



ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΣΟΓΕΙΑΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ
ΣΧΟΛΗ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

Τμήμα Λογιστικής και Χρηματοοικονομικής
ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ

«ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ»

«Οικονομική πολιτική αβεβαιότητας και επενδυτική πολιτική επιχειρήσεων»

Διπλωματική Εργασία

που υποβλήθηκε στο Τμήμα Λογιστικής και Χρηματοοικονομικής του ΕΛΜΕΠΑ ως μέρος των απαιτήσεων για την απόκτηση Μεταπτυχιακού Διπλώματος Ειδίκευσης στη Χρηματοοικονομική Διοίκηση από την

Ευγενία Αθανασάκη

Ηράκλειο

Ιούνιος 2022

« Η μεταπτυχιακή φοιτήτρια που εκπόνησε την παρούσα διπλωματική εργασία φέρει ολόκληρη την ευθύνη προσδιορισμού της δίκαιης χρήσης του υλικού, η οποία ορίζεται στη βάση των εξής παραγόντων: του σκοπού και χαρακτήρα της χρήσης (μη-εμπορικός, μη-κερδοσκοπικός, αλλά εκπαιδευτικός-ερευνητικός), της φύσης του υλικού που χρησιμοποιεί (τμήμα του κειμένου, πίνακες, σχήματα, εικόνες κ.λπ.), του ποσοστού και της σημαντικότητας του τμήματος που χρησιμοποιεί σε σχέση με το όλο κείμενο υπό copyright, και των πιθανών συνεπειών της χρήσης αυτής στην αγορά ή την γενικότερη αξία του υπό copyright κειμένου».

« Η παρούσα διπλωματική εργασία εγκρίθηκε ομόφωνα από την τριμελή εξεταστική επιτροπή η οποία ορίστηκε από την Σ.Ε. του Τμήματος Λογιστικής και Χρηματοοικονομικής του ΕΛΜΕΠΑ, σύμφωνα με το νόμο και τον εγκεκριμένο Κανονισμό Διπλωματικών Εργασιών του ΠΜΣ «Χρηματοοικονομική Διοίκηση». Τα μέλη της Επιτροπής ήταν:

- Αρβανίτης Σταύρος (Επιβλέπων)
- Βορτελίνος Δημήτριος (Μέλος)
- Φλώρος Χρήστος (Μέλος)

Η έγκριση της διπλωματικής εργασίας από την Σ.Ε. δεν υποδηλώνει αποδοχή των απόψεων του συγγραφέα.»

Θα ήθελα να ευχαριστήσω τα μέλη της οικογένειας μου για την υποστήριξη και την υπομονή που έδειξαν στην προσπάθεια μου αυτή και να εκφράσω την ευγνωμοσύνη και το σεβασμό μου στον επιβλέπων καθηγητή μου κο Σταύρο Αρβανίτη και τον βοηθό του κο Βαγγέλη Βαρούχα, για την αμέριστη επιστημονική καθοδήγηση που μου προσέφεραν, κατά την εκπόνηση της διπλωματικής μου εργασίας.

Ευχαριστώ επίσης όλους τους διδάσκοντες του Μεταπτυχιακού Προγράμματος «Χρηματοοικονομική Διοίκηση» για το εξαιρετο έργο τους, καθώς και την κυρία Άννα Μαστοράκη για την ευγένεια και την εξυπηρέτηση της.

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Με την παρούσα εργασία γίνεται μια προσπάθεια για την θεωρητική και εμπειρική διερεύνηση της σχέσης της Οικονομικής Πολιτικής Αβεβαιότητας με την επενδυτική πολιτική των επιχειρήσεων. Με βάση τη βιβλιογραφία, όταν αυξάνει ο βαθμός της αβεβαιότητας, οι επιχειρήσεις μειώνουν τις επενδύσεις τους και αντίστροφα. Με την εμπειρική διερεύνηση, ελέγξαμε τη σχέση των επενδύσεων και της Οικονομικής Πολιτικής Αβεβαιότητας, χρησιμοποιώντας ένα δείγμα εταιρειών, εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, την περίοδο 2008-2021. Ως εξαρτημένη μεταβλητή στο υπόδειγμα μας ορίσαμε τις επενδύσεις (INV) των επιχειρήσεων του δείγματος και ως κύριες ανεξάρτητες μεταβλητές χρησιμοποιήσαμε εναλλακτικά, το δείκτη (EPU) της εγχώριας Οικονομικής Πολιτικής Αβεβαιότητας, τον Ευρωπαϊκό δείκτη Οικονομικής Πολιτικής Αβεβαιότητας (EURNEWS) και τον αντίστοιχο Παγκόσμιο δείκτη (GEPU). Η οικονομετρική ανάλυση βασίστηκε τόσο σε εκτιμήσεις ενιαίας παλινδρόμησης (Pooled linear regression analysis) όσο και σε εκτιμήσεις δεδομένων panel (panel data analysis) χρησιμοποιώντας τους εκτιμητές σταθερών (fixed effects) και τυχαίων επιδράσεων (random effects). Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις των υποδειγμάτων, προκύπτει ότι αντίθετα με τη διεθνή βιβλιογραφία, υπάρχει στατιστικά σημαντική θετική σχέση μεταξύ των επενδύσεων (INV) των επιχειρήσεων του δείγματος και της μεταβλητής της εγχώριας Οικονομικής Πολιτικής Αβεβαιότητας (EPU), ενώ τα αποτελέσματα για τη σχέση των επενδύσεων (INV) με την αβεβαιότητα στην Ευρώπη (EURNEWS) και τη Παγκόσμια αβεβαιότητα (GEPU) συνάδουν με την βιβλιογραφία. Τα αποτελέσματα αυτά φανερώνουν ότι κατά το εξεταζόμενο χρονικό διάστημα, οι ιδιαίτερες συνθήκες που επικρατούν στην Ελλάδα, ενδεχομένως επηρεάζουν την ανεξάρτητη μεταβλητή (EPU). Για το λόγο αυτό, προτείνεται: α) η ανάλυση της σχέσης να γίνει σε τρεις υποπεριόδους, ώστε να εξαχθούν πιο ασφαλή συμπεράσματα και β) η δημιουργία ενός δείκτη (EPU) με χρήση άρθρων από ευρύτερα μέσα ενημέρωσης, τόσο ηλεκτρονικά όσο και έντυπα.

Λέξεις – Κλειδιά

Οικονομική, Πολιτική, Αβεβαιότητα, Επενδύσεις, Επιχειρήσεις, Δείκτης αβεβαιότητας

Abstract

This paper attempts to theoretically and empirically investigate the relationship between Economic Policy Uncertainty and corporate investment policy. According to the literature, when the degree of uncertainty increases, companies reduce their investments and vice versa. With the empirical investigation, we checked the relationship between investments and Economic Policy Uncertainty, using a sample of companies listed on the Athens Stock Exchange, in the period 2008-2021. As a dependent variable in our model, we defined the investments (INV) of the sample companies and as the main independent variables we used alternatively, the index (EPU) of the domestic Economic Uncertainty Policy, the European Economic Uncertainty Index (EURNEWS) and the corresponding index (Global GEPU). The econometric analysis was based on both Pooled linear regression analysis and panel data analysis using fixed effects and random effects estimators. According to the estimates of the models, it appears that unlike the international literature, there is a statistically significant positive relationship between the investments (INV) of the sample companies and the variable of domestic Economic Uncertainty (EPU), while the results for the relationship of investments (INV) with Europe Uncertainty (EURNEWS) and Global Uncertainty (GEPU) are consistent with the literature. These results show that during the period under review, the particular conditions prevailing in Greece, may affect the independent variable (EPU). For this reason, it is proposed: a) to analyze the relationship in three subperiods, in order to draw safer conclusions and b) to create an index (EPU) using articles from the wider media, both electronic and printed.

Keywords

Economic, Political, Uncertainty, Investments, companies, Uncertainty Index

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΠΕΡΙΛΗΨΗ.....	v
Abstract.....	vi
ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ	vii
ΘΕΩΡΗΤΙΚΟ ΜΕΡΟΣ.....	1
ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	1
Κεφάλαιο 1: ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΑΒΕΒΑΙΟΤΗΤΑΣ	3
1.1 Οικονομική Πολιτική.....	3
1.1.1 Δημοσιονομική Πολιτική	3
1.1.2 Νομισματική Πολιτική	4
1.2 Αβεβαιότητα	4
Κεφάλαιο 2: ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ	12
ΕΜΠΕΙΡΙΚΟ ΜΕΡΟΣ.....	48
Κεφάλαιο 3: ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΔΙΕΡΕΥΝΗΣΗ	48
3.1 Επιλογή του Δείγματος, Ορισμός Μεταβλητών, Μεθοδολογία	48
3.2 Εξειδίκευση Οικονομετρικού Υποδείγματος.....	52
3.3 Αποτελέσματα	53
3.3.1 Περιγραφικές Στατιστικές.....	53
ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ	63
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	64

ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΠΙΝΑΚΩΝ ΣΧΗΜΑΤΩΝ ΕΙΚΟΝΩΝ

Πίνακας 1. Προσδιοριστικοί παράγοντες επενδυτικής πολιτικής σύμφωνα με τις εμπειρικές μελέτες

Πίνακας 2. Ενδεικτικά οικονομετρικά υποδείγματα

Πίνακας 3. Εξαρτημένη και ανεξάρτητες μεταβλητές - σχέση μεταξύ τους (αρνητική ή θετική)- επίπεδο σημαντικότητας

Πίνακας 4. Ορισμός μεταβλητών

Πίνακας 5. Κατανομή παρατηρήσεων συνολικού δείγματος (2008-2021)

Πίνακας 6. Περιγραφικά μέτρα

Πίνακας 7. Συσχέτιση μεταβλητών

Πίνακας 8. Εκτιμήσεις οικονομετρικών υποδειγμάτων

Εικόνα 1. Monthly US Economic Policy Uncertainty Index

Εικόνα 2. Monthly Global Economic Policy Uncertainty Index

Εικόνα 3. Monthly Chinese Economic Policy Uncertainty Index

Εικόνα 4. The VIX Index 1990-Present

ΘΕΩΡΗΤΙΚΟ ΜΕΡΟΣ

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η οικονομική πολιτική είναι το σύνολο των αποφάσεων που λαμβάνονται για τη διαμόρφωση του οικονομικού περιβάλλοντος στο οποίο δραστηριοποιούνται τα άτομα και οι επιχειρήσεις. Ουσιαστικά αυτές οι αποφάσεις διαμορφώνονται από τις κυβερνήσεις καθώς και από θεσμούς ή διεθνής οικονομικούς οργανισμούς, όπως η Ευρωπαϊκή ένωση (ΕΕ), η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ), το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (ΔΝΤ), η Παγκόσμια Τράπεζα κ.α. Η οικονομική πολιτική που ασκείται ανάλογα και με τους στόχους των εκάστοτε κυβερνήσεων, επηρεάζει είτε αρνητικά είτε θετικά τις επενδυτικές αποφάσεις των επιχειρήσεων.

Ένα σταθερό και βέβαιο οικονομικό περιβάλλον αποτελεί ζητούμενο για την παγκόσμια αγορά στην οποία δραστηριοποιούνται οι επιχειρήσεις. Σε ένα τέτοιο περιβάλλον, στο οποίο είναι γνωστές, ξεκάθαρες και διαφανής οι αποφάσεις της οικονομικής πολιτικής είναι ευκολότερο για τις διοικήσεις των επιχειρήσεων να σχεδιάζουν τις επενδυτικές τους πολιτικές και να προβλέπουν-εκτιμούν τα ενδεχόμενα αποτελέσματα τους.

Οι κυβερνήσεις των χωρών της γης αποφασίζουν τις οικονομικές πολιτικές που θα ασκήσουν με γνώμονα την κατανομή του παραγόμενου πλούτου δίκαιη ή άδικη, την ευημερία των κατοίκων της χώρας τους ή ακόμα και την εξυπηρέτηση των συμφερόντων που υπηρετούν. Οι αποφάσεις των κυβερνήσεων και των οικονομικών θεσμών της κάθε χώρας όμως, στη σημερινή παγκόσμια αγορά, δεν επηρεάζουν μόνο τους πολίτες και τις επιχειρήσεις του «οίκου» τους, αλλά έχουν αντίκτυπο μικρό ή μεγάλο στους πολίτες και τις επιχειρήσεις του κόσμου.

Οι συνθήκες αβεβαιότητας που διαμορφώνονται από τις αποφάσεις οικονομικής πολιτικής επηρεάζουν πολλές φορές ακόμα και την ίδια την ύπαρξη των επιχειρήσεων. Οι αστάθμητοι παράγοντες που διαμορφώνονται από τέτοιες πολιτικές αποφάσεις είναι δύσκολο έως αδύνατο να ελεγχθούν.

