

πολιτικής μπορεί να επηρεάσει τη σταθερότητα των τιμών που επιδιώκει η κεντρική τράπεζα.

Καινοτομία αποτελεί η εισαγωγή του κόστους επιβολής φόρων (operation ή transaction cost) στην ανάλυση της οικονομικής πολιτικής (νομισματικής και δημοσιονομικής). Με τον τρόπο αυτό μπορεί η δημοσιονομική πολιτική να επηρεάσει, ενδογενώς (μέσω του κόστους αυτού), την πολιτική της κεντρικής τράπεζας για σταθεροποίηση των τιμών, διαπίστωση

που αναδεικνύει τη μη ουδετερότητα της δημοσιονομικής πολιτικής.

Σε αντίθεση με τη συνήθη βιβλιογραφία, όπου υιοθετούνται συγκεκριμένα φορολογικά συστήματα (εφάπαξ ή αναλογικά), εδώ αντιμετωπίζεται μια γενική περίπτωση φορολογίας με χαρακτηριστικό την ύπαρξη του κόστους επιβολής φόρων. Αυτό πηγάζει από τη ρεαλιστική αντίληψη ότι η επιβολή φόρων δημιουργεί τριβές (frictions), επηρεάζοντας τη συμπεριφορά των φορολογουμένων με τρόπο που διαμορφώνεται ανάλογα με τα κοινωνικο-οικονομικά και ψυχολογικά χαρακτηριστικά τους, γεγονός που έχει επιδράσεις σε διαδικαστικές πλευρές του φορολογικού συστήματος, όπως π.χ. στη συλλογή των φόρων (tax collection) και τη συμμόρφωση των φορολογουμένων στους κανόνες (tax compliance), οι οποίες μπορούν να οδηγήσουν σε απώλεια φορολογικών εσόδων και σε υπερβάλλον βάρος, κάτι που με τη σειρά του ενδέχεται να οδηγήσει σε εισοδηματικό περιορισμό (budget constraint). Η συναρτησιακή μορφή του κόστους επιβολής φόρων αποδεικνύεται και διερευνάται ενδογενώς, στο πλαίσιο της βελτιστοποίησης.

Αυτό συνιστά μιας μορφής μικροθεμελίωση της μακροοικονομικής θεωρίας, αναφορικά με τον τρόπο με τον οποίο αλληλεπιδρούν η δημοσιονομική και η νομισματική πολιτική: Με αφετηρία τις λειτουργικές ιδιότητες του

φορολογικού συστήματος, διερευνάται με ποιο τρόπο η αποτελεσματικότητα της δημοσιονομικής πολιτικής συνδέεται με τον πολιτικό κύκλο και τη διαχρονική εξέλιξη του δημόσιου χρέους και του πληθωρισμού.

Η υπόθεση περί ανομοιογένειας των χωρών επιτρέπει τον προσδιορισμό πιθανών αλληλεπιδράσεων (spillovers) στο πλαίσιο της διασύνδεσης της νομισματικής και της δημοσιονομικής πολιτικής.

Όταν ο βαθμός ανομοιογένειας των χωρών είναι σημαντικός, τότε προκύπτει ότι το κόστος επιβολής φόρων είναι ο καθοριστικός παράγοντας των επιλογών πολιτικής των χωρών, άρα και προσδιορισμού της διαχρονικής πορείας του χρέους και του πληθωρισμού. Αντίθετα, όταν οι χώρες είναι σε μεγάλο βαθμό ομοιογενείς, η στρατηγική οικονομικής πολιτικής των χωρών είναι αυτή που καθορίζει το αποτέλεσμα.

Η εργασία αυτή διαμορφώνει έναν τρόπο διασύνδεσης του κόστους επιβολής φόρων (που συνδέεται με τις δημοσιονομικές επιλογές) με τη σταθερότητα των τιμών (που αποτελεί τη βασική επιδίωξη της κεντρικής τράπεζας). Στο πλαίσιο αυτό, φαίνεται επίσης ότι οι ποσοτικοί δημοσιονομικοί κανόνες (όπως π.χ. το Σύμφωνο Σταθερότητας) δεν είναι αποτελεσματικοί στο να μεταβάλλουν την πορεία της οικονομίας, αφού δεν τροποποιούν τη συμπεριφορά των εμπλεκόμενων μερών.

An affine factor model of the Greek term structure (Ένα οικονομετρικό υπόδειγμα γραμμικών παραγόντων για τη διάρθρωση της καμπύλης αποδόσεων των ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου)

Δοκίμιο εργασίας No. 72
Hiona Balfoussia

Στόχος της παρούσας εργασίας είναι να συμβάλει στη βαθύτερη κατανόηση των κατευθυντήριων δυνάμεων της ελληνικής αγοράς ομολόγων και να διερευνήσει τις πιθανές μακροοικονομικές τους συνιστώσες. Το θεωρητικό πλαίσιο της μελέτης βασίζεται στο αξίωμα της ύπαρξης ενός μοναδικού στοχαστικού παράγοντα αποτίμησης όλων

των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων μιας οικονομίας, όπως αυτό εφαρμόζεται στο πλαίσιο της γραμμικής τάξης πολυμεταβλητών υποδειγμάτων για τη διαχρονική διάρθρωση της καμπύλης αποδόσεων. Τα εν λόγω υποδείγματα επιτρέπουν τη μαθηματική αποτύπωση της καμπύλης αποδόσεων στο σύνολό της και την

εκτίμηση και εξέταση των αφανών παραγόντων που διαμορφώνουν τη διαχρονική εξέλιξη της. Στην παρούσα μελέτη εκτιμάται ένα γραμμικό υπόδειγμα αφανών παραγόντων αποτίμησης της καμπύλης αποδόσεων, τύπου Vasicek, με τη χρήση φίλτρου τύπου Kalman, για την περίοδο από το Μάρτιο του 1999 έως το Φεβρουάριο του 2007. Η διατύπωση του υποδείγματος είναι θεωρητικά συνεπής με την απουσία ευκαιριών για κερδοσκοπική πρόκριση συναλλαγής (arbitrage opportunities), ενώ ταυτόχρονα παραμένει επαρκώς ευέλικτη ώστε να είναι εφικτή η αναπαραγωγή με αρκετή ακρίβεια της διαχρονικής πορείας των αποδόσεων των κρατικών ομολόγων. Επιπλέον, είναι δυνατή η εξέταση της επίδρασης των εκτιμώμενων αφανών παραγόντων στο σχήμα και την εξέλιξη της καμπύλης αποδόσεων των κρατικών ομολόγων, καθώς και της τιμής και του μεγέθους του χρηματοοικονομικού κινδύνου που απορρέει από κάθε παράγοντα.

Τρεις αφανείς παράγοντες φαίνεται ότι επηρεάζουν ώστε το υπόδειγμα να διαθέτει σημαντική επεξηγηματική ικανότητα για τη διαχρονική διακύμανση της ελληνικής καμπύλης αποδόσεων

κατά το υπό εξέταση διάστημα. Οι επιδράσεις των τριών εκτιμώμενων αφανών παραγόντων στο σχήμα της ελληνικής καμπύλης αποδόσεων είναι ανάλογες των επιδράσεων “επιπέδου”, “κλίσης” και “καμπυλότητας” που αναφέρονται στη σχετική ακαδημαϊκή βιβλιογραφία για άλλες αγορές ομολόγων. Παρότι κατά την εκτίμηση του υποδείγματος δεν χρησιμοποιούνται μακροοικονομικές μεταβλητές, συνάγονται, βάσει των εκτιμήσεων, ενδιαφέροντα συμπεράσματα σχετικά με την αλληλεπίδραση μεταξύ της αγοράς ομολόγων και των θεμελιωδών μακροοικονομικών μεγεθών. Η μακροοικονομική ερμηνεία στο πλαίσιο του υποδείγματος αφανών γραμμικών παραγόντων βασίζεται στην εξέταση των στατιστικών ιδιοτήτων των εκτιμώμενων αφανών παραγόντων και στη σύγκρισή τους με παρατηρήσιμα στοιχεία για τα θεμελιώδη μακροοικονομικά μεγέθη τα οποία ενδεχομένως αντανακλούν οι εν λόγω παράγοντες. Μια τέτοια σύγκριση δείχνει ότι οι τρεις εκτιμώμενοι αφανείς παράγοντες που κατευθύνουν την αγορά ομολόγων μεταβάλλονται κατά τρόπο οικονομικά ερμηνεύσιμο με βάση τις θεωρίες των οικονομικών διακυμάνσεων και των ορθολογικών προσδοκιών.

Exploring the nexus between banking sector reform and performance: evidence from newly acceded EU countries

(Διερεύνηση των σχέσεων μεταξύ της μεταρρύθμισης του τραπεζικού τομέα
και των επιδόσεων των τραπεζών: ενδείξεις από τα νέα κράτη-μέλη της ΕΕ)

Δοκίμιο εργασίας No. 73
Sophocles N. Brissimis, Manthos D. Delis and Nikolaos I. Papanikolaou

Η σχετική βιβλιογραφία εντοπίζει τρεις αλληλένδετους προσδιοριστικούς παράγοντες των επιδόσεων των τραπεζών: τη διαδικασία μεταρρύθμισης του χρηματοπιστωτικού συστήματος, το βαθμό ανταγωνισμού και τη συμπεριφορά των τραπεζών όσον αφορά την ανάληψη κινδύνων. Οι μελέτες που αναφέρονται σ’ αυτούς τους προσδιοριστικούς παράγοντες μπορούν να διακριθούν σε δύο ομάδες. Η πρώτη ομάδα περιλαμβάνει μελέτες κατά βάση θεωρητικές, που εξετάζουν τη σχέση ανάμεσα στην απελευθέρωση του χρηματοπιστωτικού συστήματος, την ανάληψη κινδύνων εκ μέρους των τραπεζών και τον ανταγωνισμό. Η δεύτερη

ομάδα περιλαμβάνει εμπειρικές μελέτες, που εξετάζουν την εξέλιξη των επιδόσεων των τραπεζών σε περιόδους κατά τις οποίες βρίσκεται σε εξέλιξη η απελευθέρωση του τραπεζικού συστήματος.

Στην παρούσα μελέτη συνδυάζονται και οι δύο προσεγγίσεις: διερευνάται πώς επηρεάζουν τις επιδόσεις των τραπεζών οι μεταρρυθμίσεις στον τραπεζικό τομέα και πώς μεταβάλλονται αντίστοιχα η διάρθρωση του κλάδου και η συμπεριφορά των τραπεζών όσον αφορά την ανάληψη κινδύνων. Για τους σκοπούς της ανάλυσης, αναπτύσσεται ένα εμπειρικό υπόδειγμα

δύο σταδίων που βασίζεται στις πρόσφατες οικονομετρικές μελέτες των Simar and Wilson (2007) και Khan and Lewbel (2007). Για την αξιολόγηση των επιδόσεων των τραπεζών, οι οποίες μετρούνται με βάση την παραγωγική αποτελεσματικότητα και την αύξηση της συνολικής παραγωγικότητας των συντελεστών, χρησιμοποιούνται μη παραμετρικές τεχνικές που λαμβάνουν υπόψη την πιθανότητα οι τραπεζικοί κίνδυνοι να είναι ενδογενείς. Επιλέχθηκε να εφαρμοστεί αυτό το υπόδειγμα στα 10 νέα κράτη-μέλη της ΕΕ, καθώς η μετάβαση από το σύστημα του κεντρικού σχεδιασμού της οικονομίας προς το σύστημα της ελεύθερης αγοράς συνεπάγεται αρκετά ομοιόμορφες θεσμικές, διαρθρωτικές και οργανωτικές μεταβολές στον τραπεζικό τομέα.

Government bankruptcy of Balkan nations and their consequences for money and inflation before 1914: a comparative analysis

(Αθέτηση πληρωμής επί του δημόσιου χρέους στις βαλκανικές χώρες και οι συνέπειες στην ποσότητα χρήματος και τον πληθωρισμό πριν από το 1914: συγκριτική ανάλυση)

Δοκίμιο εργασίας No. 74
Peter Bernholz

Οι πτωχεύσεις κρατών στα Βαλκάνια την εποχή του κανόνα χρυσού δεν ήταν σπάνιες ούτε περιοριζόνταν στη γεωγραφική περιοχή της Οθωμανικής Αυτοκρατορίας και των βαλκανικών χωρών. Χαρακτηριστικά παραδείγματα χωρών έξω από το συγκεκριμένο γεωγραφικό χώρο είναι το Περού, η Βραζιλία, η Αργεντινή και η Πορτογαλία.

Στην παρούσα μελέτη γίνεται διάκριση ανάμεσα στις εμφανείς και τις αφανείς ή συγκαλυμμένες πτωχεύσεις κρατών. Οι τελευταίες αφορούν τη χρηματοδότηση των ελλειμμάτων του προϋπολογισμού με τη δημιουργία πληθωριστικού χρήματος. Στην περίπτωση αυτή ο πληθωρισμός εξανεμίζει την αξία των χρεογράφων του Δημοσίου, στο βαθμό που δεν καλύπτονται από τιμαριθμική ρήτρα. Αυτό βεβαίως δεν ισχύει όταν το χρέος είναι εκφρασμένο όχι στο εθνικό νόμισμα αλλά σε κάποιο διεθνές νόμισμα ή σε χρυσό ή άργυρο, όπως συνήθως συμβαίνει με το χρέος που διακρατείται από ξένους

Τα ευρήματα δείχνουν ότι, κατά μέσο όρο, η αποτελεσματικότητα και η συνολική παραγωγικότητα βελτιώνονται, ενώ οι συνθήκες ανταγωνισμού στα υπό εξέταση τραπεζικά συστήματα ελάχιστα έχουν μεταβληθεί. Επίσης, η μεταρρύθμιση του τραπεζικού τομέα επηρεάζει θετικά την αποτελεσματικότητα των τραπεζών, εν μέρει μέσω των επιδράσεων του ανταγωνισμού και της ανάληψης κινδύνων. Επιπλέον, η συνολική παραγωγικότητα αυξάνεται προς το τέλος της μεταρρυθμιστικής διαδικασίας, καθώς οι τεχνολογικές βελτιώσεις επιδρούν μετά από ένα μακρότερο χρονικό διάστημα. Τέλος, ο κεφαλαιακός και πιστωτικός κίνδυνος στις περισσότερες περιπτώσεις επηρεάζουν αρνητικά τις επιδόσεις των τραπεζών, ενώ η αυξημένη διακράτηση ρευστών διαθεσίμων φαίνεται να συνδέεται με χαμηλότερες επιδόσεις.

επενδυτές. Μερικές φορές όμως και οι δύο τύποι πτώχευσης συμβαίνουν ταυτόχρονα.

Η μελέτη ελέγχει ποσοτικά μια σειρά υποθέσεων για τις βαλκανικές χώρες και την Οθωμανική Αυτοκρατορία: α) κατά πόσον η κατάργηση των σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών είναι συνήθως συνέπεια των δημοσιονομικών ελλειμμάτων που οδηγούν σε πληθωρισμό, β) κατά πόσον στην περίπτωση αυτή το εθνικό νόμισμα υποεκτιμάται, γ) κατά πόσον με την εμφάνιση ενός ήπιου πληθωρισμού, που επιτρέπει τη διατήρηση σταθερής πραγματικής ισοτιμίας, το εθνικό νόμισμα υπερεκτιμάται, και δ) σε μια εμφανή πτώχευση όσον αφορά το εξωτερικό χρέος, κατά πόσον δημιουργείται κρίση η οποία καταλήγει εν τέλει σε διεθνή συμφωνία συμβιβασμού χρέους ή επιτοκίου. Ένα άλλο χαρακτηριστικό της εν λόγω συμφωνίας μπορεί να είναι η επιβολή ξένου ελέγχου (μικρής ή μεγάλης έκτασης) στη δημοσιονομική διαχείριση και την άσκηση νομισματικής πολιτικής της χρεώστριας χώρας.

Multiple potential payers and sovereign bond prices (Η ύπαρξη περισσότερων πιθανών οφειλετών και οι τιμές των κρατικών ομολόγων)

Δοκίμιο εργασίας No. 75
Kim Oosterlinck and Loredana Ureche-Rangau

Τα κρατικά ομόλογα συνήθως αποτιμώνται με βάση την υπόθεση ότι μόνο το Δημόσιο που τα εκδίδει ευθύνεται για την αποπληρωμή τους. Μερικές φορές όμως οι ομολογιούχοι μπορεί δικαιολογημένα να αναμένουν αποπληρωμή και από άλλους φορείς. Παραδείγματος χάριν, όταν μια χώρα διαμελίζεται, τα κράτη που προκύπτουν μπορεί να αναγνωρίσουν ότι ευθύνονται μόνο για ένα τμήμα του χρέους. Σε άλλες ακραίες περιπτώσεις, όπως η άρνηση αναγνώρισης χρέους, οι κάτοχοι ομολόγων ενδέχεται να αναζητήσουν διάφορους υποψήφιους οφειλέτες ταυτόχρονα. Στη μελέτη αυτή, εξετάζονται αρχικά οι θεωρητικές οικονομικές συνέπειες που απορρέουν από το σπάνιο αλλά σύνθετο φαινόμενο της ύπαρξης πολλών πιθανών οφειλετών. Στη συνέχεια, χρησιμοποιώντας την ιστορική εμπειρία από την άρνηση αναγνώρισης του τσαρικού χρέους στη Ρωσία το 1918, η μελέτη επιβεβαιώνει ότι η ύπαρξη πολλών πιθανών οφειλετών συνεπάγεται διασπορά κινδύνου, η οποία μειώνει τη μεταβλητότητα της τιμής του ομολόγου και αυξάνει την αξία του. Τα αποτελέσματα αυτά ενισχύονται από τη σύγκριση με μια τυπική περίπτωση αθέτησης πληρωμής.