Ενώ για τον «κίνδυνο» εφόσον υπάρχει, μπορούν να μετρηθούν ή να υπολογιστούν οι συνέπειες, για την αβεβαιότητα οι συνέπειες είναι άγνωστες και ανυπολόγιστες. Η αβεβαιότητα προκαλεί αρνητικά συναισθήματα, όπως φόβο, άγχος, ανησυχία, τα οποία έχουν ως αποτέλεσμα την ανάπτυξη αμυντικών συμπεριφορών. Οι αποφάσεις που λαμβάνονται σε συνθήκες αβεβαιότητας είναι συνήθως αποφάσεις που εξασφαλίζουν την επιβίωση και όχι την περαιτέρω ανάπτυξη. Όταν δεν είναι εφικτό να προβλεφθεί με σιγουριά η έκβαση μιας κατάστασης, η ανάγκη του ανθρώπου για «ασφαλή» πορεία και «έλεγχο» των καταστάσεων παραβιάζεται. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα να εμφανιστούν μη φυσιολογικές συμπεριφορές, όπως για παράδειγμα, η αποφυγή τέτοιων καταστάσεων ή η αναβολή της αντιμετώπισης τους. Η μελέτη της συμπεριφοράς των επιχειρήσεων σε σχέση με τις αποφάσεις τους για διάφορα θέματα σε συνθήκες οικονομικής πολιτικής αβεβαιότητας έχει αποτελέσει το ζητούμενο πολλών μελετών. Οι μελέτες που διερευνούν τη σχέση μεταξύ της αβεβαιότητας της οικονομικής πολιτικής και της επενδυτικής πολιτικής των επιχειρήσεων είναι μέρος αυτών των μελετών. Στην εργασία μας, αναφερόμαστε ενδεικτικά σε τέτοιες μελέτες μέσα από μια βιβλιογραφική επισκόπηση και επιχειρούμε μέσα από μια εμπειρική διερεύνηση να δούμε σε μικροοικονομικό επίπεδο (δηλαδή στο επίπεδο της συμπεριφοράς-αντίδρασης των οικονομικών αυτών μονάδων σε συνθήκες αβεβαιότητας), την επίδραση της Οικονομικής Πολιτικής Αβεβαιότητας στις επενδύσεις των επιχειρήσεων των εισηγμένων εταιρειών στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών την περίοδο 2008-2021.

Πιο αναλυτικά, στο πρώτο κεφάλαιο της εργασίας, αναλύονται οι όροι, Οικονομική Πολιτική, Αβεβαιότητα και Δείκτης αβεβαιότητας. Στο δεύτερο κεφάλαιο παρουσιάζονται, μέσα από τη βιβλιογραφική επισκόπηση για το θέμα, οι μέθοδοι και τα αποτελέσματα ενδεικτικών ερευνών και στο τρίτο κεφάλαιο γίνεται ανάλυση της εμπειρικής διερεύνησης της υπόθεσης ότι οι επενδύσεις των εταιρειών των εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών μειώνονται όταν αυξάνεται η Οικονομική Πολιτική Αβεβαιότητα και αντίστροφα. Παρουσιάζεται δηλαδή στο κεφάλαιο αυτό, το δείγμα, η περίοδος εξέτασης, οι μεταβλητές και ο ορισμός τους, η μεθοδολογία που ακολουθήθηκε, η εξειδίκευση του οικονομετρικού υποδείγματος και τα αποτελέσματα της διερεύνησης της υπόθεσης.

Κεφάλαιο 1: ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΑΒΕΒΑΙΟΤΗΤΑΣ

1.1 Οικονομική Πολιτική

Η οικονομική πολιτική είναι αναγκαία προκειμένου να διαμορφωθούν οι κατάλληλες και επιθυμητές συνθήκες λειτουργίας του οικονομικού περιβάλλοντος μέσα στο οποίο δραστηριοποιούνται και αναπτύσσονται οι οικονομικές μονάδες. Διάφορες στρεβλώσεις της αγοράς, όπως η υψηλή ανεργία, η ακαμψία των μισθών, η αύξηση των τιμών και των επιτοκίων, τα οργανωμένα συμφέροντα, η έλλειψη ανταγωνισμού, κλπ πρέπει να αντιμετωπιστούν προκειμένου να επιτευχθούν οι στόχοι της άσκησης της οικονομικής πολιτικής οι οποίοι έχουν να κάνουν με την δικαιότερη κατανομή του πλούτου, την αντιμετώπιση των ατελειών της αγοράς, τη μείωση της ανεργίας, τη μείωση του πληθωρισμού, την αντιμετώπιση των εξωγενών παραγόντων που επηρεάζουν τη λειτουργία της οικονομίας, την οικονομική ανάπτυξη και ευημερία, την ενίσχυση της ανταγωνιστικότητας. Αυτοί οι στόχοι είναι στόχοι της μακροοικονομικής πολιτικής και επηρεάζουν την οικονομία γενικά. Η οικονομική πολιτική ασκείται από τις κυβερνήσεις των χωρών και από τους διάφορους οικονομικούς θεσμούς όπως τις κεντρικές τράπεζες. Οι οικονομικές πολιτικές που ασκούνται για τον επηρεασμό του οικονομικού περιβάλλοντος είναι κυρίως η δημοσιονομική πολιτική και η νομισματική πολιτική.

1.1.1 Δημοσιονομική Πολιτική

Η δημοσιονομική πολιτική αφορά κυβερνητικές αποφάσεις σχετικές με τη διαχείριση των εσόδων και των εξόδων των κρατών. Τέτοιες αποφάσεις λαμβάνονται για την αύξηση ή μείωση των κρατικών εσόδων, μέσω της αύξησης ή μείωσης των φόρων άμεσων και έμμεσων, των τελών κλπ, καθώς επίσης και για την αύξηση ή μείωση των κρατικών δαπανών μέσω του περιορισμού των δαπανών για κρατικές επενδύσεις και έργα, για την άμυνα, τη λειτουργία του κράτους, την υγεία, την παιδεία, την κοινωνική πολιτική. Η αύξηση των κρατικών δαπανών αυξάνει τη συνολική ζήτηση η οποία με τη σειρά της θα προκαλέσει την αύξηση της συνολικής προσφοράς, των επενδύσεων και την αύξηση του εθνικού προϊόντος. Αντίθετα η αύξηση της επιβολής

φόρων, μειώνει τη συνολική ζήτηση και τις επενδύσεις διότι μειώνει το διαθέσιμο εισόδημα των καταναλωτών και επενδυτών.

1.1.2 Νομισματική Πολιτική

Η νομισματική πολιτική καθορίζεται από αποφάσεις των κεντρικών κυρίως τραπεζών και είναι σχετικές με την αύξηση ή μείωση της ποσότητας του χρήματος που κυκλοφορεί στην αγορά, μέσω του καθορισμού του ύψους του επιτοκίου, (προεξοφλητικό επιτόκιο δανεισμού των τραπεζών), της αγοράς ή πώλησης τίτλων, (κρατικών και εταιρικών ομολόγων), καθώς και μέσω του καθορισμού του ποσοστού παρακράτησης ρευστών διαθεσίμων των εμπορικών τραπεζών επί των καταθέσεων τους. Στόχος της νομισματικής πολιτικής είναι η επίτευξη ενός κλίματος σταθερότητας, δηλαδή η σταθερότητα των τιμών και η πλήρης απασχόληση. Ανάλογα με τις επικρατούσες συνθήκες στην οικονομία, οι κεντρικές τράπεζες αποφασίζουν αν θα ασκήσουν επεκτατική ή περιοριστική νομισματική πολιτική. Όταν παρατηρείται στην αγορά μειωμένη οικονομική δραστηριότητα, μειωμένη ζήτηση, μειωμένες επενδύσεις, ανεργία και γενικότερα οικονομική ύφεση, τότε ακολουθείται επεκτατική πολιτική με μείωση των επιτοκίων, αγορά των τίτλων και μείωση του ποσοστού παρακράτησης ρευστών διαθεσίμων αυξάνοντας με αυτό τον τρόπο τη ποσότητα του χρήματος που είναι διαθέσιμη για κατανάλωση και επενδύσεις. Αντίθετα, όταν υπάρχει πληθωρισμός, υψηλή ρευστότητα, υψηλός δανεισμός, τότε ακολουθείται περιοριστική πολιτική με αύξηση των επιτοκίων, πώληση τίτλων και αύξηση του ποσοστού παρακράτησης ρευστών διαθεσίμων από τις τράπεζες, με στόχο τον περιορισμό της ποσότητας του χρήματος για κατανάλωση και επενδύσεις που προκαλούν το πληθωρισμό.

1.2 Αβεβαιότητα

Η σημασία της αβεβαιότητας στις πολιτικές που σχετίζονται με οικονομικές αποφάσεις είναι μεγαλύτερη από ποτέ στον παγκόσμιο σημερινό κόσμο σύμφωνα με τους (Al - Thaqeb, S. A., & Algharabali, B. G., 2019). Κατά τους ίδιους, πολλοί παράγοντες επηρεάζουν την αβεβαιότητα. Σημαντικά γεγονότα που έχουν συμβεί τα τελευταία χρόνια, έχουν προκαλέσει παγκόσμια πολιτική και οικονομική αβεβαιότητα, όπως για παράδειγμα η «αραβική άνοιξη», η οποία οδήγησε σε

πολιτικές αναταραχές στη Μέση Ανατολή μεταξύ των υπερδυνάμεων του κόσμου και η εκλογή του Ντόναλντ Τραμπ ως προέδρου των ΗΠΑ, ο οποίος ζητούσε μεγάλες αλλαγές στο παγκόσμιο status quo (Al - Thaqeb, S. A., & Algharabali, B. G., 2019). Σύμφωνα με τους ίδιους, καθώς ο κόσμος συνεχίζει να εξελίσσεται με γρήγορους ρυθμούς, τέτοιες αλλαγές δημιουργούν μια αίσθηση πολιτικής και οικονομικής αστάθειας, ενισχύοντας την αβεβαιότητα παγκοσμίως. Στην Ευρώπη, γεγονότα όπως η προσάρτηση της Κριμαίας από τη Ρωσία η προσφυγική κρίση, ο πόλεμος στη Συρία και το Αφγανιστάν, οδήγησαν στην άνοδο των δεξιών πολιτικών ιδεολογιών και αυξήθηκαν οι τρομοκρατικές απειλές, με αποτέλεσμα να έχουν διαταραχθεί οι σχέσεις μεταξύ των εθνών. Επιπλέον, η πρόσφατη ψηφοφορία για την έξοδο του Ηνωμένου Βασιλείου από το Ευρωπαϊκή Ένωση, ή αλλιώς «Brexit», έχει αυξήσει τις αμφιβολίες για το μέλλον του ευρώ και τις οικονομικές πολιτικές στην Ευρώπη. Επίσης η πρόσφατη παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση και οι αυξανόμενες κομματικές διαφωνίες στις ΗΠΑ, έχουν ως αποτέλεσμα να αυξάνονται οι ανησυχίες για αβέβαιες πολιτικές που σχετίζονται κυρίως με οικονομικές πολιτικές και χρηματοοικονομικές αποφάσεις (Baker et al., 2016).

Κατά τους (Al - Thaqeb, S. A., & Algharabali, B. G. , 2019) αυτό συνάδει σε μεγάλο βαθμό με την πεποίθηση, ότι η αβεβαιότητα σχετικά με τη φορολογία των ΗΠΑ και της Ευρώπης, καθώς και τις δημοσιονομικές, νομισματικές και άλλες ρυθμιστικές πολιτικές, συνέβαλε στην παγκόσμια χρηματοπιστωτική και οικονομική ύφεση του 2008 και στην αργή ανάκαμψη που ακολούθησε. Ζητήματα όπως η αύξηση της ανεργίας, η απασχόληση και η εισοδηματική ανισότητα, η μετανάστευση και οι διακυμάνσεις των τιμών του πετρελαίου έχουν περιπλέξει ακόμη περαιτέρω τις παγκόσμιες οικονομίες. Επιπλέον, η πολιτική αβεβαιότητα έπαιξε πάντα κρίσιμο ρόλο στη διαμόρφωση των οικονομικών αποτελεσμάτων, όπως αποδεικνύεται από την πρόσφατη υποτονική οικονομική ανάπτυξη σε πολλές χώρες που αντιμετωπίζουν θέματα πολιτικής αβεβαιότητας. Το επίπεδο αβεβαιότητας είναι πλέον υψηλότερο και πιο σημαντικό από ποτέ, καθώς η τεχνολογία και η παγκοσμιοποίηση έχουν συμβάλει στην ραγδαία αλλαγή του τρόπου που ζούμε. Ο πολιτικός διχασμός, η πόλωση και ο αυξημένος ρόλος των κρατικών δαπανών στη συνολική οικονομία είναι επίσης σημαντικοί παράγοντες που οδηγούν στην πρόσφατη άνοδο της αβεβαιότητας (Baker

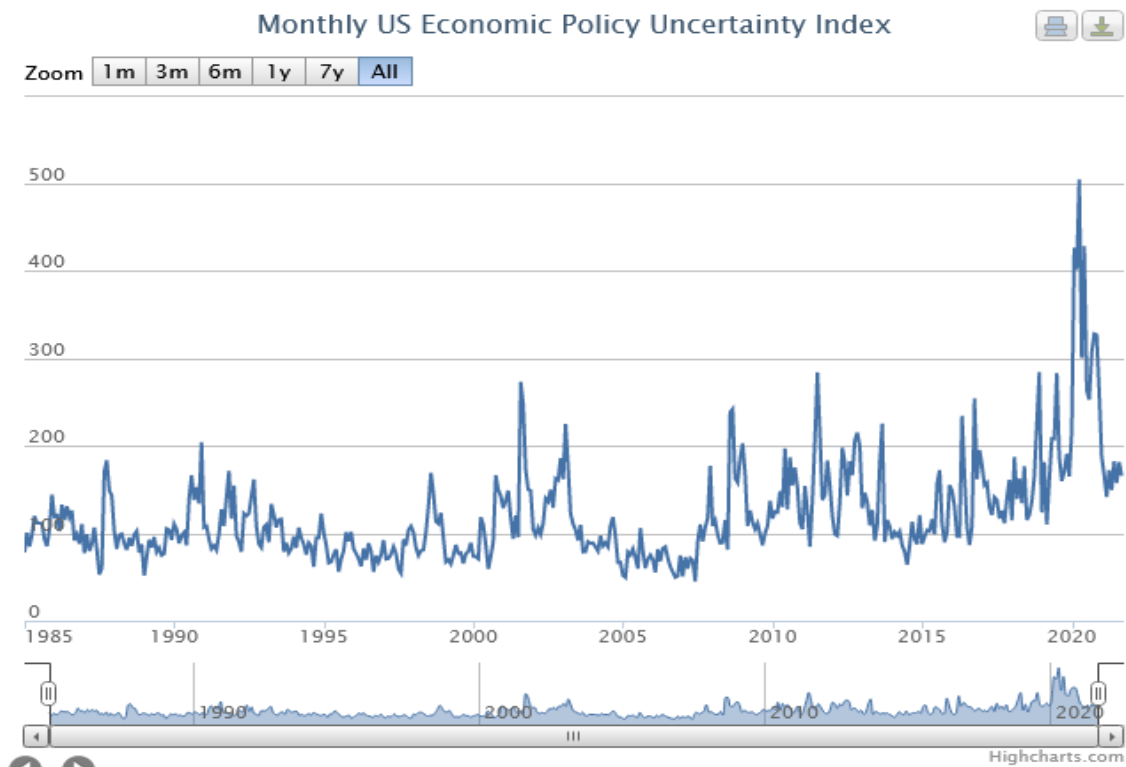
et al., 2012). Ο κόσμος μας πλέον είναι αλληλεξαρτώμενος και αλληλένδετος σε πολύ μεγάλο βαθμό, με αποτέλεσμα αυτό που συμβαίνει σε ένα μέρος του πλανήτη να επηρεάζει πάρα πολύ γρήγορα και τα υπόλοιπα μέρη. Επίσης η πολυπλοκότητα έχει αυξηθεί σημαντικά στον σημερινό κόσμο, γεγονός που από μόνο του οδηγεί σε μεγαλύτερη αβεβαιότητα. Τα υψηλά επίπεδα αβεβαιότητας της πολιτικής έκαναν τα νοικοκυριά και τις επιχειρήσεις να μειώσουν σημαντικά δαπάνες, επενδύσεις και προσλήψεις (Baker et al., 2012). Για το λόγο αυτό είναι αναγκαίος ο εντοπισμός του αντίκτυπου της αβεβαιότητας στις επενδυτικές πολιτικές των εταιρειών.

1.3 Δείκτης Αβεβαιότητας

Πριν προχωρήσουμε όμως σε μια πιο λεπτομερή βιβλιογραφική επισκόπηση γύρω από το θέμα που μας απασχολεί κρίνεται σκόπιμο να αναφερθούμε στη μέτρηση της αβεβαιότητας η οποία γίνεται με τη βοήθεια του δείκτη αβεβαιότητας οικονομικής πολιτικής των Baker et al. (2016) . Η καινοτομία του δείκτη Baker et al. (2016) είναι ότι οι περισσότεροι από τους παράγοντες που επηρεάζουν την αβεβαιότητα συνοψίζονται σε έναν απλό δείκτη. Επιπλέον, είναι διαθέσιμος στο κοινό και εύκολος στη χρήση. Η διαθεσιμότητα του δείκτη και η εισαγωγή του τα τελευταία χρόνια στην έρευνα έχει συμβάλει στην ανάδειξη του θέματος της αβεβαιότητας και των επιπτώσεων της σε τομείς της οικονομίας, σε ένα καινούριο θέμα για έρευνα, σύμφωνα με τους (Al - Thaqeb, S. A., & Algharabali, B. G. , 2019). Η αβεβαιότητα σχετικά με τις δημοσιονομικές, ρυθμιστικές και νομισματικές πολιτικές των ΗΠΑ και της Ευρώπης συνέβαλε στη οικονομική κρίση το 2008-2009 και την αργή ανάκαμψη στη συνέχεια Baker et al. (2016). Οι Baker et al. (2016) για να διερευνήσουν τον ρόλο της αβεβαιότητας των πολιτικών, ανέπτυξαν πρώτα έναν δείκτη οικονομικής πολιτικής αβεβαιότητας (EPU) για τις Ηνωμένες Πολιτείες και εξέτασαν την εξέλιξή της από το 1985. Ο δείκτης τους αντικατοπτρίζει τη συχνότητα των άρθρων σε 10 κορυφαίες εφημερίδες των Η.Π.Α. που περιέχουν τις ακόλουθες τρεις λέξεις: «οικονομικό» ή «οικονομία»· «αβέβαιο» ή «αβεβαιότητα»· και μια ή περισσότερες λέξεις όπως "συνέδριο", «έλλειμμα», «Federal Reserve», «νομοθεσία», «ρύθμιση» ή «Λευκός Οίκος» «κανονισμός». Παρατήρησαν ότι ο δείκτης εκτινάσσεται όπως μπορούμε να δούμε και στο παρακάτω διάγραμμα, κοντά στις κρίσιμες προεδρικές εκλογές, στους Πολέμους στον Κόλπο, στις επιθέσεις της 11ης Σεπτεμβρίου και σε άλλα σημαντικά

παγκόσμια γεγονότα. Επίσης παρατηρήθηκε εκτίναξη του δείκτη κατά το 2011 με αιτία τη διαφωνία για το ανώτατο όριο του χρέους και άλλες μεγάλες μάχες για τη δημοσιονομική πολιτική Baker et al. (2016) .

Εικόνα 1. Monthly US Economic Policy Uncertainty Index



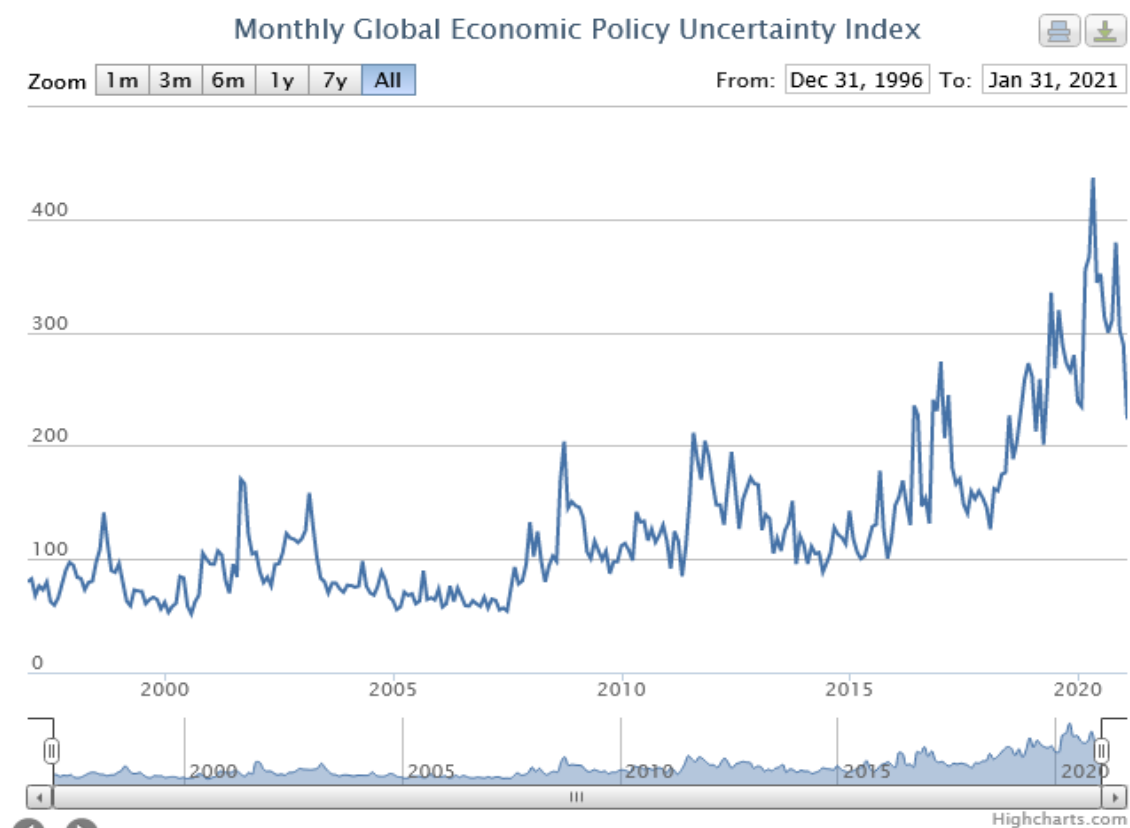
Πηγή: <https://www.policyuncertainty.com/>

Οι Baker et al. (2016) χρησιμοποίησαν αυτή την προσέγγιση για τη μέτρηση της αβεβαιότητας της πολιτικής σε τρεις διαστάσεις: πίσω στο χρόνο, μεταξύ των χωρών, και σε συγκεκριμένες κατηγορίες πολιτικών. Για να προσεγγίσουν το θέμα πίσω στο χρόνο ξεκινώντας από το 1900, βασίστηκαν σε αρχεία έξι μεγάλων αμερικανικών εφημερίδων που εκδόθηκαν όλο τον περασμένο αιώνα. Με αυτό το τρόπο κατασκεύασαν το μακροχρόνιο δείκτη EPU ο οποίος δείχνει το σοκ του Β' Παγκοσμίου Πολέμου, εκτινάσσεται σε σημαντικές πολιτικές εξελίξεις και άλλα γεγονότα όπως ο νόμος για τον χρυσό κανόνα του 1900, το ξέσπασμα του Α' Παγκοσμίου Πολέμου, η διάσκεψη των Βερσαλλιών το 1919 και επίσης παρατηρείται μια συνεχής αύξηση της πολιτικής αβεβαιότητας από τα τέλη του 1931 όταν ο Πρόεδρος Χούβερ και στη συνέχεια ο Πρόεδρος Ρούσβελτ εισήγαγαν μεγάλες και

νέες πολιτικές στις ΗΠΑ. Ο δείκτης παρουσιάζει επίσης μια ανοδική μετατόπιση από τη δεκαετία του 1960, ίσως λόγω της αυξανόμενης πολιτικής πόλωσης ή λόγω του αυξανόμενου οικονομικού ρόλου της κυβέρνησης (Baker et al., 2014).

Χρησιμοποιώντας παρόμοιες μεθόδους, κατασκεύασαν δείκτες αβεβαιότητας EPU για έντεκα άλλες χώρες, συμπεριλαμβανομένων όλων των χωρών μελών της G10. Αυτοί οι δείκτες είναι ιδιαίτερα χρήσιμοι σε χώρες με λιγότερες εναλλακτικές για κατασκευή μέτρων αβεβαιότητας Baker et al. (2016). Στη συνέχεια, ανέπτυξαν δείκτες αβεβαιότητας πολιτικής για συγκεκριμένες κατηγορίες για τις ΗΠΑ, όπως δείκτες αβεβαιότητα πολιτικής υγειονομικής περίθαλψης, αβεβαιότητα της πολιτικής εθνικής ασφάλειας με βάση την παρουσία πρόσθετων όρων όπως «υγειονομική περίθαλψη», «νοσοκομείο» ή «ασφάλιση υγείας» και «πόλεμος», «τρομοκρατία» ή «άμυνα», αντίστοιχα. Από αυτούς τους δείκτες καταλαβαίνει κανείς ότι οι κρίσεις και οι πολιτικές πρωτοβουλίες για συγκεκριμένες κατηγορίες είναι σαφώς ορατές.