Τα αποτελέσματα επίσης δείχνουν ότι ο ρόλος των παρεμβάσεων διεθνών θεσμικών φορέων, ιδίως του ΔΝΤ, κατά τη διάρκεια μιας χρη-

ματοπιστωτικής κρίσης που προκαλείται από την παύση πληρωμών μιας χώρας επί του δημοσίου χρέους της παραμένει ένα ανοικτό ζήτημα. Τέτοιου είδους παρεμβάσεις μπορεί πράγματι να δημιουργήσουν “ηθικό κίνδυνο”, ο οποίος επηρεάζει τόσο τον οφειλέτη όσο και τον πιστωτή ως προς τη διάθεση ανάληψης κινδύνων, αλλά και παράλληλα επιτρέπει έως ένα βαθμό τη διαφοροποίηση των πηγών κινδύνου, με αποτέλεσμα οι τιμές των ομολόγων να διατηρούνται σε υψηλότερο επίπεδο από ό,τι εάν ο πιθανός οφειλέτης ήταν μόνον ένας.

Η σύγκριση μεταξύ περιπτώσεων ομολόγων για τα οποία προβλήθηκε άρνηση αναγνώρισης χρέους και περιπτώσεων αθέτησης πληρωμής δημιουργεί το γενικότερο ερώτημα πώς αντιλαμβάνονται οι χρηματοπιστωτικές αγορές τα διάφορα γεγονότα. Με βάση τα εμπειρικά ευρήματα της ανάλυσης μπορεί κανείς να αναρωτηθεί μήπως εν τέλει μια πολιτική κρίση δεν θεωρείται από τις χρηματοπιστωτικές αγορές πιο αναστρέψιμη από μια οικονομική κρίση. Περαιτέρω, πρέπει να ληφθεί σοβαρά υπόψη ότι πολιτικά γεγονότα όπως η διάσπαση κρατών ή οι αλλαγές πολιτικού καθεστώτος μπορεί να είναι αιφνίδια, ενώ η αναδιάρθρωση της οικονομίας μιας χώρας απαιτεί περισσότερο χρόνο.

The banking sector and the Great Depression in Bulgaria, 1924-1938: Interlocking and financial sector profitability (Ο τραπεζικός τομέας και η Μεγάλη Ύφεση στη Βουλγαρία, 1924-1938: Διασύνδεση και κερδοφορία)

Δοκίμιο εργασίας No. 76
Kiril Danailov Kossev

Η αναδιατύπωση της οικονομικής ιστορίας των χωρών της Νοτιοανατολικής Ευρώπης κατά το πρώτο ήμισυ του 20ού αιώνα κρίνεται απαραί-

τητη. Από την εποχή του πρωτοποριακού έργου του Gerschenkron, η κρατούσα άποψη έκανε λόγο για την αποτυχημένη εκβιομηχάνιση και

τον καθυστερημένο εκσυγχρονισμό κατά τη διάρκεια του Μεσοπολέμου. Δεν υπάρχουν εντούτοις επαρκή αθροιστικά στατιστικά στοιχεία ώστε να θεωρήσουμε ότι αυτή η ερμηνεία είναι και η μόνη ορθή. Συγκεκριμένα, σχεδόν τίποτε δεν είναι γνωστό σχετικά με τη λειτουργία του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Η παρούσα εργασία έχει διττό σκοπό. Πρώτον, εξετάζει τον τραπεζικό τομέα στη Βουλγαρία την περίοδο 1924-1938. Παρέχει νέα ποσοτικά στοιχεία για την ανάπτυξη του τραπεζικού τομέα της εν λόγω χώρας τη δεκαετία του 1920 και για την παρακμή του τη δεκαετία του 1930 και αξιολογείται η συμβολή του στην ανάπτυξη της εγχώριας οικονομίας. Δεύτερον, αναλύονται διάφορες ερμηνείες για τη γενικευμένη κατάρρευση των εμπορικών τραπεζών μετά την έναρξη της Μεγάλης Ύφεσης. Χρησιμοποιώντας μία νέα

σειρά στοιχείων που αφορούν πάνω από 100 βουλγαρικές εμπορικές τράπεζες η μελέτη καταδεικνύει ότι, συμπληρωματικά προς τις παραδοσιακές εξηγήσεις για την κατάρρευση των ευρωπαϊκών εμπορικών τραπεζών τη δεκαετία του 1930 (σύμφωνα με τις οποίες η κατάρρευση οφείλεται στη μη εξόφληση δανείων υψηλού κινδύνου και στην πτώση των τιμών των περιουσιακών στοιχείων εξαιτίας της πτώσης του γενικού επιπέδου των τιμών), πρέπει (στην περίπτωση της Βουλγαρίας) να ληφθούν υπόψη και οι ολέθριες συνέπειες που είχε το ευρέως διαδεδομένο φαινόμενο της παροχής δανείων σε “ημετέρους”. Συνάγεται το συμπέρασμα ότι το φαινόμενο αυτό υπήρξε ο κατ’ εξοχήν παράγοντας που οδήγησε στην κατάρρευση του ιδιωτικού τραπεζικού συστήματος μετά την έναρξη της Μεγάλης Ύφεσης.

The regulation and supervision of the Belgian financial system (1830-2005) (Ρυθμιστικό πλαίσιο και εποπτεία του βελγικού χρηματοπιστωτικού συστήματος (1830-2005))

Δοκίμιο εργασίας No. 77
Erik Buyst and Ivo Maes

Η παρούσα εργασία παρέχει μία επισκόπηση του ρυθμιστικού και εποπτικού πλαισίου λειτουργίας του βελγικού χρηματοπιστωτικού συστήματος από την ίδρυση του βελγικού κράτους το 1830 έως τις αρχές του 21ου αιώνα. Μετά τις σοβαρές κρίσεις του 1838 και του 1848, το 1850 ιδρύθηκε η Εθνική Τράπεζα του Βελγίου ως η κεντρική τράπεζα της χώρας. Η Μεγάλη Ύφεση και οι χρεοκοπίες της δεκαετίας του 1930 οδήγησαν σε ευρείας κλίμακας μεταρρυθμίσεις και στην ενίσχυση του ρόλου του κράτους στο χρηματοπιστωτικό τομέα. Με το Διάταγμα του Αυγούστου 1934 οι λεγόμενες “μικτές” τράπεζες υποχρεώθηκαν να διαιρεθούν σε δύο χωριστά ιδρύματα: σε μια αμιγή τράπεζα καταθέσεων και σε μια εταιρία συμμετοχών. Ο διαχωρισμός της αποδοχής καταθέσεων από την απόκτηση μετοχών περιόριζε τη δανειακή επιβάρυνση του τραπεζικού τομέα. Με το Διάταγμα του Ιουλίου 1935 ιδρύθηκε η Επιτροπή Τραπεζικών Θεμάτων. Το όργανο αυτό είχε την αρμοδιότητα να υποχρεώνει τις

τράπεζες να διατηρούν έναν ελάχιστο δείκτη ρευστότητας και φερεγγυότητας. Μεταπολεμικά, οι μεταρρυθμίσεις που πραγματοποιήθηκαν στο θεσμικό πλαίσιο της τραπεζικής εποπτείας δεν ήταν αποτέλεσμα κρίσεων, όπως στη διάρκεια του Μεσοπολέμου, αλλά αντανακλούσαν μεταβολές στο υπό διαμόρφωση χρηματοπιστωτικό τοπίο, και ιδίως τον ενεργότερο ρόλο της αγοράς. Στο πλαίσιο της τάσης για τη δημιουργία κοινού εποπτικού φορέα για τα διάφορα τμήματα του χρηματοπιστωτικού συστήματος (despecialisation), οι αρμοδιότητες της Επιτροπής Τραπεζικών Θεμάτων σταδιακά διευρύνθηκαν. Το 1990 μετασχηματίστηκε σε Επιτροπή Τραπεζικών και Χρηματοπιστωτικών Θεμάτων και το 2004 συγχωνεύθηκε με το Γραφείο Εποπτείας Ασφαλιστικών Εταιριών και προέκυψε η Επιτροπή Τραπεζικών, Χρηματοπιστωτικών και Ασφαλιστικών Θεμάτων. Επιπλέον, με την αλλαγή της χιλιετίας, ενισχύθηκε και ο ρόλος της κεντρικής τράπεζας σε θέματα χρηματοπιστωτικής σταθερότητας.

Banking transformation (1989-2006) in Central and Eastern Europe – with special reference to Balkans

(Ο μετασχηματισμός του τραπεζικού συστήματος (1989-2006) στην Κεντρική και Ανατολική Ευρώπη με ιδιαίτερη αναφορά στις χώρες των Βαλκανίων)

Δοκίμιο εργασίας No. 78
Stephan Barisitz

Στη μελέτη γίνεται ιστορική ανασκόπηση του μετασχηματισμού του τραπεζικού συστήματος (1989-2006) στις χώρες της Κεντρικής και Ανατολικής Ευρώπης (Λευκορωσία, Βουλγαρία, Κροατία, Τσεχία, Ουγγαρία, Καζακστάν, Πολωνία, Ρουμανία, Ρωσική Ομοσπονδία, Σερβία-Μαυροβούνιο, Σλοβακία, Ουκρανία και Ουζμπεκιστάν) με ιδιαίτερη έμφαση στις τέσσερις βαλκανικές χώρες.

Στις περισσότερες χώρες, τη δεκαετία του 1990 σημειώθηκαν μεγάλες τραπεζικές κρίσεις, αναταραχές αλλά και σημαντικές μεταρρυθμίσεις. Στην αυγή της χιλιετίας παρατηρήθηκε συγκέντρωση του κλάδου μέσω συγχωνεύσεων και εξαγορών και εντάθηκαν οι προσπάθειες αναδιάρθρωσής του. Τα πρώτα έτη της νέας χιλιετίας, ο τραπεζικός κλάδος χαρακτηρίζεται από μεγαλύτερη ηρεμία και εξωστρέφεια και είναι ισχυρότερος από ό,τι τη δεκαετία του 1990. Διακρίνονται δύο “κύματα τραπεζικών μεταρρυθμίσεων”, τα σημαντικότερα χαρακτηριστικά των οποίων (πρέπει να) εμφανίζουν όλες οι χώρες προκειμένου να ωριμάσουν. Το πρώτο κύμα μεταρρυθμίσεων ξεκινά αμέσως μετά την κατάρρευση του κομμουνισμού και περιλαμβάνει μέτρα απελευθέρωσης των αγορών, άμεση εξυγίανση και κάποιες πρώτες προσπάθειες ιδιωτικοποίησης (συντά “επιφανει-

ακή ιδιωτικοποίηση”). Η μακροοικονομία προσωρινά σταθεροποιείται. Όμως τα στρεβλωμένα κίνητρα ευνοούν την επανασυσσώρευση επισφαλών δανείων στις τράπεζες και οδηγούν σε νέες τραπεζικές κρίσεις. Μόνο με το δεύτερο κύμα μεταρρυθμίσεων επιβάλλονται αυστηροί εισοδηματικοί περιορισμοί, πραγματοποιούνται ιδιωτικοποιήσεις σε βάθος με “πραγματικούς” ιδιοκτήτες (κατά κύριο λόγο, αν και όχι αποκλειστικά, πρόκειται για ξένους άμεσους επενδυτές). Το ρυθμιστικό πλαίσιο και η εποπτεία του τραπεζικού συστήματος εντείνονται σημαντικά.

Οι ξένες άμεσες επενδύσεις από τη Δυτική Ευρώπη κυριαρχούν στο τραπεζικό σύστημα όλων των πρώην σοσιαλιστικών χωρών που είτε είναι ήδη μέλη της ΕΕ είτε είναι υποψήφια μέλη της ή έχουν υπογράψει συμφωνίες σύνδεσης ή βρίσκονται σε διαδικασία σύνδεσης που οδηγεί πιθανόν σε μελλοντική ένταξή τους – στις δύο τελευταίες κατηγορίες ανήκουν οι βαλκανικές χώρες. Η διαδικασία σύγκλισης σε πολλές από αυτές τις χώρες έχει προσφάτως επιταχυνθεί, εδραιώνοντας έτσι ένα περιβάλλον διατηρήσιμης οικονομικής ανάκαμψης και επέκτασης των αγορών. Ραγδαία ήταν η άνοδος των τραπεζικών πιστώσεων, η οποία ωστόσο ενέχει σημαντικούς κινδύνους.

Banking performance in South-Eastern Europe during the interwar period (Οι επιδόσεις του τραπεζικού τομέα στη Νοτιοανατολική Ευρώπη κατά το Μεσοπόλεμο)

Δοκίμιο εργασίας No. 79
Žarko Lazarević

Στο πλαίσιο της ευρύτερης πολιτικής και οικονομικής ανάπτυξης των επιμέρους κρατών της βαλκανικής χερσονήσου, η παρούσα εργασία συγκρίνει τις επιδόσεις του τραπεζικού τομέα

στη νεοσύστατη Γιουγκοσλαβία, τη Ρουμανία, την Ελλάδα και τη Βουλγαρία. Η ανάλυση διενεργείται με βάση δείγμα ισολογισμών για τις σπουδαιότερες τραπεζικές ανώνυμες εταιρίες

στις αντίστοιχες χώρες. Αφορά τα έτη 1928 και 1929, καθώς τότε παρατηρείται το μέγιστο της δραστηριότητας και των επιδόσεων των τραπεζών στην περιοχή. Την περίοδο που ακολούθησε τη Μεγάλη Ύφεση των αρχών της δεκαετίας του 1930, όλες οι οικονομίες της περιοχής υπέφεραν από έντονες υφειστικές διαταραχές και συνεπώς η έννοια των επιδόσεων των τραπεζών άλλαξε περιεχόμενο, αφού πλέον κρίσιμο ζήτημα ήταν η δυνατότητα επιβίωσης των ιδιωτικών τραπεζικών ιδρυμάτων και η ανάγκη κρατικής παρέμβασης για τη στήριξή τους. Κοινό γνώρισμα των υπό εξέταση τραπεζών ήταν η γεωγραφική γειτνίασή τους, δηλαδή δραστηριοποιούνταν όλες στην ίδια

γεωγραφική περιοχή, αυτή της Νοτιοανατολικής Ευρώπης. Πέραν αυτού, παρατηρούνται και άλλες ομοιότητες. Μία από αυτές είναι ασφαλώς ο κυρίαρχος ρόλος των βραχυπρόθεσμων κεφαλαιακών πόρων και η τεράστια δυσαναλογία ανάμεσα στα έσοδα από τόκους και στα έσοδα από μη τοκοφόρες τραπεζικές εργασίες. Το γεγονός αυτό πιστοποιεί όχι μόνο την ύπαρξη και τη διατήρηση υψηλών περιθωρίων επιτοκίου και πραγματικών επιτοκίων, αλλά και το εξαιρετικά περιορισμένο χαρτοφυλάκιο τραπεζικών εργασιών και λοιπών συναλλαγών, εν γένει αποτέλεσμα του κοινωνικοοικονομικού περιβάλλοντος εντός του οποίου λειτουργούσαν οι τράπεζες.

How similar to South-Eastern Europe were the islands of Cyprus and Malta Evidence in terms of agricultural output and credit? Evidence during the interwar period
(Πόσο όμοιες με τη Νοτιοανατολική Ευρώπη ήταν η Κύπρος και η Μάλτα όσον αφορά την ανάπτυξη της αγροτικής οικονομίας και του πιστωτικού συστήματος; Η εμπειρία του μεσοπολέμου)

Δοκίμιο εργασίας Νο. 80
Alexander Apostolides

Οι οικονομίες της Κύπρου και της Μάλτας συνήθως θεωρούνται στην οικονομική ιστορία όμοιες με άλλων χωρών της Νοτιοανατολικής Ευρώπης από πλευράς επιδόσεων και διάρθρωσης. Ωστόσο σοβαρές αποδείξεις της ομοιότητας αυτής δεν υπάρχουν. Η παρούσα μελέτη χρησιμοποιεί νέα ποσοτικά στοιχεία για το ακαθάριστο εγχώριο προϊόν των δύο χωρών κατά την περίοδο του Μεσοπολέμου, προκειμένου να αξιολογήσει κατά πόσον η οικονομική διάρθρωσή τους παρουσίαζε διαφορές είτε μεταξύ τους είτε και με τις άλλες χώρες της Νοτιοανατολικής Ευρώπης.