Εικόνα 2. Monthly Global Economic Policy Uncertainty Index



Πηγή: <https://www.policyuncertainty.com/>

Εικόνα 3. Monthly Chinese Economic Policy Uncertainty Index



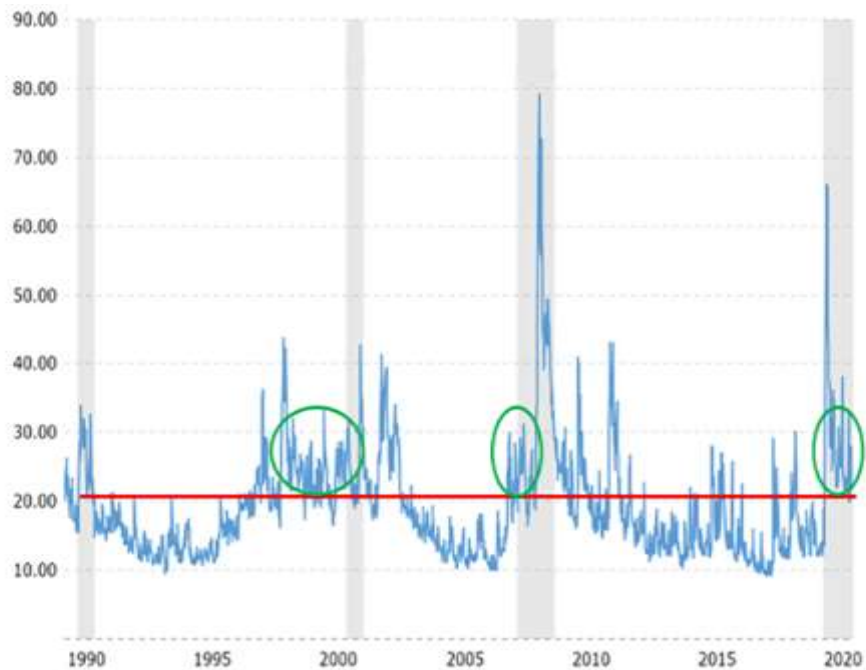
Πηγή: <https://www.policyuncertainty.com/>

Επειδή η προσέγγισή τους για τη μέτρηση της αβεβαιότητας πολιτικής εγείρει πιθανές ενστάσεις που σχετίζονται με την αξιοπιστία, την ακρίβεια, την προκατάληψη και συνέπεια της εφημερίδας, οι μελετητές αξιολόγησαν το ευρετήριο EPU με διάφορους τρόπους και κατέδειξαν μια ισχυρή σχέση μεταξύ του μέτρου EPU αβεβαιότητα οικονομικής πολιτικής με άλλα μέτρα οικονομικής αβεβαιότητας, π.χ. την αστάθεια της αγοράς. Με αυτό τον τρόπο κατέδειξαν μια ισχυρή σχέση μεταξύ του δείκτη EPU και άλλων μέτρων αβεβαιότητας πολιτικής, π.χ., η συχνότητα με την οποία το Federal Reserve System τα «μπεζ βιβλία» αναφέρουν την αβεβαιότητα πολιτικής Baker et al. (2016). Η αξιολόγηση και ο έλεγχος που έκαναν για τον δείκτη τους, έδειξε παρόμοιες κινήσεις στους δείκτες EPU με βάση τις δεξιές και αριστερές εφημερίδες, υποδηλώνοντας ότι η πολιτική αντιπροσώπευση δεν προκαλεί σοβαρή στρέβλωση

στον συνολικό δείκτη EPU. Επίσης μετά από μια άλλη διαδικασία που έκαναν για τον έλεγχο του δείκτη τους, χρησιμοποιώντας την αξιολόγηση από μαθητές τυχαίων άρθρων που επέλεξαν κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι η ασυμφωνία μεταξύ των δεικτών που παράγονται από τον άνθρωπο και τον υπολογιστή δεν συσχετίζεται με τους ρυθμούς αύξησης του ΑΕΠ και με το επίπεδο αβεβαιότητας της οικονομικής πολιτικής Baker et al. (2016). Οι δείκτες EPU χρησιμοποιούνται από διάφορους παρόχους εμπορικών δεδομένων όπως Bloomberg, FRED, Haver και Reuters και μπορούν να καλύψουν τις απαιτήσεις από τις τράπεζες, τα hedge funds, τις εταιρείες και τους φορείς χάραξης πολιτικής. Ο σύγχρονος μηνιαίος δείκτης EPU για τις ΗΠΑ βασίζεται σε 10 κορυφαίες εφημερίδες: USA Today, Miami Herald, Chicago Tribune, Washington Post, Los Angeles Times, Boston Globe, San Francisco Chronicle, Dallas Morning News, New York Times και Wall Street. Εκτός από το μηνιαίο δείκτη, υπάρχει και ο ημερήσιος δείκτης EPU ο οποίος χρησιμοποιεί τα αρχεία εφημερίδων από την υπηρεσία NewsBank της Access World News που καλύπτει περίπου 1.500 αμερικανικές εφημερίδες Baker et al. (2016).

Ένας άλλος σημαντικός δείκτης είναι ο VIX, του Chicago Board Options Exchange, ένας δείκτης 30 ημερών που μετράει τις προσδοκίες της αγοράς για μελλοντική αστάθεια ο οποίος βασίζεται στον χρηματιστηριακό δείκτη S&P500, διαθέσιμος από το 1990 Baker et al. (2016). Σύμφωνα με τη ιστοσελίδα https://www.cboe.com/tradable_products/vix/ ο Δείκτης VIX εκτιμά την αναμενόμενη αστάθεια αθροίζοντας τις σταθμισμένες τιμές του S&P 500 Index σε ένα ευρύ φάσμα τιμών εξάσκησης. Συγκεκριμένα, οι τιμές που χρησιμοποιούνται για τον υπολογισμό των τιμών του δείκτη VIX είναι τα μεσαία σημεία των τιμών προσφοράς και ζήτησης της επιλογής SPX σε πραγματικό χρόνο. Ο δείκτης VIX χρησιμοποιείται ως βαρόμετρο για την αβεβαιότητα της αγοράς, παρέχοντας στους συμμετέχοντες και τους παρατηρητές της αγοράς ένα μέτρο σταθερής, αναμενόμενης μεταβλητότητας 30 ημερών στο μεγαλύτερο χρηματιστήριο των ΗΠΑ. Ο δείκτης VIX δεν είναι άμεσα εμπορεύσιμος, αλλά η μεθοδολογία VIX παρέχει ένα σενάριο για την αναπαραγωγή της έκθεσης σε μεταβλητότητα με ένα χαρτοφυλάκιο επιλογών SPX, μια βασική καινοτομία που οδήγησε στη δημιουργία εμπορεύσιμων συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης και δικαιωμάτων προαίρεσης VIX.

Εικόνα 4. The VIX Index 1990-Present



Πηγή:<https://www.cboe.com/insights/posts/inside-volatility-trading-the-impact-of-grouping/>

Ο δείκτης EPU και ο δείκτης VIX διαφέρουν εννοιολογικά από πολλές απόψεις. Ενώ ο VIX αντανακλά την μελλοντική αστάθεια σε μια περίοδο προοπτικής 30 ημερών, ο δείκτης EPU δεν περιλαμβάνει σαφή ορίζοντα Baker et al. (2016). Ο VIX αφορά την αβεβαιότητα σχετικά με τις αποδόσεις των μετοχών, ενώ ο δείκτης EPU αντανακλά αβεβαιότητα πολιτικής, και όχι μόνο για τις αποδόσεις των μετοχών Baker et al. (2016).

Κεφάλαιο 2: ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ

Η αβεβαιότητα πολιτικής είναι ο οικονομικός κίνδυνος που σχετίζεται με απροσδιόριστες μελλοντικές κυβερνητικές πολιτικές και ρυθμιστικά πλαίσια. Το φαινόμενο αυτό, αυξάνει περαιτέρω τον κίνδυνο τόσο οι επιχειρήσεις όσο και τα άτομα να καθυστερήσουν τις δαπάνες και τις επενδύσεις τους λόγω της αβεβαιότητας της αγοράς (Al - Thaqeb, S. A., & Algharabali, B. G. , 2019). Η οικονομική πολιτική αβεβαιότητας και οι επιπτώσεις της στις οικονομίες και τις επιχειρήσεις έχουν μελετηθεί από αρκετούς μελετητές, όμως οι επιδράσεις της αβεβαιότητας στην επενδυτική πολιτική των επιχειρήσεων έχουν μελετηθεί λιγότερο και σχετικά πρόσφατα. Ο Bernanke (1983) στη μελέτη του με τίτλο « μη αναστρέψιμη, αβεβαιότητα και κυκλικές επενδύσεις», η οποία βασίζεται στη θεωρία της μη αναστρέψιμης επιλογής υπό καθεστώς αβεβαιότητας, για να δώσει μια εξήγηση των κυκλικών επενδυτικών διακυμάνσεων διαπιστώνει ότι, όταν μεμονωμένα έργα είναι μη αναστρέψιμα, οι διοικήσεις πρέπει να λαμβάνουν επενδυτικές αποφάσεις που να αντισταθμίζουν τις πρόσθετες αποδόσεις από την έγκαιρη δέσμευση έναντι των ωφελειών της αυξημένης πληροφόρησης που αποκτάται από την αναμονή. Ο Bernanke (1983) εξηγεί με αυτή τη μελέτη του την καθυστέρηση στις επενδύσεις της επιχείρησης σε περιόδους μεγαλύτερης πολιτικής αβεβαιότητας, όπως για παράδειγμα πριν από τις εκλογές. Μια επιχείρηση μπορεί να έχει στα σχέδια της δύο εναλλακτικές επενδυτικές προτάσεις και τη δυνατότητα επιλογής μεταξύ τους. Ο νικητής όμως των εκλογών μπορεί να επηρεάσει τις κρατικές πολιτικές δηλαδή να αλλάξει τα επενδυτικά κίνητρα, τους νόμους για τον κατώτατο μισθό, τους κανονισμούς ασφάλειας και περιβάλλοντος κ.λπ. που επηρεάζουν τις αποδόσεις αυτών των επενδυτικών έργων. Και τα δύο έργα είναι δαπανηρά για να αντιστραφούν, επίσης υπάρχει κόστος για την εναλλαγή των έργων αυτών από μια χρήση σε μια άλλη και επιπλέον η εταιρεία έχει τη δυνατότητα να αναβάλει την επένδυση μέχρι μετά τις εκλογές. Αν το αποτέλεσμα των εκλογών είναι βέβαιο η εταιρεία θα λάβει μια επενδυτική απόφαση για κάποιο από τα δύο επενδυτικά έργα και θα προχωρήσει την επένδυση. Ωστόσο, εάν οι εκλογές δημιουργήσουν

αβεβαιότητα, η αξία του δικαιώματος της αναβολής αυξάνεται και η εταιρεία μπορεί να έχει ένα οριακά επικερδές έργο για την επόμενη περίοδο. Όσο πιο αβέβαιες είναι οι εκλογές, τόσο μεγαλύτερη η αξία της αναβολής, και όσο πιο πιθανό είναι για μια επιχείρηση να αναβάλει την επένδυση της αυτό μπορεί να επηρεάσει τα ασφάλιστρα κινδύνου.

Ο Jens (2017) εξετάζει τη σχέση μεταξύ πολιτικής αβεβαιότητας και σταθερών επενδύσεων χρησιμοποιώντας τις αμερικανικές προεδρικές εκλογές ως πηγή εξωγενούς διακυμάνσης της αβεβαιότητας. Τα αποτελέσματα της μελέτης του έδειξαν ότι οι επενδύσεις μειώνονται κατά 5% πριν από όλες τις εκλογές και έως 15% για επιμέρους κλάδους επιχειρήσεων που είναι ιδιαίτερα ευάλωτες στην πολιτική αβεβαιότητα. Η μετεκλογική ανάκαμψη των επενδύσεων εξαρτάται από το αν θα επανεκλεγεί ο νυν πρόεδρος. Επίσης από τα αποτελέσματα προκύπτει πτώση 4,9% στις επενδύσεις των επιχειρήσεων σε πολιτείες με εκλογές για κυβερνήτη στο επόμενο τρίμηνο, σε σχέση με τις επενδύσεις των επιχειρήσεων σε πολιτείες χωρίς επερχόμενες εκλογές κυβερνήτη. Αυτή η μείωση των επενδύσεων είναι μεγαλύτερη για τις επιχειρήσεις που είναι πιο ευάλωτες σε αλλαγές στην κρατική πολιτική όπως μικρές επιχειρήσεις, τοπικές επιχειρήσεις, επιχειρήσεις με μεγαλύτερες πιθανές επενδύσεις, πολιτικά ευαίσθητες επιχειρήσεις και επιχειρήσεις με υψηλό κόστος αποεπένδυσης. Συμπερασματικά η συμπεριφορά των επιχειρήσεων επηρεάζεται από την πολιτική αβεβαιότητα με αποτέλεσμα οι επενδύσεις και οι αποεπενδύσεις να μειώνονται πριν τις εκλογές και να ανακάμπτουν μετά από αυτές. Επίσης παρατηρείται μια απότομη αύξηση της μεταβλητότητας των μετοχών τους η οποία είναι συνεπής με την προεκλογική πτώση των επενδύσεων. Οι επιχειρήσεις αναβάλουν τις εκδόσεις χρέους και μετοχών πριν από τις εκλογές καθώς οι εκδόσεις που συμβαίνουν κατά τα έτη των εκλογών είναι λιγότερο πιθανό να συνδέονται με την έναρξη μιας επένδυσης υψηλής απόδοσης.

Κατά τον Bloom, N.(2009) η αβεβαιότητα φαίνεται να αυξάνεται δραματικά μετά από μεγάλα οικονομικά και πολιτικά σοκ όπως η κρίση των πυραύλων της Κούβας, η δολοφονία του Κένεντι, το σοκ στην τιμή του πετρελαίου του ΟΠΕΚ I και οι τρομοκρατικές επιθέσεις της 11ης Σεπτεμβρίου. Σύμφωνα με τη μελέτη του, εάν οι εταιρείες έχουν μη κυρτό κόστος προσαρμογής, αυτά τα σοκ αβεβαιότητας θα

δημιουργήσουν ισχυρά αποτελέσματα πραγματικών επιλογών, οδηγώντας τη δυναμική της συμπεριφοράς των επενδύσεων και των προσλήψεων. Αυτά τα σοκ έχουν μεγάλες πραγματικές επιπτώσεις με την συνιστώσα της αβεβαιότητας από μόνη της να προκαλεί πτώση 1% στην απασχόληση και την παραγωγή τους και στη συνέχεια την ανάκαμψη τους μέσα στους επόμενους 6 μήνες καθώς και μια ηπιότερη μακροπρόθεσμη υπέρβαση. Ο Bloom, N.(2009) δημιούργησε ένα οικονομετρικό μοντέλο που προσφέρει ένα δομικό πλαίσιο για την ανάλυση αυτών των τύπων κραδασμών αβεβαιότητας. Το μοντέλο λύνεται αριθμητικά και εκτιμάται σε δεδομένα σε επίπεδο εταιρείας χρησιμοποιώντας τη προσομοιωμένη μέθοδο των ροπών. Το παραμετροποιημένο αυτό μοντέλο χρησιμοποιήθηκε στη συνέχεια για την προσομοίωση ενός μεγάλου σοκ αβεβαιότητας, το οποίο προκαλεί ταχεία πτώση και ανάκαμψη στην παραγωγή, την απασχόληση και την αύξηση της παραγωγικότητας. Αυτό οφείλεται στην επίδραση της υψηλότερης αβεβαιότητας που κάνει τις επιχειρήσεις να σταματήσουν προσωρινά τις προσλήψεις και την επενδυτική τους συμπεριφορά Bloom, N.(2009). Μεσοπρόθεσμα, κατά τον ίδιο, η αυξημένη αστάθεια που προκύπτει από το σοκ της αβεβαιότητας δημιουργεί υπέρβαση της μεταβλητότητας καθώς οι επιχειρήσεις ανταποκρίνονται στην αυξημένη διακύμανση των κραδασμών παραγωγικότητας, η οποία οδηγεί σε μεσοπρόθεσμη υπέρβαση και μακροπρόθεσμη επιστροφή στην τάση. Για το λόγο αυτό, η προσομοιωμένη απόκριση σε κραδασμούς αβεβαιότητας δημιουργεί πτώση, ανάκαμψη και μακροπρόθεσμη υπέρβαση, σχεδόν ίδια με την πραγματική εμπειρική τους επίδραση Bloom, N.(2009). Αυτή η προσωρινή πρόσκρουση ενός σοκ δεύτερης στιγμής είναι διαφορετική από την τυπικά επίμονη κρούση ενός σοκ της πρώτης στιγμής. Ενώ το φαινόμενο της δεύτερης στιγμής έχει τη μεγαλύτερη πτώση του τον 3ο μήνα και έχει ανάκαμψη περίπου τον 6ο μήνα, οι επίμονοι κλονισμοί της πρώτης στιγμής προκαλούν πτώσεις στη δραστηριότητα που διαρκούν αρκετά τρίμηνα. Έτσι, κατά τον Bloom, N.(2009) για έναν υπεύθυνο χάραξης πολιτικής αμέσως μετά από ένα σοκ, είναι σημαντικό να διακρίνει τη σχετική συμβολή των συνιστωσών της πρώτης και της δεύτερης στιγμής των κραδασμών για την πρόβλεψη της μελλοντικής εξέλιξης της παραγωγής. Το σοκ αβεβαιότητας προκαλεί επίσης ισχυρή αναισθησία σε άλλα οικονομικά ερεθίσματα. Σε υψηλά επίπεδα αβεβαιότητας, η αξία της πραγματικής επιλογής της αδράνειας είναι

τεράστια, γεγονός που καθιστά τις επιχειρήσεις εξαιρετικά επιφυλακτικές στο να επενδύσουν. Ως αποτέλεσμα, οι επιδράσεις της εμπειρικά ρεαλιστικής γενικής ισορροπίας μείωσης των επιτοκίων, των μισθών και των τιμών έχουν πολύ περιορισμένη βραχυπρόθεσμη επίδραση στη μείωση της πτώσης και της ανάκαμψης της δραστηριότητας Bloom, N.(2009). Αυτό κατά το Bloom, N.(2009) εγείρει μια δεύτερη επίπτωση πολιτικής, ότι αμέσως μετά το σοκ αβεβαιότητας, η νομισματική ή η δημοσιονομική πολιτική είναι πιθανό να είναι ιδιαίτερα αναποτελεσματική. Κατά τον Bloom, N.(2009) αυτό το πλαίσιο επιτρέπει μια σειρά μελλοντικών ερευνών οι οποίες θα εξέταζαν τις επιπτώσεις μεμονωμένων γεγονότων. Θα μπορούσε να χρησιμοποιηθεί, για παράδειγμα, για την ανάλυση του αντίκτυπου της αβεβαιότητας των μεγάλων απορρυθμίσεων, των φορολογικών αλλαγών, των εμπορικών μεταρρυθμίσεων ή των πολιτικών εκλογών. Τα αποτελέσματα αυτής της μελέτης υποδηλώνουν επίσης ότι υπάρχει μια αντιστάθμιση μεταξύ της ορθότητας και της αποφασιστικότητας της πολιτικής γι' αυτό κατά τον Bloom, N.(2009), ίσως είναι καλύτερο να ενεργούμε αποφασιστικά, έστω και περιστασιακά λανθασμένα, παρά να σκεφτόμαστε το «ορθότερο» σχετικά με την πολιτική, δημιουργώντας αβεβαιότητα που προκαλείται από την πολιτική.

Κατά τους (Julio and Yook, 2012) η ίδια η αβεβαιότητα μπορεί να παρεμποδίσει την ανάκαμψη, παρακινώντας τις επιχειρήσεις να καθυστερήσουν τις επενδύσεις έως ότου επιλυθεί η αβεβαιότητα σχετικά με τη μελλοντική δημοσιονομική ρύθμιση και τη μακροοικονομική πολιτική. Στη μελέτη τους τεκμηριώνουν τους επενδυτικούς κύκλους κατά τη διάρκεια των εκλογικών ετών, και διαπιστώνουν ότι οι επιχειρήσεις μειώνουν τις επενδυτικές δαπάνες κατά μέσο όρο κατά 4,8% σε σχέση με μη εκλογικά έτη, ελέγχοντας τις ευκαιρίες ανάπτυξης και τις οικονομικές συνθήκες. Το μέγεθος των επενδυτικών κύκλων ποικίλλει ανάλογα με τα διαφορετικά χαρακτηριστικά της χώρας και των εκλογών. Ερευνούν πολλές πιθανές εξηγήσεις και βρίσκουν στοιχεία που υποστηρίζουν την υπόθεση ότι η πολιτική αβεβαιότητα οδηγεί τις επιχειρήσεις να μειώσουν τις επενδυτικές δαπάνες μέχρι να επιλυθεί η εκλογική αβεβαιότητα. Αυτά τα ευρήματα υποδηλώνουν ότι η πολιτική αβεβαιότητα είναι ένα σημαντικό κανάλι μέσω του οποίου η πολιτική διαδικασία επηρεάζει τα πραγματικά οικονομικά αποτελέσματα (Julio and Yook, 2012). Με τη μελέτη τους εξετάζουν επίσης τη

διακύμανση του εκλογικού αποτελέσματος τόσο στο εσωτερικό των χωρών όσο και μεταξύ τους. Στο εσωτερικό των χωρών, η μείωση των κεφαλαιουχικών δαπανών είναι μεγαλύτερη όταν το αποτέλεσμα των εκλογών είναι πιο δύσκολο να προβλεφθεί. Διαπιστώνουν επίσης ότι, για πολύ κρίσιμες εκλογές σε χώρες με εξωγενή εκλογικό χρόνο, οι επενδύσεις αυξάνονται σε επίπεδο υψηλότερο από το κανονικό μόλις επιλυθεί η εκλογική αβεβαιότητα. Σε όλες τις χώρες, διαπιστώνεται ότι το αποτέλεσμα είναι μεγαλύτερο για χώρες με λιγότερους ελέγχους και ισορροπίες στην εκτελεστική εξουσία, λιγότερο σταθερή κυβέρνηση και υψηλότερο λόγο των δαπανών της κεντρικής κυβέρνησης προς το ΑΕΠ. Διαπιστώνετε επίσης ότι οι αλλαγές στις επενδύσεις γύρω από τις εθνικές εκλογές είναι μεγαλύτερες για εταιρείες σε πιο ευαίσθητους πολιτικά κλάδους. Τα αποτελέσματά της έρευνας τους υποστηρίζουν, ότι η πολιτική οικονομική αβεβαιότητα έχει σημασία για τις πραγματικές επενδυτικές αποφάσεις των επιχειρήσεων και τη δυναμική τους. Η κανονική πολιτική διαδικασία και η πιθανότητα αλλαγών πολιτικής γύρω από τις εκλογές επηρεάζουν τον τρόπο με τον οποίο οι εταιρείες λαμβάνουν επενδυτικές αποφάσεις. Οι αλλαγές στον βαθμό αβεβαιότητας οδηγούν σε κύκλους στις επενδυτικές δαπάνες, όπως προτείνει ο Bernanke (1983) και άλλοι.

Οι Baker, S. R., Bloom, N., & Davis, S. J. (2012) στο άρθρο τους με τίτλο «Has Economic Policy Uncertainty Hampered the Recovery; » προσπαθούν να απαντήσουν στο ερώτημα αν η αβεβαιότητα της οικονομικής πολιτικής εμποδίζει την ανάπτυξη μετρώντας την αβεβαιότητα της οικονομικής πολιτικής με ένα δείκτη EPU και αξιολογώντας τις επιπτώσεις της στην οικονομική απόδοση. Τα συμπεράσματα από την έρευνα τους καταδεικνύουν ότι:

1. Η νομισματική πολιτική αντιπροσωπεύει περίπου το ένα τρίτο της οικονομικής αβεβαιότητας που σχετίζεται με την πολιτική κατά την περίοδο που εξέτασαν δηλαδή από το 1985 έως το 2011 ενώ οι ανησυχίες που σχετίζονται με τους φόρους, τις κρατικές δαπάνες και τη δημοσιονομική πολιτική αντιπροσωπεύουν από κοινού περίπου το 40%.
2. Τα ιστορικά υψηλά επίπεδα αβεβαιότητας της οικονομικής πολιτικής το 2010 και το 2011 αντικατοπτρίζουν κατά κύριο λόγο ανησυχίες σχετικά με τους φόρους και τη νομισματική πολιτική. Η αβεβαιότητα των πολιτικών σε αυτούς τους δύο τομείς είναι

περισσότερο από τέσσερις φορές υψηλότερη τα τελευταία δύο χρόνια της έρευνας τους από ό,τι κατά μέσο όρο από το 1985 έως το 2011, κρίνοντας από τη συχνότητα των σχετικών ειδησεογραφικών άρθρων .