Για τους τομείς που ελήφθησαν υπόψη (εισόδημα από ενοίκια κατοικιών, κατασκευές, ορυχεία, γεωργία, εκμετάλλευση δασών και αλιεία), η περίοδος του Μεσοπολέμου (1921-1938) χαρακτηρίστηκε από θετικό ρυθμό ανάπτυξης και στις δύο χώρες, αντίθετα με όσα υποστηρίζει η υπάρχουσα βιβλιογραφία, η οποία υπερτονίζει την ύφεση των οικονομιών τους κατά τη δεκαετία του 1930 και παραβλέπει την άνοδο του ρυθμού ανάπτυξης του

πραγματικού ΑΕΠ που σημειώθηκε τη δεκαετία του 1920. Πάντως, ελλείψει στατιστικών δεδομένων για το προϊόν πριν από το 1921, η άνοδος του ρυθμού ανάπτυξης μπορεί απλώς να οφείλεται στην ανάκαμψη από την ύφεση του 1920-21.

Η ανάκαμψη από τη Μεγάλη Ύφεση ήταν αργή και ανομοιογενής, πιθανόν λόγω του ότι οι δύο αυτές χώρες δεν ασκούσαν ανεξάρτητη εθνική οικονομική πολιτική. Στα τέλη της δεκαετίας του 1930 οι επιδόσεις των δύο χωρών όντως αποκλίνουν από τις αντίστοιχες των χωρών της Νοτιοανατολικής Ευρώπης. Αυτό ενδεχομένως οφείλεται στα περιορισμένα περιθώρια άσκησης ανεξάρτητης εθνικής οικονομικής πολιτικής, δεδομένου ότι τόσο η Κύπρος όσο και η Μάλτα ήταν βρετανικές αποικίες εκείνη την εποχή και επομένως ο βαθμός ελευθερίας στην άσκηση οικονομικής πολιτικής ήταν εξαιρετικά μικρός.

Είναι ενδιαφέρον να σημειωθεί επίσης ότι οι δύο χώρες ακολούθησαν ελαφρώς διαφορετικές φάσεις ανάκαμψης και ύφεσης από ό,τι οι

χώρες της Νοτιοανατολικής Ευρώπης όπως η Ελλάδα και η Βουλγαρία. Η Μάλτα παρουσίασε μια μικρή ύφεση, αλλά το 1936 βρισκόταν και πάλι σε πτωτική πορεία. Η Κύπρος επλήγη από σοβαρή ξηρασία την τριετία 1930-32, η οποία οδήγησε σε μείωση του προϊόντος σε επίπεδα χαμηλότερα από εκείνα του 1921. Ωστόσο, σημείωσε ιδιαίτερα ισχυρή ανάκαμψη στα τέλη της δεκαετίας του 1930. Μολονότι και στις δύο χώρες συντελέστηκαν διαρθρωτικές μεταβολές, καίτοι με αργό ρυθμό, η διάρθρωση της οικονομίας τους δεν μεταβλήθηκε σημαντικά παρά μόνο μετά το Β' Παγκόσμιο Πόλεμο.

Από πλευράς οικονομικής διάρθρωσης, οι δύο χώρες φαίνονται επίσης να αποκλίνουν από την κλασική τυπολογία της Νότιας Ευρώπης. Η Μάλτα αποτελεί εξαίρεση λόγω του πολύ υψηλού βαθμού αστικοποίησής της. Η αναπτυξιακή της πορεία συνδέθηκε στενά με την παρουσία του βρετανικού στόλου στο νησί και έτσι η εξέλιξη του προϊόντος της επηρεάστηκε από

παγκόσμια πολιτικά γεγονότα. Δεν προξενεί έκπληξη το γεγονός ότι η Κύπρος, η οποία είναι γεωγραφικά εγγύτερη προς τις ηπειρωτικές χώρες της Νότιας Ευρώπης, παρουσιάζει οικονομική διάθρωση παρόμοια με της Ελλάδος και της Τουρκίας. Παρά τις ομοιότητες όμως, υπάρχουν και σημαντικές διαφορές: η κυπριακή οικονομία δεν βασιζόταν μόνο σε ένα κύριο προϊόν για την εισροή συναλλάγματος και ήταν περισσότερο εξωστρεφής όσον αφορά τις παγκόσμιες εμπορικές συναλλαγές καθ' όλη τη διάρκεια του Μεσοπολέμου. Ως αποικίες με περιορισμένη δυνατότητα άσκησης ανεξάρτητης εθνικής οικονομικής πολιτικής, οι δύο χώρες ουδέποτε έλαβαν εκτεταμένα μέτρα προστατευτισμού. Εν κατακλείδι, παρά τις διαφορές τους, η Μάλτα και η Κύπρος μπορούν να χρησιμοποιούν ως αφετηρία για την αξιολόγηση ενδεικτικών προτάσεων σχετικά με τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα από τη μη δυνατότητα άσκησης ανεξάρτητης οικονομικής πολιτικής κατά τη δεκαετία του 1930.

Stabilisation policies in Bulgaria and Yugoslavia during communism's terminal years: 1980s economic visions in retrospect

(Πολιτικές σταθεροποίησης στη Βουλγαρία και τη Γιουγκοσλαβία στα τέλη της κομμουνιστικής περιόδου: τα οικονομικά οράματα της δεκαετίας του 1980 σε αναθεώρηση)

Δοκίμιο εργασίας Νο. 81
Roumen Avramov and Dragana Gnjatović

Στη διάρκεια της δεκαετίας του 1980, η Βουλγαρία και η Γιουγκοσλαβία αντιμετώπισαν σοβαρές οικονομικές κρίσεις, οι οποίες, παρότι εμφανίστηκαν σε διαφορετικό πολιτικό σκηνικό, είχαν κοινά χαρακτηριστικά και παρόμοια επακόλουθα. Και για τις δύο χώρες, αυτές οι διαταραχές δεν ήταν απλώς γεγονότα που σχετιζόνταν με συνήθεις μακροοικονομικές ανισορροπίες, αλλά σφράγισαν το τέλος ενός καθεστώτος (fin de règne) και την έκπτωση των μοντέλων κοινωνικής και οικονομικής ανάπτυξης που ίσχυαν επί σειρά ετών. Εξάλλου, η Βουλγαρία και η Γιουγκοσλαβία αποτέλεσαν αρχετυπικές περιπτώσεις τοποθετούμενες στα δύο αντίθετα άκρα του φάσματος όσον αφορά τον τρόπο που εφαρμόστηκε ο κομμουνισμός μεταπολεμικά. Η μεν Βουλ-

γαρία ήταν η πιο ακραιφνής σύμμαχος της Σοβιετικής Ένωσης και ακολουθούσε κατά πόδας το σοβιετικό σύστημα σχεδιασμού της οικονομίας. Η δε Γιουγκοσλαβία αντιπροσώπευε επί δεκαετίες την “αναθεωρητική” εκδοχή, κινούμενη στον ενδιάμεσο χώρο ανάμεσα στο κομμουνιστικό μπλοκ και τις δυτικές δημοκρατίες. Στην παρούσα μελέτη, επιχειρείται η συγκριτική επισκόπηση των πολιτικών σταθεροποίησης που σχεδιάστηκαν και εφαρμόστηκαν στη Βουλγαρία και τη Γιουγκοσλαβία εν όψει της οικονομικής κρίσης στα τέλη της δεκαετίας του 1980 που προκάλεσε και την πτώση του καθεστώτος τους. Ο ρόλος του ΔΝΤ μπορεί να αναδειχθεί καλύτερα εάν συγκριθούν σενάρια του τύπου “με/χωρίς” (για τη Γιουγκοσλαβία και τη Βουλγαρία αντίστοιχα)

στο πλαίσιο ενός κομμουνιστικού συστήματος. Αναλύονται οι απόψεις των αρχών, ενώ στην περίπτωση της Βουλγαρίας παρουσιάζονται αρχειακά τεκμήρια που ήρθαν πρόσφατα στη δημοσιότητα. Το όραμα των κυρίαρχων ελίτ αντιπαράβάλλεται με τις απόψεις των αντι-

κειμενικών αναλυτών που τοποθετούνται κριτικά απέναντι στα γεγονότα. Με αυτό τον τρόπο μπορεί να αξιολογηθεί αναδρομικά κατά πόσον η κοινωνία είχε αναπτύξει μηχανισμούς που θα της επέτρεπαν ασφαλή μετάβαση στο σύστημα της οικονομίας της αγοράς.

The evolution of Bulgarian banks' efficiency during the twenties: A DEA approach
(Η εξέλιξη της αποτελεσματικότητας των βουλγαρικών τραπεζών τη δεκαετία του 1920: ανάλυση DEA)

Δοκίμιο εργασίας No. 82

Nikolay Nenovsky, Martin Ivanov and Gergana Mihaylova

Στην παρούσα μελέτη εξετάζεται η δυναμική της αποτελεσματικότητας των τραπεζών στη Βουλγαρία το 1923 και το 1928. Επισημαίνονται αρκετές ομοιότητες μεταξύ τραπεζών ως προς την αντίδρασή τους στη χρηματοπιστωτική κρίση και τις προσπάθειες σταθεροποίησης. Εξετάζονται τα στοιχεία από τους “επίσημους” ισολογισμούς των τραπεζών και τους λογαριασμούς αποτελεσμάτων χρήσεως για σχεδόν 70 βουλγαρικά πιστωτικά ιδρύματα. Μετά την κατάταξή τους σε υποομάδες, εφαρμόζονται διάφορες παραλλαγές της ανάλυσης DEA (Data Envelopment Analysis) και κυρίως η προσέγγιση της διαμεσολάβησης για

τον προσδιορισμό της χρηματοοικονομικής κατάστασης των τραπεζών. Η ανάλυση DEA επιτρέπει να αντιμετωπιστούν αρκετές ανεπάρκειες που συνδέονται με τους κλασικούς τραπεζικούς δείκτες μέτρησης της αποτελεσματικότητας των τραπεζών – ένα πλεονέκτημα που την έχει κάνει πολύ δημοφιλή στην πρόσφατη βιβλιογραφία. Αυτή είναι η πρώτη προσπάθεια εφαρμογής της παραπάνω προσέγγισης σε ιστορικά δεδομένα. Τα εμπειρικά ευρήματα επιβεβαιώνουν την υπόθεση ότι στις περιφερειακές χώρες η νομισματική σταθεροποίηση αυξάνει την αποτελεσματικότητα των τραπεζών.

Banking in Turkey: history and evolution
(Η τραπεζική στην Τουρκία: ιστορία και εξέλιξη)

Δοκίμιο εργασίας No. 83

Yüksel Görmez

Όταν εγκαθιδρύθηκε η Δημοκρατία της Τουρκίας το 1923, δεν υπήρχαν συναλλαγματικά διαθέσιμα, κεντρική τράπεζα ή ανθρώπινο κεφάλαιο ώστε να επέλθει οικονομική ανάκαμψη και να δημιουργηθεί ισχυρό χρηματοπιστωτικό σύστημα. Χάρη ωστόσο στην άσκηση ορθολογικής πολιτικής από τη νεαρή Δημοκρατία αποτράπηκε η εμφάνιση τραπεζικών ή χρηματοπιστωτικών κρίσεων και αντιμετωπίστηκε με επιτυχία η έλλειψη κεφαλαίων. Εκμεταλλευόμενες την αυξημένη έμφαση που δόθηκε στην πολιτική φιλελευ-

θεροποίησης τη δεκαετία του 1950, οι κρατικές τράπεζες ενίσχυσαν τον ηγετικό ρόλο τους στο χρηματοπιστωτικό σύστημα.

Τη δεκαετία του 1960 ένα σύστημα σχεδιασμού κατά τα σοσιαλιστικά πρότυπα κυριαρχούσε επιτυχώς στην τουρκική οικονομία και η τραπεζική διαμορφωνόταν με βάση τα “πενταετή προγράμματα”. Οι πετρελαϊκές κρίσεις της δεκαετίας του 1970 ωστόσο απομάκρυναν κάθε ελπίδα ανάδειξης ισχυρών ιδιωτικών τραπεζών. Μετά τις κρίσεις στο ισο-

ζύγιο πληρωμών στο τέλος της δεκαετίας του 1970, η απελευθέρωση του χρηματοπιστωτικού συστήματος επέτρεψε την ελεύθερη διαμόρφωση των επιτοκίων καταθέσεων και χορηγήσεων δίδοντας κυρίαρχο ρόλο στις δυνάμεις της αγοράς δανειακών κεφαλαίων. Ως εκ τούτου, το δεύτερο ήμισυ της δεκαετίας του 1980 οι ιδιωτικές τράπεζες άρχισαν να κερδίζουν σημαντικά μερίδια αγοράς.

Η δεκαετία του 1990 μπορεί να περιγραφεί ως τα “χαμένα χρόνια” για το τραπεζικό σύστημα της Τουρκίας, όχι μόνο λόγω της κρίσης του

1994, αλλά και εξαιτίας της έλλειψης προσήλωσης στους στόχους της κοινωνικής ευημερίας και της αναδιάρθρωσης της οικονομίας. Οι ζημίες των κρατικών τραπεζών ανήλθαν σε επικίνδυνα υψηλά επίπεδα και τα δημοσιονομικά ελλείμματα “εκτόπισαν” την ιδιωτική πρωτοβουλία, με αποτέλεσμα το τραπεζικό σύστημα να εισέλθει σε νέα κρίση το 2001. Έκτοτε, οι τράπεζες ανακάμπτουν με ταχείς ρυθμούς. Σε αυτό συνέβαλε η υιοθέτηση των ευρωπαϊκών προτύπων τραπεζικής. Ωστόσο, η διαδικασία της ιδιωτικοποίησης των κρατικών τραπεζών δεν έχει ακόμη συντελεστεί.

Banking and finance in South-Eastern Europe: the Albanian case
(Τραπεζική και χρηματοοικονομική στη Νοτιοανατολική Ευρώπη: η περίπτωση της Αλβανίας)

Δοκίμιο εργασίας No. 84

Kliti Ceca, Kelmend Rexha and Elside Orhan

Η παρούσα εργασία επιχειρεί να παρουσιάσει τις κυριότερες τραπεζικές και χρηματοοικονομικές εξελίξεις στην Αλβανία. Μετά την κατάρρευση του κομμουνιστικού καθεστώτος το 1989, ο τραπεζικός τομέας της Αλβανίας παρέμενε μη επαρκώς ανεπτυγμένος και τελούσε υπό κεντρικό σχεδιασμό. Η διαδικασία μεταρρυθμίσεων περιλάμβανε τη δημιουργία ενός τραπεζικού συστήματος δύο βαθμίδων, την ιδιωτικοποίηση των κρατικών τραπεζών, την εισαγωγή ενός νέου ρυθμιστικού πλαισίου και την είσοδο ξένων τραπεζών. Οι παρατραπεζικές δραστηριότητες τύπου “πυραμίδων” (pyramid schemes) το 1997 και η τραπεζική κρίση το 2002 με την αθρόα απόσυρση των καταθέσεων ήταν οι σοβαρότερες δυσκολίες που έπρεπε να αντιμετωπίσει η χώρα. Τα τελευταία χρόνια ο βαθμός της χρηματοπιστωτικής διαμεσολάβησης έχει αυξηθεί σημαντικά, λόγω της ενίσχυσης της εμπιστοσύνης των πελατών στις τράπεζες, της επαρκούς νομι-

κής προστασίας των δανειστών και της εισαγωγής σύγχρονων τεχνικών διαχείρισης του πιστωτικού κινδύνου. Η παρούσα ιστορική ανασκόπηση συμβάλλει στην καλύτερη κατανόηση τόσο των μεγάλων δυσκολιών και των εμποδίων που συνάντησε η χώρα στο παρελθόν όσο και των επιτευγμάτων που σημείωσε ως προς την ανάπτυξη του εγχώριου τραπεζικού τομέα. Είναι γνωστό ότι το χρηματοπιστωτικό σύστημα, ιδίως ο τραπεζικός τομέας, θεωρείται πολύ σημαντικός επειδή δρα ως καταλύτης για την οικονομική ανάπτυξη της χώρας. Αυτό συμβαίνει επειδή ο βαθμός της χρηματοπιστωτικής ανάπτυξης μιας χώρας προσδιορίζει το ρυθμό της οικονομικής της ανάπτυξης. Στην παρούσα εργασία υπογραμμίζονται επίσης οι προκλήσεις που καλείται να αντιμετωπίσει στο άμεσο μέλλον το χρηματοπιστωτικό σύστημα της χώρας στο πλαίσιο της ένταξής της στην ΕΕ και της εναρμόνισής του προς τα ισχύοντα στην ΕΕ.