3. Αν και πολύ λιγότερο έντονα, βρίσκουν επίσης αυξημένα επίπεδα αβεβαιότητας πολιτικής το 2010 και το 2011 σε διάφορες άλλες κατηγορίες, όπως στην υγειονομική περίθαλψη, τη χρηματοοικονομική ρύθμιση, τη ρύθμιση εργασίας και ζητήματα κρατικού χρέους και νομίσματος όμως η ανάλυσή αυτή δείχνει ότι τα ιστορικά υψηλά επίπεδα αβεβαιότητας πολιτικής το 2010 και το 2011 αντικατοπτρίζουν κυρίως ανησυχίες σχετικά με τη φορολογική και νομισματική πολιτική και δευτερευόντως ένα ευρύτερο φάσμα άλλων ανησυχιών που σχετίζονται με την πολιτική. Προσπαθούν να προσεγγίσουν επίσης τη σύνδεση μεταξύ οικονομικής αβεβαιότητας και πολιτικής με ένα διαφορετικό τρόπο εξετάζοντας τις πηγές αστάθειας της χρηματιστηριακής αγοράς και βρίσκουν μια δραματική αύξηση στη συχνότητα των μεγάλων ημερήσιων κινήσεων στο χρηματιστήριο την περίοδο 2008-2011 σε σχέση με τα προηγούμενα έτη. Μεγάλο ενδιαφέρον αποτελεί επίσης το γεγονός ότι, ο αριθμός των μεγάλων κινήσεων που αποδίδονται στις ειδήσεις πολιτικής εκτοξεύτηκε από περίπου 1 γεγονός ετησίως την περίοδο 1980-2007 σε 12 γεγονότα ετησίως από το 2008 έως το 2011. Το μερίδιο των μεγάλων κινήσεων που αποδίδονται στην πολιτική αυξήθηκε στο 39% τα τελευταία τέσσερα χρόνια σε σύγκριση με το 14% την προηγούμενη περίοδο. Σύμφωνα πάντα με τους Baker, S. R., Bloom, N., & Davis, S. J. (2012) αυτά τα στοιχεία επιβεβαιώνουν έντονα τον ισχυρισμό ότι η αβεβαιότητα πολιτικής ήταν εξαιρετικά υψηλή τα τελευταία τέσσερα χρόνια της περιόδου μελέτης τους. Οι μελετητές υποστηρίζουν ότι, η αστάθεια της αγοράς μετοχών είναι επιζήμια για την οικονομία και ότι η αβεβαιότητα πολιτικής είναι παράγοντας που επιβραδύνει την ανάπτυξη. Οι ανησυχίες που σχετίζονται με την πολιτική αντιπροσωπεύουν μεγάλο μερίδιο της συνολικής οικονομικής αβεβαιότητας κατά τα έτη αυτά. Και αυτό το συμπέρασμα προκύπτει τόσο από την ανάλυση των δεικτών τους που βασίζονται σε ειδήσεις όσο και από την έρευνά τους για τους παράγοντες που επιταχύνουν τις μεγάλες κινήσεις στο χρηματιστήριο. Κατά τους Baker, S. R., Bloom, N., & Davis, S. J. (2012) μια αύξηση της αβεβαιότητας των πολιτικών, παρόμοια σε μέγεθος με την πραγματική αλλαγή από το 2006, σχετίζεται με σημαντικά χαμηλότερα επίπεδα

παραγωγής και απασχόλησης τους επόμενους 36 μήνες. Το εάν αυτή η δυναμική σχέση δικαιολογεί μια αιτιολογική ερμηνεία είναι μια δύσκολη ερώτηση, κατά τους μελετητές, όπως είναι και τα περισσότερα ερωτήματα σχετικά με την αιτιότητα στη μακροοικονομία. Πιστεύουν όμως, ότι από τα αποτελέσματα των ερευνών προκύπτει ότι η πολιτική αβεβαιότητα αποτελεί σημαντικό παράγοντα της οικονομικής αβεβαιότητας. Κατά τους Baker, S. R., Bloom, N., & Davis, S. J. (2012), εάν οι υπεύθυνοι χάραξης πολιτικής μπορούν να προσφέρουν ένα περιβάλλον πολιτικής που να χαρακτηρίζεται από μεγαλύτερη βεβαιότητα και σταθερότητα, πιθανότατα θα υπάρξει θετική ανταμοιβή με τη μορφή βελτιωμένων μακροοικονομικών επιδόσεων. Οι Çolak, G., Durnev, A., & Qian, Y. (2017), στην εργασία τους, διερευνούν δύο ερωτήματα: 1) αν οι αποφάσεις αρχικής δημόσιας προσφοράς (initial public offering IPO) μειώνονται από την πολιτική αβεβαιότητα σε περιόδους εκλογών και 2) αν οι αρχικές δημόσιες προσφορές IPO που εκδίδονται σε περιόδους υψηλότερης πολιτικής αβεβαιότητας υποφέρουν από υψηλότερο κόστος κεφαλαίου. Οι αρχικές δημόσιες προσφορές (initial public offering IPO) είναι σημαντικές και για τις μεμονωμένες εταιρείες και για τη συνολική πραγματική οικονομία σύμφωνα με τους Çolak, G., Durnev, A., & Qian, Y. (2017), Για μια μεμονωμένη εταιρεία, μια δημόσια εγγραφή είναι η σημαντική στιγμή κατά την οποία συγκεντρώνει κεφάλαια, προκειμένου να δώσει ώθηση στην ανάπτυξη της και να βελτιώσει το ανταγωνιστικό της πλεονέκτημα. Για την τοπική ή την εθνική οικονομία, μια ενεργή αγορά αρχικών δημόσιων προσφορών (IPO), αυξάνει την απασχόληση και διευκολύνει τα θετικά δευτερογενή αποτελέσματα σε εταιρείες που δεν έχουν αρχική δημόσια προσφορά IPO. Για το λόγο αυτό, είναι σημαντικό να γίνει κατανοητό εάν και πώς οι εταιρείες αλλάζουν τις αποφάσεις τους για την αρχική δημόσια προσφορά IPO ως απάντηση σε συνθήκες αβεβαιότητας πολιτικής. Τα συμπεράσματα της εργασίας τους καταδεικνύουν ότι, όσο μεγαλύτερη είναι η πολιτική αβεβαιότητα τόσο μεγαλύτερη είναι η πτώση στις αρχικές δημόσιες προσφορές των επιχειρήσεων και ότι σε όλες τις εκλογές, η μείωση του αριθμού των IPO είναι μεγαλύτερη όταν το εκλογικό αποτέλεσμα είναι πιο αβέβαιο. Επίσης διαπιστώνουν ότι η πολιτική αβεβαιότητα αυξάνει το κόστος κεφαλαίου των επιχειρήσεων και ο λόγος είναι ότι η πολιτική αβεβαιότητα είναι η αβεβαιότητα που σχετίζεται με πιθανές αλλαγές στην πολιτική ηγεσία και τις

κυβερνητικές πολιτικές. Η πολιτική αβεβαιότητα από τις εκλογές περιλαμβάνει την αβεβαιότητα σχετικά με το ποιος θα κερδίσει, την αβεβαιότητα σχετικά με τις πολιτικές που θα ακολουθήσει ένας ενδεχόμενος νέος κυβερνήτης σε σχέση με τους κρατικούς φόρους, τις κρατικές συμβάσεις και επιδοτήσεις, τις πολιτικές ανάπτυξης (πχ πράσινη ανάπτυξη ή όχι) κλπ οι οποίες θα επηρεάσουν τις ταμειακές ροές των επιχειρήσεων και την παρούσα αξία τους και την αβεβαιότητα σχετικά με το πώς οι νέες πολιτικές θα επηρεάσουν τις εταιρικές αποφάσεις. Καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι η πολιτική αβεβαιότητα λόγω των εκλογών για κυβερνήτη μειώνει τις αρχικές δημόσιες προσφορές (IPO) διότι οι εταιρείες τείνουν να καθυστερούν τις αποφάσεις τους για τις αρχικές δημόσιες προσφορές τους (IPO), μέχρι να επιλυθεί η αβεβαιότητα. Συγκεκριμένα, από την έρευνα τους παρατηρήθηκε, ότι ο αριθμός των IPO μειώνεται 2 χρόνια πριν από τις εκλογές και αυξάνεται 2 έτη μετά. Έτσι, οι κυβερνητικές εκλογές φαίνεται να δημιουργούν τους δικούς τους κύκλους στις αρχικές δημόσιες προσφορές των επιχειρήσεων IPO. Επιπλέον διαπιστώνεται ότι η πολιτική αβεβαιότητα επηρεάζει τη δραστηριότητα της IPO πιο σοβαρά για τις γεωγραφικά συγκεντρωμένες επιχειρήσεις, για τις επιχειρήσεις που είναι εξαρτημένες από κρατικές συμβάσεις και χρηματοδοτήσεις και για εταιρείες που ανήκουν για παράδειγμα σε βιομηχανίες υψηλής τεχνολογίας (high-tech industry). Η μελέτη τους καταδεικνύει ότι η πολιτική αβεβαιότητα έχει οικονομικό αντίκτυπο στη χρηματοδότηση των επιχειρήσεων και κατά συνέπεια στις επενδύσεις τους. Βρίσκουν επίσης στοιχεία ότι η μειωμένη δραστηριότητα IPO σχετίζεται με υψηλότερο κόστος κεφαλαίου γύρω από τις κυβερνητικές εκλογές, επειδή οι τιμές προσφοράς IPO καθορίζονται συνήθως χαμηλότερα σε σχέση με τις εύλογες αξίες τους κατά τα εκλογικά έτη και ως εκ τούτου, το κόστος κεφαλαίου των επιχειρήσεων είναι υψηλότερο και επομένως ασύμφορο. Τα αποτελέσματά τους συνάδουν με εκείνα των Pastor και Veronesi (2012), (2013), τα οποία δηλώνουν ότι η πολιτική αβεβαιότητα μειώνει τις τιμές των περιουσιακών στοιχείων και επιβάλλει ένα ασφάλιστρο κινδύνου.

Κατά τους Pastor, L., & Veronesi, P. (2012) οι κυβερνήσεις διαμορφώνουν το περιβάλλον στο οποίο λειτουργεί ο ιδιωτικός τομέας. Επηρεάζουν τις επιχειρήσεις με πολλούς τρόπους όπως για παράδειγμα, με την επιβολή φόρων, την παροχή

επιδοτήσεων, την επιβολή νόμων, τη ρύθμιση του ανταγωνισμού και τον καθορισμό περιβαλλοντικών πολιτικών. Με άλλα λόγια, οι κυβερνήσεις θέτουν τους κανόνες του παιχνιδιού τους οποίους αλλάζουν από καιρό σε καιρό, προκαλώντας αντιδράσεις τιμών στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Αυτές οι αντιδράσεις είναι αδύναμες εάν η αλλαγή είναι ευρέως αναμενόμενη, αλλά μπορεί να είναι και ισχυρές εάν οι αγορές αιφνιδιαστούν. Για τους Pástor και Veronesi (2012), βασικό ρόλο στην ανάλυσή τους παίζει η αβεβαιότητα σχετικά με την κυβερνητική πολιτική, η οποία είναι αναπόφευκτο υποπροϊόν της χάραξης πολιτικής. Εξετάζουν δύο τύπους αβεβαιότητας. Ο πρώτος τύπος, που ονομάζουν πολιτική αβεβαιότητα, σχετίζεται με την αβεβαιότητα σχετικά με το αν θα αλλάξει η τρέχουσα κυβερνητική πολιτική και ο δεύτερος τύπος, που ονομάζουν αβεβαιότητα επιπτώσεων, αντιστοιχεί στην αβεβαιότητα σχετικά με το αντίκτυπο που θα έχει μια νέα κυβερνητική πολιτική στην κερδοφορία του ιδιωτικού τομέα. Με άλλα λόγια, υπάρχει αβεβαιότητα για το τι πρόκειται να κάνει η κυβέρνηση, καθώς και αβεβαιότητα για το ποιο θα είναι το αποτέλεσμα της δράσης της. Από τα αποτελέσματα διαπιστώνουν ότι και οι δύο τύποι αβεβαιότητας επηρεάζουν τις τιμές των μετοχών με σημαντικούς τρόπους. Κατά τους Pástor και Veronesi (2013), η πολιτική αβεβαιότητα επιβάλλει ένα ασφάλιστρο κινδύνου του οποίου το μέγεθος είναι μεγαλύτερο σε ασθενέστερες οικονομικές συνθήκες για το λόγο ότι η πολιτική αβεβαιότητα μειώνει την αξία της «σιωπηρής προστασίας» που παρέχει η κυβέρνηση στην αγορά. Κάνει επίσης τις μετοχές πιο ασταθείς και πιο συσχετισμένες, ειδικά όταν η οικονομία είναι αδύναμη.