Growing up to financial stability
(Αναπτύσσοντας θεσμούς και πολιτικές εδραίωσης της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας)

Δοκίμιο εργασίας No. 85
Michael D. Bordo

Οι χρηματοπιστωτικές κρίσεις είναι παλαιό φαινόμενο που έχει τις ρίζες του στις απαρχές του κεφαλαιοκρατικού συστήματος παραγωγής. Η εμφάνισή τους αποτελεί σημαντικό ζήτημα για τις αναδυόμενες οικονομίες της αγοράς στη σύγχρονη εποχή της παγκοσμιοποίησης. Παρόμοιο ζήτημα αποτελούσαν και κατά την εποχή πριν από την παγκοσμιοποίηση, από το 1870 μέχρι το 1914. Εντούτοις, η συχνότητα της εμφάνισής τους και η έντασή τους ήταν μικρότερες από ό,τι σήμερα. Οι ανεπτυγμένες οικονομίες αντιμετώπισαν λίγα επεισόδια κρίσεων τα τελευταία χρόνια, αλλά πολύ περισσότερα κατά τη φάση ανάπτυξής τους. Ωστόσο, στο Μεσοπόλεμο και τις δεκαετίες του 1970, 1980 και 1990 αντιμετώπισαν σοβαρές συναλλαγματικές και τραπεζικές κρίσεις. Η παρούσα μελέτη επισκοπεί εν συντομία τα ιστορικά στοιχεία και διερευνά τη θεωρητική εξέταση της συχνότητας εμφάνισης και της δραμότητας των διαφόρων μορφών κρίσεων στο πλαίσιο της πρώιμης εποχής της παγκοσμιο-

ποίησης πριν από το 1914 και της σύγχρονης μετά το 1980, αξιοποιώντας τα ευρήματα από το πρότερο ερευνητικό έργο του συγγραφέα από κοινού με τους Barry Eichengreen και Christopher Meissner. Αναλύονται οι προσδιοριστικοί παράγοντες των χρηματοπιστωτικών κρίσεων στις αναδυόμενες οικονομίες της αγοράς και γίνεται διάκρισή τους σε συναλλαγματικές κρίσεις, τραπεζικές κρίσεις και κρίσεις αδυναμίας εξυπηρέτησης του χρέους. Η διάκριση αυτή φέρνει στο προσκήνιο τη σημασία του βαθμού της χρηματοπιστωτικής ανάπτυξης μιας χώρας. Ως εκ τούτου, κρίσιμης σημασίας είναι η μελέτη των θεμελιωδών θεσμικών παραγόντων που καθορίζουν τη διαδικασία της χρηματοπιστωτικής ανάπτυξης, καθώς και η εξέταση της σχέσης τους με την επίτευξη σταθερότητας στη λειτουργία του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Η μελέτη καταλήγει με την παράθεση ορισμένων διδαγμάτων από την ιστορική εμπειρία, επωφελών για τη χάραξη της σύγχρονης οικονομικής πολιτικής.

Banking and central banking in pre-WWII Greece: money and currency developments
(Οι λειτουργίες των εμπορικών τραπεζών και ο ρόλος της κεντρικής τράπεζας στην προπολεμική Ελλάδα: νομισματικές εξελίξεις)

Δοκίμιο εργασίας No. 86
Sophia Lazaretou

Στην εποχή των μεταλλικών νομισματικών συστημάτων, οι κεντρικές τράπεζες, που στην πλειοψηφία τους ήταν κοινές εμπορικές τράπεζες, είχαν το ρόλο του θεματοφύλακα του κανόνα χρυσού, εφοδίαζαν με χρήμα την οικονομία και χρηματοδοτούσαν τους πολέμους που διεξήγαν οι κυβερνήσεις. Λόγω της απουσίας αμιγώς κεντρικών τραπεζών, η νομισματική σταθερότητα και η σταθερότητα των αγορών χρήματος και κεφαλαίων διασφαλιζόταν από την απρόσκοπτη λειτουργία του κανόνα του "laissez faire".

Στα χρόνια του Μεσοπολέμου, ωστόσο, και μετά τον αντίκτυπο των πρωτοφανών πληθωριστικών πιέσεων, καθώς και την αποτυχία επαναλειτουργίας του διεθνούς κανόνα χρυσού, η νέα ορθόδοξη θεωρία περί άσκησης της νομισματικής πολιτικής αφορούσε την ίδρυση αμιγώς κεντρικών τραπεζών με στόχο τη διασφάλιση της νομισματικής και οικονομικής σταθερότητας. Η παρούσα εργασία αποσκοπεί στην ιχνηλάτηση της ιστορικής διαδρομής της εμπορικής τραπεζικής και του ρόλου της κεντρικής τράπεζας στην προπολεμική Ελλάδα.

Προς το σκοπό αυτό, πρώτον, μελετώνται η ανάπτυξη του εγχώριου χρηματοπιστωτικού συστήματος και τα κύρια χαρακτηριστικά γνώρισμα των βασικών δομών του. Εκτιμώνται διάφοροι δείκτες για τη μέτρηση του βαθμού της χρηματοπιστωτικής ανάπτυξης και παρουσιάζεται η διαχρονική εξέλιξή της. Οι ιστορικές χρονολογικές σειρές δείχνουν ότι ο βαθμός της τραπεζικής διαμεσολάβησης αυξήθηκε στα τέλη του 19ου αιώνα και ενισχύθηκε περαιτέρω έως τις αρχές της δεκαετίας του 1920. Εντούτοις, με βάση τους εκτιμώμενους δείκτες συμπεριφοράς φαίνεται ότι οι τράπεζες ακολουθούσαν ανεπαρκή διαχείριση ενεργητικού-παθητικού. Υπέφεραν επίσης από κεφαλαιακή ανεπάρκεια και η δανειακή τους μόχλευση ήταν υψηλή.

Δεύτερον, από τα εμπειρικά ευρήματα της ανάλυσης των συνιστωσών της προσφοράς χρήματος στην εγχώρια οικονομία και της μακροχρόνιας συμπεριφοράς των εν λόγω συνιστωσών προκύπτει ότι οι μεταβολές της

νομισματικής βάσης ήταν ο πρωταρχικός προσδιοριστικός παράγοντας των μεταβολών της προσφοράς χρήματος, ενώ η επίδραση του πολλαπλασιαστή χρήματος ήταν ελάχιστη.

Τρίτον, ο ρόλος της κεντρικής τράπεζας διερευνάται τόσο στο επίπεδο του σχεδιασμού της στρατηγικής για τη νομισματική πολιτική όσο και στο επίπεδο της εφαρμογής της εν λόγω πολιτικής, καθώς και σε σχέση με την παρεμβατική πολιτική του κράτους σ' αυτά τα δύο. Η ανάλυση των ισολογισμών της Τράπεζας της Ελλάδος αποκαλύπτει την επίμονη και υπερβολική προσήλωση στην ακολουθούμενη στρατηγική της πρόσδεσης του νομίσματος. Οι εγχώριες πιστώσεις ελέγχονταν μέσω των πάγιων διευκολύνσεων παροχής ρευστότητας, δηλ. είτε προεξοφλήσεων είτε προκαταβολών. Επιπλέον, η σημαντική ανάμιξη της Τράπεζας στην αναχρηματοδότηση του δημόσιου τομέα αποτελεί ένδειξη εκτεταμένων κρατικών παρεμβάσεων στη λειτουργία της.

Monetary policy objectives and instruments used by the privileged National Bank of the Kingdom of Serbia (1884-1914)
(Σκοποί της νομισματικής πολιτικής και μέσα άσκησης της από την Προνομακή Εθνική Τράπεζα του Βασιλείου της Σερβίας (1884-1914))

Δοκίμιο εργασίας No. 87
Milan Sojic and Ljiljana Djurdjević

Τα πρώτα τριάντα χρόνια από την ίδρυσή της, ο ρόλος της Προνομακής Εθνικής Τράπεζας του Βασιλείου της Σερβίας (1884-1914) ήταν τριπλός: ήταν κύριος πιστωτής της εγχώριας οικονομίας, εκδότης του νομίσματος και τράπεζα του Δημοσίου. Όταν ιδρύθηκε, η Εθνική Τράπεζα της Σερβίας ήταν μία από τις 16 λειτουργούσες "κεντρικές τράπεζες" και οι δραστηριότητές της ήταν εν πολλοίς ίδιες με άλλων κεντρικών τραπεζών.

Σύμφωνα με τον τραπεζικό νόμο του 1883, πρωταρχικός σκοπός της ήταν "να προάγει τις εμπορικές συναλλαγές και την οικονομική δραστηριότητα παρέχοντας πρόσβαση σε φθηνά κεφάλαια και βιώσιμους μηχανισμούς παροχής πιστώσεων". Ο ίδιος σκοπός προβλεπόταν και

σε όλες τις νομοθετικές διατάξεις που αφορούσαν την Εθνική Τράπεζα έως τη θέσπιση του νόμου του 1920. Μέχρι το τέλος του Α' Παγκοσμίου Πολέμου, βασική δραστηριότητα της Εθνικής Τράπεζας ήταν η παροχή πιστώσεων. Το προεξοφλητικό της επιτόκιο ήταν πάντοτε χαμηλότερο από τα αγοραία επιτόκια δανεισμού, γεγονός που υποδηλώνει ότι η Τράπεζα δεν χρησιμοποιούσε τα επιτόκια ως μέσο άμβλυνσης των πιέσεων επί των διαθεσίμων χρυσού, αλλά για να ενισχύσει τη δραστηριότητα των εμπορικών τραπεζών και να δημιουργήσει πρόσφορες συνθήκες για την οικονομική ανάπτυξη της χώρας.

Εξάλλου, ως εκδοτικό ίδρυμα, η Εθνική Τράπεζα ήταν υπεύθυνη για τη σταθερότητα της

διεθνούς τιμής του εθνικού νομίσματος, φρόντιζε δηλ. για την έκδοση τραπεζογραμμάτων και τη διατήρηση της μετατρεψιμότητας του δηναρίου σε χρυσό και άργυρο σε σταθερή αναλογία. Τα πρώτα εξαργυρώσιμα σε χρυσό τραπεζογραμμάτια των 100 δηναρίων εκδόθηκαν αμέσως μετά την ίδρυση της Εθνικής Τράπεζας το 1884. Ωστόσο, καθώς δεν μπορούσαν να διατηρηθούν στην κυκλοφορία, το 1885 εκδόθηκαν τα ευθέως μετατρέψιμα σε άργυρο τραπεζογραμμάτια των 10 δηναρίων, εισάγοντας έτσι το διμεταλλικό νομισματικό σύστημα, το οποίο παρέμεινε σε ισχύ μέχρι το τέλος του Α' Παγκοσμίου Πολέμου.

Οι προσπάθειες της Εθνικής Τράπεζας να στηρίξει την αξία του εγχώριου νομίσματος πολλές φορές ήλθαν σε σύγκρουση με τη λειτουργία της ως τράπεζας του Δημοσίου. Για

τη χρηματοδότηση των ελλειμμάτων του προϋπολογισμού, η κυβέρνηση συχνά προσέφευγε σε δανεισμό από την Εθνική Τράπεζα. Το 1898 το χρέος του Δημοσίου προς την Εθνική Τράπεζα ήταν σχεδόν τριπλάσιο από το χρέος όλων των γραφείων παροχής πιστώσεων μαζί. Εντούτοις, το 1903 η σχέση της Εθνικής Τράπεζας με το Δημόσιο τέθηκε σε νέα βάση. Ασκήθηκε αυστηρότερος έλεγχος των δημοσίων εσόδων και δαπανών και ως εκ τούτου ο δανεισμός από την Εθνική Τράπεζα το διάστημα από το 1903 έως την έναρξη του Α' Παγκοσμίου Πολέμου ήταν προσωρινού χαρακτήρα και βραχυπρόθεσμος. Κατά συνέπεια, η Εθνική Τράπεζα της Σερβίας ήταν σε θέση να ασκήσει με μεγάλη επιτυχία την πιστωτική της πολιτική και ταυτόχρονα να διαφυλάξει τη συναλλαγματική σταθερότητα.

The National Bank of Romania and its issue of banknotes between necessity and possibility, 1880-1914

(Η Εθνική Τράπεζα της Ρουμανίας και το εκδοτικό προνόμιο: ανάμεσα στο αναγκαίο και το εφικτό, 1880-1914)

Δοκίμιο εργασίας No. 88

George Virgil Stoenescu, Elisabeta Blejan, Brindusa Costache and Adriana Iarovici Aloman

Από ιστορική άποψη, η έκδοση τραπεζογραμμάτων αποτελούσε το πρωταρχικό καθήκον κάθε “κεντρικής τράπεζας”. Υπό το πρίσμα αυτό, στην παρούσα εργασία εξετάζεται η δραστηριότητα της Εθνικής Τράπεζας της Ρουμανίας από το 1880 έως το 1914 και ο ρόλος της ως εκδότριας τράπεζας στον εκσυγχρονισμό της ρουμανικής οικονομίας και κοινωνίας και στην ένταξή τους στο οικονομικό και κοινωνικό σύστημα που επικρατούσε τότε στην Ευρώπη.

Η εργασία αναλύει το “κάλυμμα” των τραπεζογραμμάτων που εξέδιδε η Εθνική Τράπεζα της Ρουμανίας και τις διόδους που χρησιμοποιούσε προκειμένου να θέσει τα τραπεζογραμμάτια της σε κυκλοφορία. Οι εξελίξεις όσον αφορά την προεξόφληση εμπορικών χρεογράφων, τα δάνεια με ενέχυρο κρατικούς τίτλους και τις συναλλαγές επί επιταγών και

εμβασμάτων αποτελούν τις πιο συναφείς ενδείξεις ότι η Εθνική Τράπεζα της Ρουμανίας στηρίξε και προώθησε την εμπορική, βιομηχανική και αγροτική δραστηριότητα της χώρας με την εδραίωση ενός πιστωτικού συστήματος εθνικής εμβέλειας. Αποτελούν επίσης απόδειξη της προσπάθειας της κυβέρνησης να δημιουργήσει μια σύγχρονη θεσμική υποδομή. Η άμεση αντίδραση εξάλλου της Τράπεζας στις κρίσεις του 1884, του 1899-1900 και του 1907 είχε ευεργετικά αποτελέσματα για την εγχώρια οικονομία.

Περαιτέρω, η Εθνική Τράπεζα της Ρουμανίας διαχειρίστηκε με επιτυχία το εκδοτικό προνόμιο, προσφέροντας στην εγχώρια οικονομία και κοινωνία τους αναγκαίους για τον εκσυγχρονισμό της οικονομικούς πόρους. Παράλληλα, η διατήρηση ενός σταθερού και φερέγγυου νομίσματος αποτέλεσε

ικανή και αναγκαία συνθήκη για τη διασφάλιση της ανάπτυξης της εγχώριας οικο-

νομίας κατά τα πρότυπα των άλλων ευρωπαϊκών οικονομιών.

Institutions matter: Financial supervision architecture, central bank and path dependence.

General trends and the South-Eastern European countries

(Οι θεσμοί έχουν σημασία: Η αρχιτεκτονική της εποπτείας του τραπεζικού συστήματος, οι κεντρικές τράπεζες και η εξάρτηση από το παρελθόν.

Γενικές τάσεις και η εμπειρία των χωρών της Νοτιοανατολικής Ευρώπης)

Δοκίμιο εργασίας No. 89

Donato Masciandaro and Marc Quintyn

Στις μέρες μας, το κύμα μεταρρυθμίσεων στην αρχιτεκτονική του παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού συστήματος αφήνει για τον ενδιαφερόμενο παρατηρητή πληθώρα ερωτημάτων όσον αφορά τους προσδιοριστικούς παράγοντες τους και τα κίνητρα που οδηγούν σ' αυτές τις αλλαγές. Τα ερωτήματα γίνονται ακόμη πιο εύλογα εξαιτίας του γεγονότος ότι η νέα μορφή θεσμικής οργάνωσης που προκύπτει είναι ασφαλώς ανομοιογενής από χώρα σε χώρα.

Προκειμένου να δοθεί μια απάντηση σ' αυτά τα ερωτήματα, απαιτείται η προσέγγισή τους από τη σκοπιά της πολιτικής οικονομίας. Πράγματι, η μεταρρύθμιση της εποπτείας του χρηματοπιστωτικού συστήματος είναι μια πολιτική διαδικασία με πολλά εμπλεκόμενα μέρη: τους φορείς της πολιτικής εξουσίας, την κεντρική τράπεζα, τους εποπτευόμενους οργανισμούς, καθώς και τους πελάτες, που είναι και οι αποδέκτες των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών. Επομένως, το βασικό ερώτημα είναι: ποια ζητήματα και απόψεις υπερισχύουν εν τέλει στη διαδικασία λήψης αποφάσεων και σε ποιο βαθμό αυτοί που λαμβάνουν τις αποφάσεις συνεκτιμούν τις απόψεις των διαφορετικών ομάδων ενδιαφερομένων όταν αποφασίζουν για μια μεταρρύθμιση του εποπτικού πλαισίου;

Στην εργασία αυτή προτείνεται μια προσέγγιση με βάση την εξάρτηση από το παρελθόν (path dependence approach) προκειμένου να αναλυθεί η εξέλιξη της αρχιτεκτονικής της

εποπτείας του χρηματοπιστωτικού τομέα, με σημείο αναφοράς το θεσμικό ρόλο της κεντρικής τράπεζας. Κατόπιν εφαρμόζεται το υπόδειγμα εργασίας που επιλέχθηκε προκειμένου να περιγραφούν τα θεσμικά χαρακτηριστικά του εν λόγω εποπτικού πλαισίου σε επιλεγμένο δείγμα χωρών. Τα όργανα λήψης αποφάσεων που αποφασίζουν να διατηρήσουν ή να μεταρρυθμίσουν την αρχιτεκτονική της εποπτείας επηρεάζονται κατά συστηματικό τρόπο από το υφιστάμενο θεσμικό καθεστώς: όσο περισσότερο εμπλέκεται μια κεντρική τράπεζα στην άσκηση εποπτείας, τόσο λιγότερο πιθανό είναι να υιοθετηθεί ένα πιο συγκεντρωτικό εποπτικό καθεστώς, και αντιστρόφως (επίδραση της εξάρτησης από το παρελθόν – path dependence effect).

Ελέγχεται η επίδραση της εξάρτησης από το παρελθόν και αξιολογείται η εξέλιξη της αρχιτεκτονικής της εποπτείας σε έξι εθνικά εποπτικά καθεστώτα της Νοτιοανατολικής Ευρώπης: στην Αλβανία, τη Βουλγαρία, την Ελλάδα, τη Ρουμανία, τη Σερβία και την Τουρκία. Η μελέτη των χωρών της Νοτιοανατολικής Ευρώπης επιβεβαιώνει τον ανταπόδεικτο θεσμικό ρόλο της κεντρικής τράπεζας. Σε πέντε από τις έξι χώρες του δείγματος ο μεγάλος βαθμός ανάμιξης της κεντρικής τράπεζας στην εποπτεία του εγχώριου χρηματοπιστωτικού συστήματος συνδέεται με ένα καθεστώς πολλών εποπτικών αρχών, ενώ σε μία μόνο χώρα ο υψηλός βαθμός ενοποίησης των εποπτικών αρχών συνδέεται με μια μικρής έκτασης ανάμιξη της κεντρικής τράπεζας.

ΜΕΤΡΑ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΚΑΙ ΕΠΟΠΤΕΙΑΣ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ (ΙΑΝΟΥΑΡΙΟΣ – ΝΟΕΜΒΡΙΟΣ 2008)

ΜΕΤΡΑ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΤΟΥ ΕΥΡΩΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ

10 ΙΑΝΟΥΑΡΙΟΥ, 7 ΦΕΒΡΟΥΑΡΙΟΥ, 6 ΜΑΡΤΙΟΥ, 10 ΑΠΡΙΛΙΟΥ, 8 ΜΑΪΟΥ ΚΑΙ 5 ΙΟΥΝΙΟΥ 2008

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφασίζει ότι το ελάχιστο επιτόκιο προσφοράς για τις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης, καθώς και τα επιτόκια της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης και της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων, θα παραμείνουν αμετάβλητα στο 4%, 5% και 3% αντίστοιχα.

3 ΙΟΥΛΙΟΥ 2008

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφασίζει ότι από 9 Ιουλίου 2008:

- Το ελάχιστο επιτόκιο προσφοράς για τις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης του Ευρωσυστήματος θα αυξηθεί κατά 25 μονάδες βάσης στο 4,25%.
- Το επιτόκιο της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης θα αυξηθεί κατά 25 μονάδες βάσης στο 5,25%.
- Το επιτόκιο της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων θα αυξηθεί κατά 25 μονάδες βάσης στο 3,25%.

7 ΑΥΓΟΥΣΤΟΥ, 4 ΣΕΠΤΕΜΒΡΙΟΥ ΚΑΙ 2 ΟΚΤΩΒΡΙΟΥ 2008

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφασίζει ότι το ελάχιστο επιτόκιο προσφοράς για τις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης, καθώς και τα επιτόκια της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης και της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων, θα παραμείνουν αμετάβλητα στο 4,25%, 5,25% και 3,25% αντίστοιχα.

8 ΟΚΤΩΒΡΙΟΥ 2008

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφασίζει ότι:

- Το ελάχιστο επιτόκιο προσφοράς για τις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης του

Ευρωσυστήματος θα μειωθεί κατά 50 μονάδες βάσης στο 3,75%, με ισχύ από 15 Οκτωβρίου 2008.

- Το επιτόκιο της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης θα μειωθεί κατά 50 μονάδες βάσης στο 4,75%, με άμεση ισχύ.
- Το επιτόκιο της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων θα μειωθεί κατά 50 μονάδες βάσης στο 2,75%, με άμεση ισχύ.

Επίσης, το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφασίζει να λάβει τα ακόλουθα δύο μέτρα:

- Από την πράξη που πρόκειται να διακανονιστεί στις 15 Οκτωβρίου και στο εξής, οι εβδομαδιαίες πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης θα πραγματοποιούνται μέσω δημοπρασιών σταθερού επιτοκίου με κατανομή ολόκληρου του ποσού στο επιτόκιο της πράξης κύριας αναχρηματοδότησης (σήμερα στο 3,75%).

- Από τις 9 Οκτωβρίου, η ΕΚΤ θα μειώσει το εύρος διακύμανσης των επιτοκίων των πάγιων διευκολύνσεων, από 200 μονάδες βάσης σε 100 μονάδες βάσης γύρω από το επιτόκιο της πράξης κύριας αναχρηματοδότησης. Επομένως, από τις 9 Οκτωβρίου, το επιτόκιο της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης θα μειωθεί από 100 σε 50 μονάδες βάσης πάνω από το επιτόκιο της πράξης κύριας αναχρηματοδότησης (σήμερα στο 4,25%) και το επιτόκιο της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων θα αυξηθεί από 100 σε 50 μονάδες βάσης κάτω από το επιτόκιο της πράξης κύριας αναχρηματοδότησης (σήμερα στο 3,25%).

Τα δύο αυτά μέτρα θα παραμείνουν σε ισχύ για όσο διάστημα χρειαστεί και τουλάχιστον μέχρι το τέλος της πρώτης περιόδου τήρησης του 2009, στις 20 Ιανουαρίου.

6 ΝΟΕΜΒΡΙΟΥ 2008

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφασίζει ότι από 12 Νοεμβρίου 2008:

- Το ελάχιστο επιτόκιο προσφοράς για τις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης του Ευρωσυστήματος θα μειωθεί κατά 50 μονάδες βάσης στο 3,25%.
- Το επιτόκιο της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης θα μειωθεί κατά 50 μονάδες βάσης στο 3,75%.
- Το επιτόκιο της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων θα μειωθεί κατά 50 μονάδες βάσης στο 2,75%.

ΙΑΝΟΥΑΡΙΟΣ–ΝΟΕΜΒΡΙΟΣ 2008

Το Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ αποφασίζει να διενεργήσει πρόσθετες πράξεις ανοικτής αγοράς, επιπλέον των προγραμματισμένων πράξεων κύριας και πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης, με σκοπό την εξομάλυνση της λειτουργίας της αγοράς χρήματος σε ευρώ.

ΑΠΟΦΑΣΕΙΣ ΤΗΣ ΤΡΑΠΕΖΑΣ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ ΣΧΕΤΙΚΑ ΜΕ ΤΗΝ ΙΔΡΥΣΗ ΚΑΙ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑ ΤΩΝ ΠΙΣΤΩΤΙΚΩΝ ΙΔΡΥΜΑΤΩΝ ΚΑΙ ΤΗΝ ΕΠΟΠΤΕΙΑ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ

2 ΙΑΝΟΥΑΡΙΟΥ 2008

Αρχίζει τις εργασίες του στην Ελλάδα το υποκατάστημα της τράπεζας “Deutsche Bank AG”, με έδρα τη Γερμανία.

22 ΙΑΝΟΥΑΡΙΟΥ 2008

– Εγκρίνεται η συγχώνευση της “Proton Τράπεζα ΑΕ” με την εταιρία “Proton Ανώνυμη Εταιρία Χρηματοοικονομικών Συμβούλων, Τεχνολογίας και Συστημάτων Πληροφορικής”, με απορρόφηση της δεύτερης από την πρώτη.

– Εγκρίνεται η απόκτηση από την εταιρία “Costanus Limited”, με έδρα την Κύπρο, ειδικής συμμετοχής στο μετοχικό κεφάλαιο της τράπεζας “Aegean Baltic Bank ATE”.

4 ΦΕΒΡΟΥΑΡΙΟΥ 2008

– Αυξάνονται τα ανώτατα όρια ποινών που μπορούν να επιβάλλονται από την Τράπεζα

της Ελλάδος στα εποπτευόμενα από αυτήν πρόσωπα και καθορίζεται η προθεσμία καταβολής των επιβαλλόμενων από την Τράπεζα της Ελλάδος προστίμων.

– Κωδικοποιούνται και τροποποιούνται οι διατάξεις των υφιστάμενων αποφάσεων της Τράπεζας της Ελλάδος σχετικά: α) με τα κριτήρια και τη διαδικασία εξέτασης αιτημάτων ίδρυσης από τα πιστωτικά ιδρύματα νέων υποκαταστημάτων στην Ελλάδα ή το εξωτερικό, και β) με την απόκτηση από αυτά “ειδικών συμμετοχών” στο μετοχικό κεφάλαιο επιχειρήσεων του χρηματοπιστωτικού τομέα.

21 ΦΕΒΡΟΥΑΡΙΟΥ 2008

Κωδικοποιούνται οι υποχρεώσεις περιοδικής υποβολής εποπτικής φύσεως στοιχείων και πληροφοριών από τα πιστωτικά ιδρύματα προς την Τράπεζα της Ελλάδος και καθορίζονται τα πρόσωπα που θεωρείται ότι έχουν “ειδική σχέση” με το πιστωτικό ίδρυμα και ως εκ τούτου οι συναλλαγές τους με αυτό υπάγονται σε ειδικές εποπτικές διατάξεις.

22 ΑΠΡΙΛΙΟΥ 2008

Καθορίζεται το πλαίσιο που διέπει τις συναλλαγές των πιστωτικών ιδρυμάτων με τα πρόσωπα με τα οποία διατηρούν “ειδική σχέση” κατά την έννοια της ΠΔ/ΤΕ 2606/21.2.2008.

2 ΜΑΪΟΥ 2008

– Διευκρινίζονται διατάξεις της ΠΔ/ΤΕ 2501/31.10.2002 περί ενημέρωσης των συναλλασσομένων με τα πιστωτικά ιδρύματα για τους όρους που διέπουν τις συναλλαγές τους.

– Παρατείνεται η προθεσμία εφαρμογής των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων από τα πιστωτικά ιδρύματα που λειτουργούν με τη μορφή πιστωτικών συνεταιρισμών.

– Εγκρίνεται η ίδρυση από την “Άλφα Τράπεζα Α.Ε.” 25 νέων υπηρεσιακών μονάδων στην Αλβανία.

12 ΜΑΪΟΥ 2008

– Παρατείνεται μέχρι 31.12.2008 η προθεσμία έναρξης της λειτουργίας του υποκαταστήματος της τράπεζας T.C. Ziraat Bankası A.Ş.

– Ανακαλείται η άδεια που είχε παρασχεθεί για τη μετατροπή της εταιρίας “Γενική Καρτών και Χρηματοοικονομικών Υπηρεσιών Α.Ε.” σε εταιρία παροχής πιστώσεων υπό την επωνυμία “SFS Hellasfinance Ανώνυμη Εταιρία Παροχής Πιστώσεων”.

15 ΜΑΪΟΥ 2008

Τροποποιείται προηγούμενη Πράξη του Συμβουλίου Νομισματικής Πολιτικής σχετικά με τα μέσα και τις διαδικασίες εφαρμογής της νομισματικής πολιτικής από την Τράπεζα της Ελλάδος.

19 ΜΑΪΟΥ 2008

– Εγκρίνεται στην “Αγροτική Τράπεζα της Ελλάδος Α.Ε.” η συμμετοχή της στην αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της τράπεζας “F.B.B. – Πρώτη Επιχειρηματική Τράπεζα Α.Ε.”.

– Εγκρίνεται η απόκτηση από την “Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος Α.Ε.” ειδικής συμμετοχής στο μετοχικό κεφάλαιο της “Ταχυδρομικό Ταμιευτήριο Ελλάδος Α.Τ.Ε.”.

– Εγκρίνεται η απόκτηση από την “Τράπεζα EFG Eurobank Ergasias Α.Ε.” ειδικής συμμετοχής στο μετοχικό κεφάλαιο της “Ταχυδρομικό Ταμιευτήριο Ελλάδος Α.Τ.Ε.”.

26 ΙΟΥΝΙΟΥ 2008

– Αναγνωρίζεται η εταιρία “ICAP Ανώνυμη Εταιρία Ερευνών και Επενδύσεων, Σύμβουλοι Επιχειρήσεων”, ως επιλέξιμος Εξωτερικός Οργανισμός Πιστοληπτικής Αξιολόγησης (Ε.Ο.Π.Α.) για τη χρήση των πιστοληπτικών αξιολογήσεων της από τα πιστωτικά ιδρύματα όσον αφορά εκτός του χρηματοπιστωτικού τομέα ελληνικές επιχειρήσεις, με σκοπό τον υπολογισμό των κεφαλαιακών

απαιτήσεων στο πλαίσιο της τυποποιημένης προσέγγισης.

– Εγκρίνεται στην “Εμπορική Τράπεζα της Ελλάδος Α.Ε.” αύξηση της ειδικής συμμετοχής της στο μετοχικό κεφάλαιο της “Emproriki Bank Romania S.A.”, με έδρα τη Ρουμανία.

– Εγκρίνεται στην “Τράπεζα EFG Eurobank Ergasias Α.Ε.” αύξηση της ειδικής συμμετοχής της στο μετοχικό κεφάλαιο της θυγατρικής της εταιρίας συμμετοχών “EFG New Europe Holding B.V.”, με έδρα το Άμστερνταμ της Ολλανδίας.

– Εγκρίνεται η αλλαγή της επωνυμίας του Γραφείου Αντιπροσωπείας στην Ελλάδα της τράπεζας “Banca del Gottardo S.A.” σε “BSI S.A.”.

– Ανακαλείται η άδεια λειτουργίας του Γραφείου Αντιπροσωπείας στην Ελλάδα της τράπεζας “Equitable PCI Bank”, με έδρα τη Μανίλα των Φιλιππίνων.

21 ΙΟΥΛΙΟΥ 2008

– Παρέχονται περαιτέρω διευκρινίσεις για την εφαρμογή των διατάξεων σχετικά με την ενημέρωση των συναλλασσομένων με τα πιστωτικά ιδρύματα για τους όρους που διέπουν τις συναλλαγές τους.

– Γνωστοποιείται ότι το υποκατάστημα στην Ελλάδα της τράπεζας “Cetelem” τροποποίησε την επωνυμία του σε “BNP Paribas Personal Finance”.

26 ΑΥΓΟΥΣΤΟΥ 2008

Εγκρίνεται η ίδρυση από την “Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος Α.Ε.” πέντε νέων υποκαταστημάτων στην Αλβανία.

15 ΣΕΠΤΕΜΒΡΙΟΥ 2008

– Εγκρίνεται η αλλαγή της επωνυμίας του υποκαταστήματος στην Ελλάδα της τράπεζας “American Bank of Albania – Greek Branch” σε “Intesa Sanpaolo Bank Albania – Greek Branch”.

ΚΕΙΜΕΝΑ ΑΠΟΦΑΣΕΩΝ ΤΗΣ ΤΡΑΠΕΖΑΣ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ

ΠΡΑΞΗ ΔΙΟΙΚΗΤΗ ΑΡΙΘ. 2602/4.2.2008

Θέμα: 1) Αύξηση των ανωτάτων ορίων των κυρώσεων που η Τράπεζα της Ελλάδος μπορεί να επιβάλλει στα εποπτευόμενα από αυτήν πρόσωπα.

2) Καθορισμός προθεσμίας καταβολής των επιβαλλόμενων από την Τράπεζα της Ελλάδος προστίμων.