Κατά τους Panousi, V., & Papanikolaou, D. (2012), τα ισχυρά κίνητρα που παρέχονται στους μάνατζερ, μπορεί να προκαλέσουν υψηλότερη διοικητική προσπάθεια, αλλά τους εκθέτουν επίσης σε ένα ιδιοσυγκρασιακό κίνδυνο. Εφόσον οι διευθυντές αποστρέφονται τον κίνδυνο, είναι πιθανό να υποεπενδύσουν όταν αυξάνεται η αβεβαιότητα για συγκεκριμένες επιχειρήσεις, οδηγώντας σε μη βέλτιστες επενδυτικές αποφάσεις από την οπτική γωνία των καλά διαφοροποιημένων μετόχων δηλαδή αυτών που έχουν κάνει διασπορά του κινδύνου. Οι Panousi, V., & Papanikolaou, D. (2012), τεκμηριώνουν ότι, όταν αυξάνεται ο ιδιοσυγκρασιακός κίνδυνος, οι επενδύσεις της επιχείρησης μειώνονται και αυτό συμβαίνει περισσότερο όταν οι διευθυντές κατέχουν μεγαλύτερο μέρος από την επιχείρηση. Αυτή η αρνητική επίδραση της αποστροφής

του διαχειριστικού κινδύνου στις επενδύσεις μετριάζεται εάν τα στελέχη αμείβονται με δικαιώματα προαίρεσης και όχι με μετοχές ή εάν οι θεσμικοί επενδυτές αποτελούν μεγάλο μέρος της βάσης των μετόχων. Σύμφωνα με τους Panousi, V., & Parapanikolaou, D. (2012), στις αγορές κεφαλαίου χωρίς τριβές, μόνο η συστημική συνιστώσα του κινδύνου είναι σημαντική για τις επενδυτικές αποφάσεις ενώ, ο ιδιοσυγκρασιακός κίνδυνος δεν θα πρέπει να επηρεάζει την αποτίμηση των επενδυτικών σχεδίων, εφόσον οι ιδιοκτήτες των επιχειρήσεων είναι διαφοροποιημένοι και οι διευθυντές μεγιστοποιούν την αξία των μετόχων. Από τα στοιχεία της έρευνας τους, προκύπτουν δύο παρατηρήσεις, 1) ότι υπάρχει σημαντική αρνητική σχέση μεταξύ του ιδιοσυγκρασιακού κινδύνου και των επενδύσεων για εισηγμένες εταιρείες στις Ηνωμένες Πολιτείες και 2) ότι τα στελέχη σε εταιρείες που είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο σε όλο τον κόσμο κατέχουν σημαντικό μερίδιο στις επιχειρήσεις. Το αποτέλεσμα του συνδυασμού αυτών των δύο παρατηρήσεων υποδηλώνει ότι, δεδομένου ότι οι επενδυτικές αποφάσεις αναλαμβάνονται από τους διευθυντές για λογαριασμό των μετόχων, οι ανεπαρκώς διαφοροποιημένοι διευθυντές μπορεί να περικόψουν τις επενδύσεις όταν αυξάνεται η αβεβαιότητα για τις μελλοντικές προοπτικές της επιχείρησης, ακόμη και αν αυτή η αβεβαιότητα είναι συγκεκριμένη για την επιχείρηση Panousi, V., & Parapanikolaou, D. (2012). Υποστηρίζουν δηλαδή οι συγγραφείς του άρθρου, ότι η αποστροφή του διαχειριστικού κινδύνου προκαλεί μια αρνητική σχέση μεταξύ της ιδιοσυγκρασιακής αστάθειας και της επένδυσης ενώ η αρνητική αυτή σχέση μεταξύ της επένδυσης και του ιδιοσυγκρασιακού κινδύνου είναι ισχυρότερη όταν οι μάνατζερ κατέχουν μεγαλύτερο τμήμα της εταιρείας. Αυτή η διαφορά στις ευαισθησίες επενδυτικού κινδύνου μεταξύ των επιχειρήσεων είναι οικονομικά μεγάλη. Για παράδειγμα, η ιδιοσυγκρασιακή αβεβαιότητα αυξήθηκε κατά τη διάρκεια της οικονομικής κρίσης 2008-2009. Παρατηρήθηκε μάλιστα σύμφωνα με τη μελέτη κατά τη διάρκεια αυτής της περιόδου, οι εταιρείες με υψηλότερα ποσοστά ιδιοκτησίας από ανθρώπους που κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες να έχουν μείωση στις επενδύσεις κατά 8% του υπάρχοντος κεφαλαίου τους, σε σύγκριση με 2% για εταιρείες με πιο διαφοροποιημένη βάση μετόχων. Αυτό δείχνει κατά τους ερευνητές, ότι ο εξαναγκασμός των διευθυντικών στελεχών να αναλαμβάνουν κινδύνους για την επιχείρηση μπορεί να οδηγήσει σε υποεπένδυση. Οι μέτοχοι

μπορούν να μετριάσουν αυτό το αποτέλεσμα μέσω αποτελεσματικής παρακολούθησης των μανάτζερ ή παρέχοντας τους μόνους δικαιωμάτων προαίρεσης αγοράς μετοχών. Η επίδραση της ιδιοκτησίας εσωτερικών πληροφοριών στη σχέση επένδυσης-αβεβαιότητας είναι ασθενέστερη για εταιρείες με υψηλότερα επίπεδα θεσμικής ιδιοκτησίας. Αυτό συνάδει με την αντίληψη ότι οι θεσμικοί επενδυτές είναι πιο αποτελεσματικοί στο να ελέγχουν τους μανάτζερ από ότι οι μεμονωμένοι μέτοχοι. Οι Liu, G., & Zhang, C. (2019) στη μελέτη τους σχετικά με την αβεβαιότητα της οικονομικής πολιτικής και τη σχέση της με τις επενδυτικές και χρηματοοικονομικές αποφάσεις των επιχειρήσεων στην Κίνα, εξετάζουν τις αιτιώδεις σχέσεις μεταξύ της αβεβαιότητας της οικονομικής πολιτικής και των αποφάσεων χρηματοδότησης επενδύσεων των επιχειρήσεων, χρησιμοποιώντας τη διαρθρωτική μεταρρύθμιση της Κίνας από την πλευρά της προσφοράς κατά το έτος 2015 (μείωση της παραγωγής-υπερπροσφοράς προκειμένου να μην συμπιέζονται οι τιμές σε συνδυασμό με δημοσιονομική επέκταση με αύξηση των κρατικών επενδύσεων). Τα αποτελέσματα της εμπειρικής τους έρευνας δείχνουν ότι η αβεβαιότητα της οικονομικής πολιτικής εμποδίζει σημαντικά τις πραγματικές επενδύσεις και μειώνει την καθαρή έκδοση χρέους για τις ιδιωτικές επιχειρήσεις, ενώ δεν υπάρχουν τέτοιες επιπτώσεις στις κρατικές επιχειρήσεις. Επιπλέον από τη μελέτη τους προέκυψε ότι η αβεβαιότητα της οικονομικής πολιτικής δεν έχει σημαντικό αντίκτυπο στις αποφάσεις των εταιρειών σχετικά με τη διατήρηση μετρητών.

Η μελέτη τους εστιάζει στην Κίνα, μια αναδυόμενη αντιπροσωπευτική χώρα με κυβερνητικό προσανατολισμό που αλλάζει συχνά τις οικονομικές πολιτικές της για να ρυθμίσει την οικονομία της σε αντίθεση με άλλες μελέτες που εστιάζουν στις αναπτυγμένες χώρες. Λαμβάνοντας υπόψη τις προηγούμενες μελέτες οι οποίες αναδεικνύουν παρόμοια θέματα, όπως για παράδειγμα των Bernanke, (1983), και Bloom, (2009) οι οποίοι υποστηρίζουν τη θεωρία των πραγματικών επιλογών σύμφωνα με την οποία, όταν τα επενδυτικά σχέδια είναι μη αναστρέψιμα, τότε η αβεβαιότητα της οικονομικής πολιτικής αυξάνει την αξία της επιλογής για αναμονή, που σημαίνει ότι οι επιχειρήσεις αναβάλουν την επένδυση μέχρι να έχουν περισσότερες πληροφορίες, των Christiano, Motto, & Rostagno, (2013) και Gilchrist, Sim, & Zakrajsek, (2014) οι οποίοι υποστηρίζουν ότι η αβεβαιότητα της οικονομικής

πολιτικής αυξάνει τις τριβές στις χρηματοπιστωτικές αγορές και το κόστος της εξωτερικής χρηματοδότησης, συμπεριλαμβανομένου του κινδύνου για χρεοκοπία, των Bradley, Pantzalis, & Yuan, (2016), για τους οποίους το κόστος της έκδοσης χρέους μεγαλώνει όταν μεγαλώνει η αβεβαιότητα της οικονομικής πολιτικής των Pastor & Veronesi, (2013), οι οποίοι απέδειξαν ότι το ασφάλιστρο κινδύνου του μετοχικού κεφαλαίου αυξάνει εξαιτίας της αύξησης της οικονομικής πολιτικής αβεβαιότητας, καθώς και των Demir & Ersan, (2017) και Han & Qiu, (2007) οι οποίοι με βάση τη θεωρία της προληπτικής αποταμίευσης, υποστηρίζουν ότι η αύξηση της αβεβαιότητας της οικονομικής πολιτικής ενθαρρύνει τις εταιρείες να διατηρούν περισσότερα μετρητά, οι Liu, G., & Zhang, C. (2019) χρησιμοποιούν τη διαρθρωτική μεταρρύθμιση από την πλευρά της προσφοράς για την Κίνα στα τέλη του 2015 ως εξωτερικό σοκ, η οποία οδήγησε σε μεγαλύτερη αβεβαιότητα πολιτικής από ό,τι προηγούμενα γεγονότα, συμβάλλοντας στην εμπειρική βιβλιογραφία σχετικά με τις επιρροές σημαντικών γεγονότων που συνέβησαν στην Κίνα και καταλήγουν στο να διαπιστώσουν ότι η αβεβαιότητα της οικονομικής πολιτικής εμποδίζει τις εταιρικές επενδύσεις και μειώνει την καθαρή έκδοση χρέους για ιδιωτικές επιχειρήσεις, αλλά διαδραματίζει ασήμαντο ρόλο στις κρατικές επιχειρήσεις. Επίσης διαπιστώνουν ότι για την περίπτωση της Κίνας, δεν υπάρχουν σημαντικές σχέσεις μεταξύ των μετρητών των επιχειρήσεων και της αβεβαιότητας της οικονομικής πολιτικής. Συγκεκριμένα, σύμφωνα με τους Liu, G., & Zhang, C. (2019) η αρνητική επίδραση της αβεβαιότητας της οικονομικής πολιτικής στην καθαρή έκδοση χρέους των επιχειρήσεων ενσωματώνεται στο βραχυπρόθεσμο χρέος παρά στο μακροπρόθεσμο χρέος. Με την εργασία τους προσπάθησαν να διαπιστώσουν το πώς η αβεβαιότητα επηρεάζει τις αποφάσεις χρηματοδότησης επενδύσεων των επιχειρήσεων λαμβάνοντας υπόψη τους χρηματοοικονομικούς περιορισμούς των επιχειρήσεων χρησιμοποιώντας την ιδιοκτησία τους και κατέδειξαν ότι η αβεβαιότητα της οικονομικής πολιτικής έχει ισχυρότερο αντίκτυπο στις αποφάσεις χρηματοδότησης επενδύσεων σε επιχειρήσεις με ισχυρότερους χρηματοοικονομικούς περιορισμούς, υποδεικνύοντας μια ασύμμετρη επίδραση. Λαμβάνουν ως σημαντικό παράγοντα τη σημασία της αντιστρεψιμότητας των περιουσιακών στοιχείων και τις αποφάσεις χρηματοδότησης των εταιρειών δηλαδή, την καθαρή έκδοση χρέους και τη διακράτηση μετρητών.