Ο Διοικητής της Τράπεζας της Ελλάδος, αφού έλαβε υπόψη:

- α) το άρθρο 55Α του Καταστατικού της Τράπεζας της Ελλάδος, όπως ισχύει, με το οποίο καθορίζονται μεταξύ άλλων i) τα ανώτατα όρια των κυρώσεων που, εκτός από τις προβλεπόμενες στην εκάστοτε ισχύουσα νομοθεσία, μπορεί επιπροσθέτως να επιβάλλονται από την Τράπεζα της Ελλάδος στα εποπτευόμενα από αυτή πρόσωπα και ii) η δυνατότητα αναπροσαρμογής των εν λόγω ορίων με Πράξη του Διοικητή της,
- β) το άρθρο 1 του Ν. 1266/82 “Όργανα ασκήσεως της νομισματικής, πιστωτικής και συναλλαγματικής πολιτικής και άλλες διατάξεις”, σε συνδυασμό με το άρθρο 12 του Ν. 2548/97, όπως ισχύει,
- γ) την παρ. 2 του άρθρου 69 του Ν. 3601/2007 “Ανάληψη και άσκηση δραστηριοτήτων από τα πιστωτικά ιδρύματα, επάρκεια ιδίων κεφαλαίων των πιστωτικών ιδρυμάτων και των επιχειρήσεων παροχής επενδυτικών υπηρεσιών και λοιπές διατάξεις”, σύμφωνα με την οποία τα διοικητικά πρόστιμα που επιβάλλονται από την Τράπεζα της Ελλάδος καταβάλλονται εντός προθεσμίας που καθορίζεται με γενικής ισχύος απόφασή της, αποτελούν έσοδα του Δημοσίου και εισπράττονται κατά τις διατάξεις περί εισπράξεως δημοσίων εσόδων,
- δ) την παρ. 7 του άρθρου 25 του Ν. 3601/2007, σύμφωνα με την οποία οι κατά το νόμο αυτό αρμοδιότητες της Τράπεζας της Ελλάδος ασκούνται με Πράξη του Διοικητή της ή εξουσιοδοτημένου από αυτόν οργάνου,
- ε) το άρθρο 61 του Ν. 3606/2007 “Αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων και άλλες διατάξεις”, με το οποίο καθορίστηκαν και τα ανώτατα όρια προστίμων που μπορεί να

επιβάλλονται από την Τράπεζα της Ελλάδος και την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς στα εποπτευόμενα από τις εν λόγω αρχές πρόσωπα για παραβιάσεις των διατάξεων του νόμου αυτού που εμπίπτουν, κατά περίπτωση, στην αρμοδιότητά τους,

στ) τη σκοπιμότητα αναπροσαρμογής των ανωτάτων ορίων των κυρώσεων που έχουν καθοριστεί με το πιο πάνω άρθρο του Καταστατικού της Τράπεζας της Ελλάδος, λαμβάνοντας υπ’ όψιν την αύξηση του Ακαθάριστου Εγχώριου Προϊόντος κατά το διάστημα που μεσολάβησε από τον καθορισμό τους, καθώς και την ανάγκη εναρμόνισης των σχετικών ορίων με τα ανώτατα όρια ποινών που η ίδια μπορεί να επιβάλει σύμφωνα τις ανωτέρω διατάξεις του Ν. 3606/2007, αλλά και ενίσχυσης του αποτρεπτικού χαρακτήρα των επιβαλλομένων κυρώσεων,

αποφάσισε τα ακόλουθα:

1. Αυξάνονται τα προβλεπόμενα στο άρθρο 55Α του Καταστατικού της Τράπεζας της Ελλάδος ανώτατα όρια των κυρώσεων που επιβάλλονται, κατά τις διατάξεις του άρθρου αυτού, ως εξής:

α) Το ανώτατο όριο του ποσού της άτοκης κατάθεσης διάρκειας μέχρι ενός έτους, στην Τράπεζα της Ελλάδος, η οποία επιβάλλεται ως ποινή, στην περίπτωση που δεν μπορεί να προσδιοριστεί το ποσό της παράβασης, καθορίζεται στο ποσό των είκοσι εκατομμυρίων ευρώ (€ 20.000.000).

β) Το ανώτατο όριο του προστίμου που επιβάλλεται, υπέρ του Ελληνικού Δημοσίου, ως εφάπαξ ποσό, καθορίζεται στο ποσό των δύο εκατομμυρίων ευρώ (€ 2.000.000) και σε περίπτωση υποτροπής στο ποσό των τριών εκατομμυρίων ευρώ (€ 3.000.000).

2. Τα πρόστιμα που επιβάλλονται από την Τράπεζα της Ελλάδος σύμφωνα με το άρθρο 55Α του Καταστατικού της ή με άλλες διατάξεις της ισχύουσας νομοθεσίας, καταβάλλονται εντός προθεσμίας ενός μηνός από την ημερομηνία κοινοποίησης της απόφασης της Τράπεζας της Ελλάδος περί της επιβολής τους και εισπράττονται με τη διαδικασία που προβλέπεται στην παρ. 2 του άρθρου 69 του Ν. 3601/2007.

– Εγκρίνεται η αλλαγή της επωνυμίας του γραφείου αντιπροσωπείας στην Ελλάδα της τράπεζας “IBI Bank” σε “J&T Bank Switzerland Ltd”.

ΠΡΑΞΗ ΔΙΟΙΚΗΤΗ ΑΡΙΘ. 2603/4.2.2008

Θέμα: Κριτήρια και διαδικασία εξέτασης από την Τράπεζα της Ελλάδος αιτημάτων ίδρυσης από τα πιστωτικά ιδρύματα νέων υποκαταστημάτων στην Ελλάδα ή το εξωτερικό.

Η Επιτροπή Τραπεζικών και Πιστωτικών Θεμάτων, αφού έλαβε υπόψη:

- α) το άρθρο 1 του Ν. 1266/1982 “όργανα ασκήσεως της νομισματικής, πιστωτικής και συναλλαγματικής πολιτικής και άλλες διατάξεις”, σε συνδυασμό με το άρθρο 12 του Ν. 2548/1997, όπως ισχύει,
- β) τον Ν. 3601/2007 “Ανάληψη και άσκηση δραστηριοτήτων από τα πιστωτικά ιδρύματα, επάρκεια ιδίων κεφαλαίων των πιστωτικών ιδρυμάτων και των επιχειρήσεων παροχής επενδυτικών υπηρεσιών και λοιπές διατάξεις” και ιδίως τα άρθρα 2 (παρ. 3), 12, 14 και 28 αυτού,
- γ) την ΠΔ/ΤΕ 2258/2.11.1993 “Καθορισμός πλαισίου λειτουργίας και εποπτείας πιστωτικών ιδρυμάτων, υπό τη μορφή πιστωτικών συνεταιρισμών του Ν. 1667/1986”, όπως ισχύει,
- δ) την απόφαση ΕΝΠΘ 505/8/23.7.1992 “Κριτήρια και διαδικασία εξέτασης από την Τράπεζα της Ελλάδος περιπτώσεων ίδρυσης από πιστωτικά ιδρύματα νέων υπηρεσιακών μονάδων τους στην Ελλάδα”, όπως ισχύει,
- ε) την ΠΔ/ΤΕ 2526/8.12.2003 “Κωδικοποίηση και συμπλήρωση των διατάξεων της ΠΔ/ΤΕ 1379/24.10.1988, όπως ισχύει, σχετικά με τους όρους και προϋποθέσεις παροχής άδειας για ίδρυση πιστωτικού ιδρύματος στην Ελλάδα”,
- στ) την ΠΔ/ΤΕ 2541/27.2.2004 σχετικά με την ίδρυση και λειτουργία ανταλλακτηρίων συναλλάγματος στην Ελλάδα από ανώνυμες εταιρίες που δεν αποτελούν πιστωτικά ιδρύματα, όπως ισχύει,
- ζ) την ΠΔ/ΤΕ 2577/9.3.2006 “Πλαίσιο αρχών λειτουργίας και κριτηρίων αξιολόγησης της οργάνωσης και των Συστημάτων Εσωτερικού Ελέγχου των πιστωτικών και χρηματοδοτικών ιδρυμάτων και σχετικές αρμοδιότητες των διοικητικών τους οργάνων”, όπως ισχύει,
- η) τη σκοπιμότητα αναμόρφωσης της διαδικασίας έγκρισης νέων υποκαταστημάτων με στόχο τη διασφάλιση μεν της απαιτούμενης, βάσει του νέου νομοθετικού πλαισίου (Ν. 3601/2007, άρθρο 28), εποπτικής παρακολούθησης, αλλά και των προϋποθέσεων για την έγκαιρη προσαρμογή των πιστωτικών ιδρυμάτων στις απαιτήσεις της αγοράς, αποφάσισε τα ακόλουθα:
 - Α. 1. Η ίδρυση από τα πιστωτικά ιδρύματα που λειτουργούν στην Ελλάδα νέων υποκαταστημάτων στην Ελλάδα ή στο εξωτερικό υπόκειται σε προηγούμενη έγκριση της Τράπεζας της Ελλάδος, υπό την επιφύλαξη των κατωτέρω υπό παρ. 4 αναφερομένων.
 2. Τα υποκαταστήματα των πιστωτικών ιδρυμάτων με έδρα σε χώρα-μέλος του Ευρωπαϊκού Οικονομικού Χώρου (Ε.Ο.Χ.) δεν εμπίπτουν στο πεδίο εφαρμογής της παρούσας Πράξης.
 3. Η αξιολόγηση από την Τράπεζα της Ελλάδος των σχετικών αιτημάτων θα πραγματοποιείται με βάση τα προβλεπόμενα στο κεφ. II της ΠΔ/ΤΕ 2595/20.8.2007 κριτήρια της Διαδικασίας Εποπτικής Αξιολόγησης των πιστωτικών ιδρυμάτων.
 4. Δεν απαιτείται η έγκριση της Τράπεζας της Ελλάδος:
 - α) για την ίδρυση υποκαταστημάτων στην Ελλάδα, εφόσον συντρέχουν σωρευτικά οι εξής προϋποθέσεις:
 - i) Ο Δείκτης Κεφαλαιακής Επάρκειας του πιστωτικού ιδρύματος σε ενοποιημένη βάση υπερβαίνει το ελάχιστο ύψος που απαιτείται με βάση τα άρθρα 27 και 28 του Ν. 3601/2007 και τις σχετικές αποφάσεις της Τράπεζας της Ελλάδος, πλέον i) μιας ποσοστιαίας μονάδας, στην περίπτωση των πιστωτικών ιδρυμάτων με μορφή ανώνυμης εταιρίας ή ii) πέντε ποσοστιαίων μονάδων, στην περίπτωση των πιστωτικών ιδρυμάτων με τη μορφή πιστωτικού συνεταιρισμού,
 - ii) ο συντελεστής “βασικά ίδια κεφάλαια προς σταθμισμένο ενεργητικό σε ενοποιημένη βάση” ανέρχεται σε ποσοστό τουλάχιστον 6%,
 - iii) η σχέση των καθυστερήσεων από πιστοδοτήσεις προς το σύνολο του εκά-

στοτε υφιστάμενου υπολοίπου τους δεν υπερβαίνει το όριο που θέτει, εκάστοτε, ως στόχο η Τράπεζα της Ελλάδος για την εφαρμογή της παρούσας,

β) εάν το πιστωτικό ίδρυμα διαθέτει ήδη υποκατάστημα στην Ελλάδα και η νέα υπηρεσιακή μονάδα αποτελεί:

- i) μονάδα που εκτελεί αποκλειστικά τις κύριες εργασίες που επιτρέπεται να διενεργούν τα ανταλλακτήρια συναλλάγματος, σύμφωνα με την ΠΔ/ΤΕ 2541/2004, όπως ισχύει, ή
- ii) κινητή μονάδα (χωρίς αυτοτελή νομική προσωπικότητα) ή
- iii) Αυτόματη Ταμειολογιστική Μηχανή (ΑΤΜ).

5. Τα πιστωτικά ιδρύματα υποβάλλουν στη Διεύθυνση Εποπτείας Πιστωτικού Συστήματος της Τράπεζας της Ελλάδος:

α) Τα αιτήματα για την ίδρυση νέων υποκαταστημάτων άπαξ ετησίως, μέχρι την 31η Μαρτίου κάθε ημερολογιακού έτους, εκτός εάν πρόκειται για εγκατάσταση στο εξωτερικό ή σε εξαιρετικές περιπτώσεις. Η υποβολή των αιτημάτων συνοδεύεται από τα κατάλληλα στοιχεία και πληροφορίες για την αξιολόγηση αυτών κατά την ως άνω παρ. 3.

β) Γνωστοποίηση κάθε σχεδιαζόμενης επέκτασης για την οποία συντρέχουν οι προϋποθέσεις υπαγωγής στις εξαιρέσεις της ως άνω παρ. 4, μετά τη λήψη από το πιστωτικό ίδρυμα της σχετικής απόφασης.

γ) Γνωστοποίηση των λειτουργούντων υποκαταστημάτων, ανταλλακτηρίων συναλλάγματος, κινητών μονάδων και ΑΤΜ με στοιχεία 31ης Δεκεμβρίου κάθε έτους, εντός τριάντα (30) ημερών από την παρέλευση της εν λόγω ημερομηνίας.

6. Η Τράπεζα της Ελλάδος εξετάζει τα αιτήματα των πιστωτικών ιδρυμάτων μέσα σε δύο (2) μήνες από τη λήψη όλων των απαιτούμενων στοιχείων.

7. α) Η εγκατάσταση των υποκαταστημάτων θα γίνεται σε τόπους επιλογής των πιστωτικών ιδρυμάτων.

β) Η έναρξη λειτουργίας των υποκειμένων σε έγκριση, με βάση την παρούσα Πράξη, υποκαταστημάτων πραγματοποιείται εντός δωδεκαμήνου από την ημερομηνία της σχετικής

έγκρισης. Η έναρξη ή η διακοπή λειτουργίας κάθε υποκαταστήματος αναγγέλλεται εντός δεκαπενθήμερου από την πραγματοποίησή της στη Διεύθυνση Εποπτείας Πιστωτικού Συστήματος της Τράπεζας της Ελλάδος.

8. Διευκρινίζεται ότι η Τράπεζα της Ελλάδος διατηρεί την ευχέρεια να ζητεί πρόσθετα στοιχεία και πληροφορίες, σε σχέση με την ίδρυση υποκαταστημάτων, να αντιτάσσεται στην ίδρυση ή να ζητεί τον περιορισμό του αριθμού των νέων υποκαταστημάτων, ακόμη και εάν συντρέχουν οι προϋποθέσεις υπαγωγής στις εξαιρέσεις της ως άνω παρ. 4, εφόσον η σχεδιαζόμενη επέκταση είναι σημαντική σε σχέση με το υφιστάμενο δίκτυο του πιστωτικού ιδρύματος (ενδεικτικά, επέκταση μεγαλύτερη του 10% του υφιστάμενου δικτύου).

Β. Λοιπές διατάξεις

1. Η παρούσα Πράξη εφαρμόζεται και για τα αιτήματα ίδρυσης υποκαταστημάτων στην Ελλάδα που εκκρεμούν μέχρι την έκδοση της παρούσας.

2. Από την έναρξη ισχύος της παρούσας καταργείται η απόφ. ΕΝΠΘ 505/8/23.7.1992, όπως ισχύει.

3. Εξουσιοδοτείται η Διεύθυνση Εποπτείας Πιστωτικού Συστήματος της Τράπεζας της Ελλάδος να παρέχει οδηγίες και διευκρινίσεις σχετικά με την εφαρμογή της παρούσας Πράξης και να καθορίζει το όριο που αποτελεί στόχο για τη σχέση που αναφέρεται στην περίπτωση (iii) της παρ. 4 υπό στοιχείο (α) του κεφ. Α της παρούσας Πράξης.

ΠΡΑΞΗ ΔΙΟΙΚΗΤΗ ΑΡΙΘ. 2604/4.2.2008

Θέμα: Απόκτηση από τα πιστωτικά ιδρύματα “ειδικών συμμετοχών” στο μετοχικό κεφάλαιο επιχειρήσεων του χρηματοπιστωτικού τομέα.

Η Επιτροπή Τραπεζικών και Πιστωτικών Θεμάτων, αφού έλαβε υπόψη:

α) το άρθρο 1 του Ν. 1266/1982 “όργανα ασκήσεως της νομισματικής, πιστωτικής και συναλλαγματικής πολιτικής και άλλες διατάξεις”, σε συνδυασμό με το άρθρο 12 του Ν. 2548/1997, όπως ισχύει,

β) τον Ν. 3601/2007 “Ανάληψη και άσκηση δραστηριοτήτων από τα πιστωτικά ιδρύματα,

- επάρκεια ιδίων κεφαλαίων των πιστωτικών ιδρυμάτων και των επιχειρήσεων παροχής επενδυτικών υπηρεσιών και λοιπές διατάξεις” και ιδίως τα άρθρα 2, 23 και 28 αυτού,
- γ) το άρθρο 16 του Ν. 2515/1997, όπως ισχύει, που αφορά στη συγχώνευση πιστωτικών ιδρυμάτων,
- δ) τις διατάξεις του Ν. 2778/1999 “Αμοιβαία Κεφάλαια Ακίνητης Περιουσίας - Εταιρίες Επενδύσεων σε Ακίνητη Περιουσία και άλλες διατάξεις”, όπως ισχύουν, καθώς και τις διατάξεις του Ν. 3371/2005 για θέματα κεφαλαιαγοράς και άλλες διατάξεις και ιδιαίτερα τα άρθρα 27 έως 40 αυτού, για τις Ανώνυμες Εταιρίες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου, όπως ισχύουν,
- ε) την ΠΔ/ΤΕ 2258/2.11.1993 “Καθορισμός πλαισίου λειτουργίας και εποπτείας πιστωτικών ιδρυμάτων, υπό τη μορφή πιστωτικών συνεταιρισμών του Ν. 1667/1986”, όπως ισχύει,
- στ) την απόφαση ΕΤΠΘ 80/15/29.8.2000, για τις συμμετοχές των πιστωτικών ιδρυμάτων στο μετοχικό κεφάλαιο επιχειρήσεων του χρηματοπιστωτικού τομέα, όπως ισχύει,
- ζ) την ΠΔ/ΤΕ 2577/9.3.2006 “Πλαίσιο αρχών λειτουργίας και κριτηρίων αξιολόγησης της οργάνωσης και των Συστημάτων Εσωτερικού Ελέγχου των πιστωτικών και χρηματοδοτικών ιδρυμάτων και σχετικές αρμοδιότητες των διοικητικών τους οργάνων”, όπως ισχύει, και ιδίως το κεφ. ΙΙΙ αυτής,
- η) τη σκοπιμότητα της απλοποίησης της διαδικασίας αξιολόγησης των “ειδικών συμμετοχών” που τα πιστωτικά ιδρύματα πραγματοποιούν σε επιχειρήσεις του χρηματοπιστωτικού τομέα της οικονομίας, κατόπιν και της θέσης σε ισχύ του Ν. 3601/2007 (άρθρο 28) και της σχετικής ΠΔ/ΤΕ 2595/20.8.2007 για την κεφαλαιακή επάρκεια των πιστωτικών ιδρυμάτων, στα οποία νομοθετήματα προβλέπεται αξιολόγηση και υπολογισμός κεφαλαιακών απαιτήσεων επί των πάσης φύσεως κινδύνων (Πυλώνας ΙΙ),

αποφάσισε τα εξής:

Ι. Πεδίο εφαρμογής - Ορισμοί

1. Η απόκτηση ή επαύξηση από τα πιστωτικά ιδρύματα “ειδικής συμμετοχής” στο κεφάλαιο

των επιχειρήσεων του χρηματοπιστωτικού τομέα της οικονομίας που προσδιορίζονται στο συνημμένο στην παρούσα Πράξη πίνακα υπόκειται σε προηγούμενη έγκριση της Τράπεζας της Ελλάδος, υπό την επιφύλαξη των κατωτέρω υπό κεφ. ΙΙ αναφερομένων.

2. Τα υποκαταστήματα των πιστωτικών ιδρυμάτων με έδρα σε χώρα-μέλος του Ευρωπαϊκού Οικονομικού Χώρου (Ε.Ο.Χ.) δεν υπόκεινται στο πεδίο εφαρμογής της παρούσας Πράξης, όπως επίσης και τα υποκαταστήματα πιστωτικών ιδρυμάτων με έδρα σε χώρα εκτός του Ε.Ο.Χ., εφόσον έχει αναγνωριστεί από την Τράπεζα της Ελλάδος ότι υπόκεινται σε ισοδύναμο καθεστώς εποπτείας, με βάση τις διατάξεις της ΠΔ/ΤΕ 2461/2000, όπως ισχύει.

3. Ως “ειδική συμμετοχή” για τους σκοπούς της παρούσας Πράξης νοείται η συμμετοχή που εμπίπτει στην έννοια του πρώτου εδαφίου της παρ. 13 του άρθρου 2 του Ν. 3601/2007 και, όσον αφορά αυτές που αποκτώνται έμμεσα, η κατεχόμενη μέσω θυγατρικής εταιρείας του πιστωτικού ιδρύματος.

ΙΙ. Εξαιρέσεις

Α. Δεν απαιτείται η προηγούμενη έγκριση της Τράπεζας της Ελλάδος κατά τα ανωτέρω για την απόκτηση ή την επαύξηση από τα πιστωτικά ιδρύματα “ειδικής συμμετοχής” που εμπίπτει σε μια τουλάχιστον από τις πιο κάτω περιπτώσεις:

1. Η αξία της “ειδικής συμμετοχής” δεν υπερβαίνει, σωρευτικά, συνυπολογιζομένων τυχόν επαυξήσεων που έχουν πραγματοποιηθεί εντός του ιδίου ημερολογιακού έτους ποσό που αντιστοιχεί σε ποσοστό 2% των ιδίων κεφαλαίων του πιστωτικού ιδρύματος, με βάση τα στοιχεία του αμέσως προηγούμενου ημερολογιακού τριμήνου.

2. Η αξία της “ειδικής συμμετοχής” ανέρχεται, σωρευτικά, συνυπολογιζομένων τυχόν επαυξήσεων που έχουν πραγματοποιηθεί εντός του ιδίου ημερολογιακού έτους, σε ποσό ανώτερο του ορίου της παρ. 1 (2%), αλλά που δεν υπερβαίνει ποσοστό 5% των ιδίων κεφαλαίων του πιστωτικού ιδρύματος, με βάση τα στοιχεία του αμέσως προηγούμενου ημερολογιακού τριμήνου και συντρέχουν επιπλέον οι εξής προϋποθέσεις:

- α) Ο Δείκτης Κεφαλαιακής Επάρκειας του πιστωτικού ιδρύματος σε ενοποιημένη βάση υπερβαίνει, μετά και από τον υπολογισμό της επίπτωσης της σκοπούμενης “ειδικής συμμετοχής”, το ελάχιστο ύψος που απαιτείται με βάση τα άρθρα 27 και 28 του Ν. 3601/2007 και τις σχετικές αποφάσεις της Τράπεζας της Ελλάδος, πλέον i) μιας ποσοστιαίας μονάδας, στην περίπτωση των πιστωτικών ιδρυμάτων με μορφή ανώνυμης εταιρείας και ii) πέντε ποσοστιαίων μονάδων, στην περίπτωση των πιστωτικών ιδρυμάτων με τη μορφή πιστωτικού συνεταιρισμού και
- β) ο συντελεστής “βασικά ίδια κεφάλαια προς σταθμισμένο ενεργητικό” ανέρχεται σε ποσοστό τουλάχιστον ίσο με 6%.
3. Η απόκτηση ή η επαύξηση της “ειδικής συμμετοχής”:

- α) Προκύπτει μέσω των επενδύσεων που πραγματοποιούν ανώνυμες εταιρίες επενδύσεων χαρτοφυλακίου του Ν. 3371/2005, όπως ισχύει, ή ανώνυμες εταιρίες επενδύσεων ακίνητης περιουσίας του Ν. 2778/1999, όπως ισχύει.
- β) Προέρχεται από την παροχή εκ μέρους του πιστωτικού ιδρύματος υπηρεσιών αναδόχου εκδόσεως τίτλων (underwriting) για χρονικό διάστημα μέχρι έξι (6) μηνών από την ημερομηνία λήξης της περιόδου διάθεσης των τίτλων.
- γ) Πραγματοποιείται χωρίς, άμεση ή έμμεση (από θυγατρική), διάθεση κεφαλαίων, πλην των περιπτώσεων ανταλλαγής μετοχών που δεν εμπίπτουν στο Ν. 2515/1997, όπως ισχύει, για τις οποίες ισχύουν οι προβλεπόμενες στις παρ. 1 και 2 προϋποθέσεις απαλλαγής από τη διαδικασία έγκρισης που εφαρμόζονται στις περιπτώσεις απόκτησης ή επαύξησης με καταβολή κεφαλαίων.

Β. Διευκρινίζεται ότι:

1. Δεν απαιτείται υποβολή ιδιαίτερου αιτήματος έγκρισης για την απόκτηση ή επαύξηση “ειδικής συμμετοχής” στο κεφάλαιο επιχείρησης, που υπάγεται στην εποπτεία της Τράπεζας της Ελλάδος σε ατομική βάση, σύμφωνα με την εκάστοτε ισχύουσα νομοθεσία, εφόσον η συμμετοχή υπόκειται σε έγκριση με βάση τις κατά περίπτωση ισχύουσες διατάξεις που διέ-

πουν την ίδρυση και λειτουργία των σχετικών επιχειρήσεων και αφορούν στην καταλληλότητα των μετόχων τους.

2. Για τον υπολογισμό του ύψους των “ειδικών συμμετοχών” στις περιπτώσεις των παρ. 1 και 2 της ενότητας Α του παρόντος κεφαλαίου δεν λαμβάνεται υπόψη η αξία των συμμετοχών της παρ. 3 της ίδιας ενότητας, καθώς και της παρ. 1 της παρούσας ενότητας.

ΙΙΙ. Ενημέρωση της Τράπεζας της Ελλάδος

Τα πιστωτικά ιδρύματα οφείλουν να υποβάλλουν στη Διεύθυνση Εποπτείας Πιστωτικού Συστήματος της Τράπεζας της Ελλάδος:

1. Αίτημα για την απόκτηση ή την επαύξηση “ειδικής συμμετοχής”, που εμπίπτει στο πεδίο εφαρμογής της παρούσας Πράξης ή γνωστοποίηση για τις περιπτώσεις που εμπίπτουν στην εξαίρεση του κεφ. ΙΙ, ενότητα Α, παρ. 2. Το εν λόγω αίτημα ή γνωστοποίηση υποβάλλεται αμέσως μετά τη λήψη της σχετικής απόφασης και συνοδεύεται από περιγραφή του τρόπου με τον οποίο το πιστωτικό ίδρυμα προτίθεται να εντάξει τη σχετική επένδυση σύμφωνα με τις διατάξεις της ΠΔ/ΤΕ 2595/20.8.2007.

2. Γνωστοποίηση, εντός είκοσι (20) ημερών από το τέλος κάθε ημερολογιακού έτους, των αποκτήσεων ή επαυξήσεων των “ειδικών συμμετοχών” που εμπίπτουν στις εξαιρούμενες περιπτώσεις των παρ. 1 και 3 της ενότητας Α του κεφ. ΙΙ.

Διευκρινίζεται ότι η Τράπεζα της Ελλάδος διατηρεί την ευχέρεια να ζητεί πρόσθετα στοιχεία και πληροφορίες για την απόκτηση ή την επαύξηση της “ειδικής συμμετοχής”.

ΙV. Λοιπές διατάξεις

1. Η παρούσα Πράξη εφαρμόζεται στις περιπτώσεις “ειδικών συμμετοχών” που πραγματοποιούνται από τα πιστωτικά ιδρύματα από 1.2.2008.

2. Από την έναρξη ισχύος της παρούσας, καταργείται η απόφ. ΕΤΠΘ 80/15/29.8.2000, όπως ισχύει.

3. Εξουσιοδοτείται η Διεύθυνση Εποπτείας Πιστωτικού Συστήματος της Τράπεζας της Ελλάδος να παρέχει οδηγίες και διευκρινίσεις σχετικά με την εφαρμογή της παρούσας Πράξης. Πίνακας επιχειρήσεων

Στο πεδίο εφαρμογής της παρούσας Πράξης εμπίπτουν οι πιο κάτω κατηγορίες επιχειρήσεων:

ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΑΡΘΡΩΝ ΠΟΥ ΔΗΜΟΣΙΕΥΘΗΚΑΝ ΣΕ ΠΡΟΗΓΟΥΜΕΝΑ ΤΕΥΧΗ ΤΟΥ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΥ ΔΕΛΤΙΟΥ

- Μπούτος Γιάννης, “Οικονομική σταθεροποίηση και αναπτυξιακές προοπτικές”, τεύχος 3, Φεβρουάριος 1994.
- Παπαδήμος Λουκάς, “Ανάπτυξη με σταθερότητα: ο ρόλος της νομισματικής πολιτικής”, τεύχος 5, Μάρτιος 1995.
- Βορίδης Ηρακλής, “Η ειδική φύση των τραπεζών και ο μηχανισμός μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής: Επισκόπηση της πρόσφατης βιβλιογραφίας”, τεύχος 5, Μάρτιος 1995.
- Κυριακόπουλος Παναγιώτης, Μόσχος Δημήτριος και Φιλιππίδης Αναστάσιος, “Μέσα άσκησης νομισματικής πολιτικής από την Τράπεζα της Ελλάδος”, τεύχος 6, Νοέμβριος 1995.
- Παπαγεωργίου Γιώργος, Χαραλαμπίδης Μιχάλης και Χαρδούβελης Γκίκας, “Μετάβαση στο ενιαίο νόμισμα: Προκλήσεις και προοπτικές για τα πιστωτικά ιδρύματα”, τεύχος 6, Νοέμβριος 1995.
- Καράμπαλης Νίκος, “Η εναρμόνιση των Δεικτών Τιμών Καταναλωτή των χωρών της Ευρωπαϊκής Ένωσης”, τεύχος 7, Μάρτιος 1996.
- Διεύθυνση Εργασιών Δημοσίου, Γραφείο Μελέτης, Σχεδιασμού και Ανάπτυξης Εργασιών, “Αγορές κρατικών χρεογράφων”, τεύχος 7, Μάρτιος 1996.
- Saccomanni Fabrizio, “Ευκαιρίες και προκλήσεις κατά την πορεία προς την ευρωπαϊκή νομισματική ενοποίηση”, τεύχος 7, Μάρτιος 1996.
- Παπαδήμος Λουκάς, “Προκλήσεις για τη νομισματική πολιτική κατά την πορεία προς την ΟΝΕ”, τεύχος 8, Νοέμβριος 1996.
- Διεύθυνση Πληροφορικής και Οργάνωσης, “Εξελίξεις στα συστήματα πληρωμών στην Ευρωπαϊκή Ένωση: Το διευρωπαϊκό σύστημα πληρωμών TARGET και το ελληνικό σύστημα ΕΡΜΗΣ”, τεύχος 8, Νοέμβριος 1996.
- Gibson Heather και Μπρισίμης Σοφοκλής, “Νομισματική πολιτική, εισροές κεφαλαίων και αποκλιμάκωση του πληθωρισμού στην Ελλάδα”, τεύχος 9, Μάρτιος 1997.
- Σαμπεθαί Ισαάκ, “Από τις συμβατικές αποδοχές στο κόστος εργασίας: Εισοδηματική πολιτική, συλλογικές διαπραγματεύσεις και πληθωρισμός (1991-96)”, τεύχος 9, Μάρτιος 1997.
- Ζόνζηλος Νίκος και Hall S. G., “Δυνητική παραγωγή, τρέχουσα παραγωγή και πληθωρισμός στην Ελλάδα”, τεύχος 9, Μάρτιος 1997.
- Παντελίδης Ευάγγελος, “Η νέα μεθοδολογία κατάρτισης του ισοζυγίου πληρωμών της Τράπεζας της Ελλάδος”, τεύχος 9, Μάρτιος 1997.
- Παπαδήμος Λουκάς, “Η παγκοσμιοποίηση των χρηματοπιστωτικών αγορών και η άσκηση της οικονομικής και νομισματικής πολιτικής”, τεύχος 10, Δεκέμβριος 1997.
- Καστρισιανάκης Ευστράτιος και Μπρισίμης Σοφοκλής, “Λειτουργεί ο μηχανισμός μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής μέσω των πιστώσεων στην ελληνική οικονομία;”, τεύχος 10, Δεκέμβριος 1997.
- Gibson Heather, “Η σχέση του χρηματοπιστωτικού συστήματος με την πραγματική οικονομία”, τεύχος 10, Δεκέμβριος 1997.
- Παπαπέτρου Ευαγγελία και Χονδρογιάννης Γιώργος, “Η αιτιώδης σχέση τιμών καταναλωτή και τιμών χονδρικής πώλησης στην Ελλάδα”, τεύχος 10, Δεκέμβριος 1997.
- Hardy Daniel και Συμγιάννης Γιώργος, “Ανταγωνισμός και αποτελεσματικότητα στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα”, τεύχος 11, Ιούνιος 1998.
- Gibson Heather και Μπρισίμης Σοφοκλής, “Παρέχει η καμπύλη αποδόσεων πληροφόρηση για τον πληθωρισμό;”, τεύχος 11, Ιούνιος 1998.
- Πανταζίδης Στέλιος, “Πληθωρισμός, επενδύσεις και οικονομική μεγέθυνση στην Ελλάδα”, τεύχος 11, Ιούνιος 1998.
- Μητράκος Θεόδωρος, “Η συμβολή των επιμέρους εισοδημάτων στη διαμόρφωση της συνολικής ανισότητας”, τεύχος 11, Ιούνιος 1998.
- Γκαργκάνας Χ. Νικόλαος, “Ελλάδα και ΟΝΕ: προοπτικές και προκλήσεις”, τεύχος 12, Δεκέμβριος 1998.

1. Πιστωτικά ιδρύματα, κατά την έννοια της παρ. 1 του άρθρου 2 του Ν. 3601/2007.
2. Χρηματοδοτικά ιδρύματα, κατά την έννοια της παρ. 11 του άρθρου 2 του Ν. 3601/2007.
3. Ασφαλιστικές και αντασφαλιστικές επιχειρήσεις, κατά την έννοια των εδαφίων (α) μέχρι και (γ) αντίστοιχα του άρθρου 2 (α) του ν.δ. 400/1970, όπως ισχύει.
4. Επιχειρήσεις παροχής επενδυτικών υπηρεσιών, κατά την έννοια των παρ. 1 και 2 του άρθρου 2 του Ν. 3606/2007.
5. Επιχειρήσεις διαχείρισης συστημάτων πληροφορικής.
6. Επιχειρήσεις διαχείρισης ακίνητης περιουσίας.
7. Επιχειρήσεις διαχείρισης στοιχείων ενεργητικού-παθητικού.
8. Επιχειρήσεις διαχείρισης συστημάτων πληρωμών.
9. Εξωτερικοί οργανισμοί πιστοληπτικής αξιολόγησης.
10. Επιχειρήσεις συλλογής και επεξεργασίας δεδομένων οικονομικής συμπεριφοράς.

ΠΡΑΞΗ ΔΙΟΙΚΗΤΗ ΑΡΙΘ. 2606/21.2.2008

Θέμα: Κωδικοποίηση των στοιχείων και πληροφοριών που οφείλουν να υποβάλλουν σε περιοδική βάση στην Τράπεζα της Ελλάδος τα πιστωτικά ιδρύματα για σκοπούς άσκησης εποπτείας – Αντικατάσταση της ΠΔ/ΤΕ 2563/19.7.2005 – Καθορισμός προσώπων που έχουν ειδική σχέση με το πιστωτικό ίδρυμα. (περίληψη – το πλήρες κείμενο δημοσιεύεται στην ιστοσελίδα http://www.bankofgreece.gr/announcements/files/PDTE_2606.pdf).

Με την ΠΔ/ΤΕ 2606/21.2.2008 καθορίζονται και κωδικοποιούνται οι υποχρεώσεις περιοδικής υποβολής εποπτικής φύσεως στοιχείων και πληροφοριών από τα πιστωτικά ιδρύματα προς

την Τράπεζα της Ελλάδος. Με τις ρυθμίσεις αυτές, διευκολύνεται η εκπλήρωση από τα πιστωτικά ιδρύματα των υποχρεώσεών τους σε σχέση με το ισχύον ρυθμιστικό πλαίσιο εποπτείας, ενώ ενισχύεται και η αποτελεσματικότητα της εποπτείας των πιστωτικών ιδρυμάτων που ασκείται από την Τράπεζα της Ελλάδος. Ειδικότερα με την παρούσα Πράξη, η οποία αντικαθιστά την ΠΔ/ΤΕ 2563/19.7.2005:

1. Προσαρμόζονται τα υποβαλλόμενα από τα πιστωτικά ιδρύματα στοιχεία σχετικά με τον υπολογισμό των κεφαλαιακών απαιτήσεων, των ιδίων κεφαλαίων και της κεφαλαιακής τους επάρκειας προς τις απαιτήσεις του νέου τραπεζικού νόμου 3601/1.8.2007, καθώς και των σχετικών αποφάσεων της Τράπεζας της Ελλάδος. Η υποβολή των ως άνω στοιχείων πραγματοποιείται με χρήση των Κοινών Υποδείγματος Υποβολής Εποπτικών Στοιχείων που έχουν προταθεί από την Επιτροπή των Ευρωπαϊκών Εποπτικών Αρχών (CEBS).
2. Καθιερώνεται υποχρέωση υποβολής στοιχείων χρηματοοικονομικής πληροφόρησης σύμφωνα με τα προταθέντα από την προαναφερθείσα Επιτροπή Υποδείγματα Παροχής Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης.

3. Προβλέπεται παροχή εξειδικευμένης πληροφόρησης για:

- i) ορισμένα επενδυτικά προϊόντα και νέες μορφές δραστηριοτήτων των πιστωτικών ιδρυμάτων και
- ii) τα πρόσωπα τα οποία ορίζονται για εποπτικούς σκοπούς ως έχοντα ειδική σχέση με τα πιστωτικά ιδρύματα, δυνάμει της εξουσιοδοτικής διάταξης του Ν. 3601/1.8.2007.

Με την παρούσα Πράξη ολοκληρώνεται και σε τεχνικό επίπεδο η εφαρμογή του πλαισίου εποπτείας της Βασιλείας II και ταυτόχρονα προσαρμόζεται στις τρέχουσες συνθήκες η παρεχόμενη από τα εποπτευόμενα ιδρύματα πληροφόρηση.

Βουμβάκη Φραγκίσκα, Μπρισίμης Σοφοκλής και Σιδέρης Δημήτρης, “Η ισοτιμία των αγοραστικών δυνάμεων ως μακροχρόνια σχέση: εμπειρική διερεύνηση για την Ελλάδα”, τεύχος 12, Δεκέμβριος 1998.

Μανασσάκη Άννα, “Οι εισροές κοινοτικών πόρων στην Ελλάδα: ιστορική αναδρομή και προοπτικές”, τεύχος 12, Δεκέμβριος 1998.

Λαζαρέτου Σοφία, “Η δραχμή στα μεταλλικά νομισματικά καθεστώτα: διδάγματα από το παρελθόν”, τεύχος 13, Ιούλιος 1999.

Χονδρογιάννης Γιώργος, “Η αιτιώδης σχέση δημόσιων δαπανών και δημόσιων εσόδων στην Ελλάδα”, τεύχος 13, Ιούλιος 1999.

Μητράκος Θεόδωρος και Τσακλόγλου Πάνος, “Η αναδιανεμητική επίδραση των ειδικών φόρων κατανάλωσης”, τεύχος 13, Ιούλιος 1999.

Ντέλλας Χάρης, “Η στρατηγική νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ και η μεταβλητότητα των μακροοικονομικών μεγεθών στην Ελλάδα”, τεύχος 13, Ιούλιος 1999.

Παπάζογλου Χρήστος, “Πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία και οικονομική δραστηριότητα: είναι απαραίτητα συστατικά η πολιτική της περιορισμένης διολίσθησης της δραχμής;”, τεύχος 14, Δεκέμβριος 1999.

Gibson Heather και Λαζαρέτου Σοφία, “Πρόδρομοι δείκτες του πληθωρισμού στην Ελλάδα και αξιολόγηση της προβλεπτικής τους ικανότητας”, τεύχος 14, Δεκέμβριος 1999.

Καραπαππάς Ανδρέας και Μηλιώνης Αλέξανδρος, “Εκτίμηση και ανάλυση του εξωτερικού χρέους του ιδιωτικού τομέα”, τεύχος 14, Δεκέμβριος 1999.

Παπαδήμος Λουκάς, “Από τη δραχμή στο ευρώ”, τεύχος 15, Ιούλιος 2000.

Ζόνζηλος Νίκος, “Η καμπύλη Phillips της ελληνικής οικονομίας και το διαχρονικά μεταβαλλόμενο NAIKU”, τεύχος 15, Ιούλιος 2000.

Πανταζίδης Στέλιος, “Η διατηρησιμότητα του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών”, τεύχος 15, Ιούλιος 2000.

Χονδρογιάννης Γιώργος, “Διερεύνηση της αιτιώδους σχέσης μεταξύ τιμών και μισθών στην Ελλάδα”, τεύχος 15, Ιούλιος 2000.

Σαμπεθάνης Ισαάκ, “Η ελληνική αγορά εργασίας: χαρακτηριστικά, προβλήματα και πολιτικές (με έμφαση στην ευελιξία της αγοράς εργασίας και στην καταπολέμηση της ανεργίας σε συνθήκες μη πληθωριστικής ανάπτυξης)”, τεύχος 16, Δεκέμβριος 2000.

Μπρισίμη Δήμητρα και Μπρισίμης Σοφοκλής, “Το πρόβλημα της ανεργίας στην Ευρωπαϊκή Ένωση”, τεύχος 16, Δεκέμβριος 2000.

Μπαρδάκα Ιωάννα, “Χρηματοπιστωτική απελευθέρωση, περιορισμοί ρευστότητας και ιδιωτική κατανάλωση στην Ελλάδα”, τεύχος 16, Δεκέμβριος 2000.

Λαζαρέτου Σοφία και Μπρισίμης Σοφοκλής, “Δημοσιονομικοί κανόνες και σταθεροποιητική πολιτική στη ζώνη του ευρώ”, τεύχος 17, Ιούλιος 2001.

Λώλος Σαράντης-Ευάγγελος, “Ευρωπαϊκοί διαρθρωτικοί πόροι: ο ρόλος τους στην ανάπτυξη της ελληνικής οικονομίας”, τεύχος 17, Ιούλιος 2001.

Παπάζογλου Χρήστος, “Περιφερειακή οικονομική ενοποίηση και εισροή ξένων άμεσων επενδύσεων: η ευρωπαϊκή εμπειρία”, τεύχος 17, Ιούλιος 2001.

Γκαργκάνας Χ. Νικόλαος, “Το μέλλον της Ευρώπης και η ΟΝΕ”, τεύχος 18, Δεκέμβριος 2001.

Μπρισίμης Σοφοκλής και Παπαδοπούλου Δάφνη-Μαρίνα, “Η εισαγωγή του ευρώ σε φυσική μορφή στην Ελλάδα”, τεύχος 18, Δεκέμβριος 2001.

Ζόνζηλος Νίκος, “Ο μηχανισμός μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής: τα αποτελέσματα πειράματος της ΕΚΤ για την Ελλάδα”, τεύχος 18, Δεκέμβριος 2001.

Καμπέρογλου Νίκος, Μπρισίμης Σοφοκλής και Συμιγιάννης Γιώργος, “Διαφορές ως προς τα χαρακτηριστικά των τραπεζών και η σημασία τους για τη μετάδοση της νομισματικής πολιτικής”, τεύχος 18, Δεκέμβριος 2001.

Τσαβέας Νίκος, “Συναλλαγματικά καθεστώτα και συναλλαγματική πολιτική στη Νοτιοανατολική Ευρώπη”, τεύχος 18, Δεκέμβριος 2001.

Gibson Heather και Δεμέναγας Νίκος, “Ο ανταγωνισμός στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα: εμπειρική μελέτη για την περίοδο 1993-1999”, τεύχος 19, Ιούλιος 2002.

Χονδρογιάννης Γιώργος, “Ιδιωτική αποταμίευση στην Ελλάδα: οικονομικοί και δημογραφικοί προσδιοριστικοί παράγοντες”, τεύχος 19, Ιούλιος 2002.

Γκατζώνας Ευθύμιος και Νόνικα Καλλιόπη, “Χαρακτηριστικά αποδεκτών τίτλων και διαχείριση ενεχύρου στο πλαίσιο της χρηματοδότησης των πιστωτικών ιδρυμάτων από τις κεντρικές τράπεζες”, τεύχος 19, Ιούλιος 2002.

Βορίδης Ηρακλής, Αγγελοπούλου Ελένη και Σκοτίδα Ιφιγένεια, “Η νομισματική πολιτική μέσα από τα κείμενα της Τράπεζας της Ελλάδος 1990-2000”, τεύχος 20, Ιανουάριος 2003.

Καπλάνογλου Γεωργία και Newbery David, “Οι αναδιανεμητικές επιδράσεις της έμμεσης φορολογίας στην Ελλάδα”, τεύχος 21, Ιούλιος 2003.

Παπαπέτρου Ευαγγελία, “Μισθολογικές διαφορές μεταξύ δημόσιου και ιδιωτικού τομέα στην Ελλάδα”, τεύχος 21, Ιούλιος 2003.

Αθανάσογλου Παναγιώτης και Μπρισίμης Σοφοκλής, “Η επίδραση των συγχωνεύσεων και εξαγορών στην αποτελεσματικότητα των τραπεζών στην Ελλάδα”, τεύχος 22, Ιανουάριος 2004.

Λαζαρέτου Σοφία, “Νομισματικό σύστημα και μακροοικονομική πολιτική στην Ελλάδα: 1833-2003”, τεύχος 22, Ιανουάριος 2004.

Καράμπαλης Νικόλαος και Κοντέλης Ευριπίδης, “Εναλλακτικοί τρόποι μέτρησης του πληθωρισμού”, τεύχος 22, Ιανουάριος 2004.

Παπασπύρου Θεόδωρος, “Τα νέα κράτη-μέλη της ΕΕ και στρατηγικές για την ΟΝΕ: ο ρόλος του Μηχανισμού Συναλλαγματικών Ισοτιμιών II (ΜΣΙ ΙΙ)”, τεύχος 23, Ιούλιος 2004.

Μητράκος Θεόδωρος, “Εκπαίδευση και οικονομικές ανισότητες”, τεύχος 23, Ιούλιος 2004.

Παπαπέτρου Ευαγγελία, “Μισθολογικές διαφορές μεταξύ ανδρών και γυναικών στην Ελλάδα”, τεύχος 23, Ιούλιος 2004.

Gibson Heather, “Η κερδοφορία των ελληνικών τραπεζών: πρόσφατες εξελίξεις”, τεύχος 24, Ιανουάριος 2005.

Αθανάσογλου Παναγιώτης, Ασημακόπουλος Ιωάννης και Γεωργίου Ευαγγελία, “Η επίδραση των ανακοινώσεων συγχωνεύσεων και εξαγορών στις αποδόσεις των μετοχών των τραπεζών στην Ελλάδα”, τεύχος 24, Ιανουάριος 2005.

Ζωγραφάκης Σταύρος και Μητράκος Θεόδωρος, “Η αναδιανεμητική επίδραση του πληθωρισμού στην Ελλάδα”, τεύχος 24, Ιανουάριος 2005.

Θεοδοσίου Ιωάννης και Πουλιάκας Κωνσταντίνος, “Κοινωνικοοικονομικές διαφορές ως προς την εργασιακή ικανοποίηση των υψηλά και των χαμηλά αμειβόμενων εργαζομένων στην Ελλάδα”, τεύχος 24, Ιανουάριος 2005.

Γκαργκάνας Χ. Νικόλαος, “Η προσαρμογή στην ενιαία νομισματική πολιτική της ΕΚΤ”, τεύχος 25, Αύγουστος 2005.

Μητράκος Θεόδωρος, Συμιγιάννης Γεώργιος και Τζαμουράνη Παναγιώτα, “Το χρέος των ελληνικών νοικοκυριών: ενδείξεις από μία δειγματοληπτική έρευνα”, τεύχος 25, Αύγουστος 2005.

Νικολίτσα Δάφνη, “Κατά κεφαλήν εισόδημα, παραγωγικότητα και συμμετοχή στην αγορά εργασίας: οι εξελίξεις στην ελληνική οικονομία”, τεύχος 25, Αύγουστος 2005.

Νικολίτσα Δάφνη, “Η συμμετοχή των γυναικών στην ελληνική αγορά εργασίας: εξελίξεις και προσδιοριστικοί παράγοντες”, τεύχος 26, Ιανουάριος 2006.

Ζόνζηλος Νίκος και Μητράκος Θεόδωρος, “Διερεύνηση των επιδράσεων των εξωγενών διαταραχών στην εμμονή και τη δυναμική του πληθωρισμού: μια μακροοικονομική προσέγγιση για την Ελλάδα”, τεύχος 26, Ιανουάριος 2006.

- Αθανάσογλου Παναγιώτης, Ασημακόπουλος Ιωάννης και Συριόπουλος Κωνσταντίνος, “Εξωτερική χρηματοδότηση, ανάπτυξη και κεφαλαιακή δομή των επιχειρήσεων του Χρηματιστηρίου Αθηνών”, τεύχος 26, Ιανουάριος 2006.
- Μητράκος Θεόδωρος και Νικολίτσα Δάφνη, “Η διάρκεια της ανεργίας στην Ελλάδα: εξελίξεις και χαρακτηριστικά”, τεύχος 27, Ιούλιος 2006.
- Καλφάογλου Φαίδων, “Άσκηση προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων για το ελληνικό τραπεζικό σύστημα”, τεύχος 27, Ιούλιος 2006.
- Παντελίδης Θ. Ευάγγελος και Κουβατσέας Α. Γεώργιος, “Έρευνα συνόρων για την ταξιδιωτική δαπάνη: μεθοδολογία – παρουσίαση και αξιολόγηση αποτελεσμάτων 2003-2005”, τεύχος 27, Ιούλιος 2006.
- Βλασόπουλος Θωμάς και Μπρισίμης Σοφοκλής, “Προσδιοριστικοί παράγοντες των τραπεζικών επιτοκίων και συγκρίσεις μεταξύ Ελλάδος και ζώνης του ευρώ”, τεύχος 28, Φεβρουάριος 2007.
- Συμιγιάννης Γεώργιος και Τζαμουράνη Παναγιώτα, “Δανεισμός και κοινωνικοοικονομικά χαρακτηριστικά των νοικοκυριών: αποτελέσματα από τις δειγματοληπτικές έρευνες της Τράπεζας της Ελλάδος”, τεύχος 28, Φεβρουάριος 2007.
- Παπαπέτρου Ευαγγελία, “Εκπαίδευση, αγορά εργασίας και μισθολογικές διαφορές στην Ελλάδα”, τεύχος 28, Φεβρουάριος 2007.
- Χριστοδουλάκης Γεώργιος, “Η εξέλιξη των πιστωτικών κινδύνων: φαινόμενα, μέθοδοι και διαχείριση”, τεύχος 28, Φεβρουάριος 2007.
- Καράμπαλης Νικόλαος και Κοντέλης Ευριπίδης, “Η μέτρηση του πληθωρισμού στην Ελλάδα”, τεύχος 28, Φεβρουάριος 2007.
- Καπόπουλος Παναγιώτης και Λαζαρέτου Σοφία, “Η παρουσία και ο ρόλος των ξένων τραπεζών: η εμπειρία των χωρών της Νοτιοανατολικής Ευρώπης στην περίοδο μετάβασης”, τεύχος 29, Οκτώβριος 2007.
- Νικολίτσα Δάφνη, “Η συμμετοχή των νέων στην ελληνική αγορά εργασίας: εξελίξεις και προσκόμματα”, τεύχος 29, Οκτώβριος 2007.
- Αλμπάνη Κ. Μαρία, Ζόνζηλος Γ. Νίκος και Μπραγουδάκης Γ. Ζαχαρίας, “Ένα λειτουργικό πλαίσιο για τη βραχυχρόνια πρόβλεψη του πληθωρισμού”, τεύχος 29, Οκτώβριος 2007.
- Ασημακόπουλος Γ. Ιωάννης, Μπρισίμης Ν. Σοφοκλής και Ντελής Δ. Μάνθος, “Η αποτελεσματικότητα του ελληνικού τραπεζικού συστήματος και οι προσδιοριστικοί της παράγοντες”, τεύχος 30, Μάιος 2008.
- Μπαλφούσια Χιόνα, “Χρηματοπιστωτική ολοκλήρωση: το Χρηματιστήριο Αθηνών στην ευρωπαϊκή χρηματοπιστωτική αγορά”, τεύχος 30, Μάιος 2008.
- Μητράκος Θεόδωρος, “Παιδική φτώχεια: πρόσφατες εξελίξεις και προσδιοριστικοί παράγοντες”, τεύχος 30, Μάιος 2008.