Κατά αυτό το τρόπο αποδεικνύουν στο σύνολό τους, τις θεωρίες της πραγματικής επιλογής και της τριβής της χρηματοπιστωτικής αγοράς σχετικά με τις επενδύσεις και τη μόχλευση των επιχειρήσεων, καθώς και τη θεωρία των αναγκών αντιστάθμισης ενώ δεν αποδεικνύεται η θεωρία της προληπτικής αποταμίευσης στα μετρητά των επιχειρήσεων. Συμπεραίνουν ότι η διαρθρωτική μεταρρύθμιση από την πλευρά της προσφοράς επιφέρει σημαντικά αυξανόμενη αβεβαιότητα πολιτικής βραχυπρόθεσμα η οποία εμποδίζει τις εταιρικές επενδύσεις και την καθαρή έκδοση χρέους για τις ιδιωτικές επιχειρήσεις οι οποίες σε αντίθεση με τις κρατικές υποφέρουν σοβαρά από τους κραδασμούς που προκαλεί η αβεβαιότητα. Αποδεικνύεται δηλαδή από τη μελέτη τους η άποψη των Han & Qiu, (2007) για τους οικονομικούς περιορισμούς και τις οικονομικές τριβές, οι οποίοι υποστηρίζουν ότι οι ευαίσθησιες των επενδυτικών-χρηματοδοτικών αποφάσεων των επιχειρήσεων στην αβεβαιότητα της οικονομικής πολιτικής είναι πιθανό να είναι ετερογενείς. Ειδικότερα, οι επιπτώσεις της αβεβαιότητας της οικονομικής πολιτικής φαίνεται να είναι ισχυρότερες σε οικονομικά περιορισμένες επιχειρήσεις, με υψηλότερο κόστος εξωτερικής χρηματοδότησης, από ότι σε εκείνες με χαμηλούς χρηματοοικονομικούς περιορισμούς. Για το λόγο αυτό οι Liu, G., & Zhang, C. (2019) συμπεραίνουν ότι, αν και η μεταρρύθμιση μπορεί να συμβάλει στη βελτίωση της ποιότητας της ανάπτυξης και στη βελτιστοποίηση της βιομηχανικής δομής μακροπρόθεσμα, οι υπεύθυνοι χάραξης πολιτικής πρέπει να είναι προσεκτικοί όσον αφορά τις βραχυπρόθεσμες αρνητικές επιπτώσεις της αβεβαιότητας στην οικονομία.

Μια παλαιότερη μελέτη των Wang, Y., Chen, C. R., & Huang, Y. S. (2014), μελετά πώς η αβεβαιότητα της οικονομικής πολιτικής επηρεάζει τις εταιρικές επενδύσεις στις κινεζικές εισηγμένες στο χρηματιστήριο εταιρείες και αποδεικνύει ότι, όταν ο βαθμός αβεβαιότητας της οικονομικής πολιτικής αυξάνει, οι επιχειρήσεις μειώνουν τις επενδύσεις τους και το αντίστροφο. Ωστόσο, για τις εταιρείες που έχουν υψηλότερη απόδοση επενδυμένου κεφαλαίου, που χρησιμοποιούν περισσότερη εσωτερική χρηματοδότηση και δεν είναι κρατικές, μετριάζεται αυτή η αρνητική επίδραση της αβεβαιότητας πολιτικής στις εταιρικές επενδύσεις. Επίσης παρατηρείται ότι, οι επιχειρήσεις σε περιοχές με υψηλότερο βαθμό εμπορευματοποίησης είναι πιο ευαίσθητες στην αβεβαιότητα της οικονομικής πολιτικής από εκείνες σε περιοχές με

χαμηλότερο βαθμό εμπορευματοποίησης. Τα στοιχεία της έρευνας τους καταδεικνύουν ότι η διατήρηση της διαφάνειας και της σταθερότητας της εφαρμογής των οικονομικών πολιτικών μπορεί να βελτιώσει την αποτελεσματικότητα των εταιρικών επενδύσεων. Με τη μελέτη τους αυτή οι Wang, Y., Chen, C. R., & Huang, Y. S. (2014), εξετάζουν τη σχέση μεταξύ της αβεβαιότητας της οικονομικής πολιτικής και των εταιρικών επενδύσεων σε επίπεδο επιχείρησης επειδή οι οικονομικοί ή πολιτικοί κραδασμοί είναι μια σημαντική πηγή αβεβαιότητας για τις επιχειρήσεις καθώς το κόστος, οι πωλήσεις και τα κέρδη τους θα επηρεαστούν σε μεγάλο βαθμό. Όπως έχει διαπιστωθεί, οι εταιρικές επενδύσεις είναι συνήθως δαπανηρές και μη αναστρέψιμες και οι αλλαγές πολιτικής επηρεάζουν το περιβάλλον στο οποίο δραστηριοποιούνται οι επιχειρήσεις και ως εκ τούτου και τις επενδυτικές τους συμπεριφορές και για το λόγο αυτό η μελέτη τους βασίζεται κυρίως στη σημασία του αντίκτυπου της αβεβαιότητας της εσωτερικής πολιτικής στις οικονομικές δραστηριότητες. Συνήθως η αβεβαιότητα των πολιτικών συνδέεται στενά με απροσδόκητες αλλαγές που ενδέχεται να αλλάξουν το οικονομικό περιβάλλον, το οποίο με τη σειρά του θα αλλάξει την απαιτούμενη απόδοση που χρησιμοποιούσαν οι επιχειρήσεις για να προεξοφλούν τις περαιτέρω ταμειακές ροές τους. Κατά τους Wang, Y., Chen, C. R., & Huang, Y. S. (2014), πρέπει να εξεταστεί ο αντίκτυπος της αβεβαιότητας της πολιτικής στις εταιρικές επενδυτικές αποφάσεις. Για να το κάνουν αυτό χρησιμοποίησαν δεδομένα της Κίνας επειδή η χώρα αυτή την περίοδο που εξετάζουν, εξακολουθεί να θεωρείται ως μια μεταβατική ανερχόμενη οικονομία και επειδή παρουσιάζει ενδιαφέρον να εξεταστεί εάν ο αντίκτυπος της αβεβαιότητας της οικονομικής πολιτικής έχει παρόμοια ή διαφορετική επίδραση στις εταιρικές επενδύσεις από εκείνη μιας ανεπτυγμένης οικονομίας που βασίζεται στην αγορά.

Η υπάρχουσα βιβλιογραφία τεκμηριώνει ότι η αβεβαιότητα που σχετίζεται με την πολιτική μπορεί να καταστείλει την οικονομική ανάπτυξη μέσω της μείωσης των εταιρικών επενδύσεων. Διάφορες μελέτες διαπιστώνουν ότι η πτώση στις εταιρικές επενδυτικές δαπάνες κατά τη διάρκεια της πρόσφατης παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης αποδίδεται στην αυξανόμενη αβεβαιότητα στις πολιτικές Baker et al., (2013). Οι Wang, Y., Chen, C. R., & Huang, Y. S. (2014), για να μετρήσουν την αβεβαιότητα της οικονομικής πολιτικής, χρησιμοποίησαν το δείκτη

αβεβαιότητας οικονομικής πολιτικής (EPU) Κίνας των Baker et al. (2013). Χρησιμοποιώντας μια ομάδα κινεζικών εταιρειών εισηγμένων στο χρηματιστήριο από το 2003 έως το 2012, εξέτασαν τις επιπτώσεις της αβεβαιότητας της οικονομικής πολιτικής στις εταιρικές επενδύσεις και κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι αυτή η αβεβαιότητα επηρεάζει πράγματι τις εταιρικές επενδύσεις στην Κίνα σημαντικά. Εκτός του ότι βρήκαν πως ως βασικός παράγοντας, η οικονομική αβεβαιότητα που σχετίζεται με την πολιτική περιορίζει τις εταιρικές επενδύσεις γενικά, κάτι που συνάδει με προηγούμενα στοιχεία για τις ανεπτυγμένες οικονομίες, βρήκαν επίσης ότι οι εταιρείες με ετερογενή χαρακτηριστικά ανταποκρίνονται διαφορετικά στην αβεβαιότητα των πολιτικών. Συγκεκριμένα διαπίστωσαν ότι οι επιχειρήσεις που απολαμβάνουν υψηλότερη απόδοση επενδυμένου κεφαλαίου, βασίζονται περισσότερο στην εσωτερική χρηματοδότηση και είναι ιδιωτικές επιχειρήσεις, βρίσκονται σε καλύτερη θέση για να μετριάσουν τον αρνητικό αντίκτυπο της αβεβαιότητας στις εταιρικές επενδύσεις. Αυτές οι διαπιστώσεις των Wang, Y., Chen, C. R., & Huang, Y. S. (2014) προκύπτουν από τη μελέτη τους η οποία ξεκινά από τη διατύπωση υποθέσεων που βασίζονται στη θεωρία και προσπαθούν να εξετάσουν αν ισχύουν στην περίπτωση της Κίνας. Η πρώτη τους υπόθεση διατυπώνεται ως εξής: Οι εταιρείες μειώνουν τις επενδύσεις όταν αυξάνεται η αβεβαιότητα της οικονομικής πολιτικής και αντίστροφα. Στη δεύτερη υπόθεση οι μελετητές υποθέτουν ότι οι επενδύσεις από εταιρείες που έχουν υψηλότερες αποδόσεις στο επενδυμένο κεφάλαιο επηρεάζονται λιγότερο από την αβεβαιότητα της οικονομικής πολιτικής. Στη τρίτη υπόθεση υποθέτουν ότι οι επενδύσεις από εταιρείες που χρησιμοποιούν περισσότερη εσωτερική χρηματοδότηση επηρεάζονται λιγότερο από την αβεβαιότητα της οικονομικής πολιτικής. Στη τέταρτη υποθέτουν ότι οι επενδύσεις από μη κρατικές εταιρείες επηρεάζονται λιγότερο από την αβεβαιότητα της οικονομικής πολιτικής και στη πέμπτη υπόθεση ότι οι επενδύσεις από επιχειρήσεις σε επαρχίες ή περιοχές με μεγαλύτερη εμπορευματοποίηση επηρεάζονται λιγότερο από την αβεβαιότητα της οικονομικής πολιτικής. Όλες αυτές οι υποθέσεις εξετάζονται στη βάση των ιδιαιτεροτήτων της Κινεζικής οικονομίας στην οποία κατά τους Guariglia et al. (2011) το χρηματοπιστωτικό σύστημα δεν είναι τέλειο διότι στο περιβάλλον χρηματοδότησης κυριαρχεί η κρατική τράπεζα με αποτέλεσμα η αύξηση του

ενεργητικού των επιχειρήσεων να οφείλεται κυρίως στην εσωτερική χρηματοδότηση. Οι κρατικές παρεμβάσεις είναι συχνές και υπάρχει στενή σχέση μεταξύ της προαγωγής των διευθυντών που είναι πιστοί στη κυβέρνηση και της εταιρικής απόδοσης. Όταν αλλάζουν οι πολιτικές, οι κρατικές επιχειρήσεις συμμορφώνονται με τις κρατικές επιταγές και ανάλογα αυξάνουν ή περιορίζουν τις επενδύσεις τους. Επιπλέον, δεδομένου ότι το κόστος αντιπροσωπείας των κρατικών επιχειρήσεων είναι υψηλότερο από αυτό των μη κρατικών επιχειρήσεων Huang et al., (2011), οι κρατικές εταιρείες είναι πιο πρόθυμες να επενδύσουν σύμφωνα με τις πολιτικές της κυβέρνησης. Από τους Morck et al. (2013) διαπιστώνεται ότι η νομισματική πολιτική επιβάλλεται πιο αξιόπιστα από τις κρατικές τράπεζες και ότι ο δανεισμός των κρατικών τραπεζών ανταποκρίνεται πιο πολύ στη νομισματική πολιτική. Για το λόγο αυτό κατά τους Wang, Y., Chen, C. R., & Huang, Y. S. (2014), στην Κίνα οι κρατικές επιχειρήσεις, οι οποίες βασίζονται κυρίως στον τραπεζικό δανεισμό, επηρεάζονται περισσότερο από την αβεβαιότητα της οικονομικής πολιτικής, ενώ η επενδυτική συμπεριφορά των μη κρατικών επιχειρήσεων μπορεί να ανταποκρίνεται λιγότερο στις αλλαγές στην οικονομική πολιτική. Στην Κίνα παρατηρείται επίσης έντονα το φαινόμενο της ανισότητας στην οικονομική ανάπτυξη και στο βαθμό εμπορευματοποίησης μεταξύ των διάφορων περιφερειών της, με αποτέλεσμα η αβεβαιότητα της οικονομικής πολιτικής να επηρεάζει διαφορετικά τις επιχειρήσεις των διαφόρων περιφερειών. Σύμφωνα με τους Pástor, E., & Veronesi, P. (2013) η αβεβαιότητα πολιτικής μειώνει την αξία της προστασίας που παρέχει η κυβέρνηση για τις αγορές, οδηγώντας τις τιμές των μετοχών σε περισσότερες διακυμάνσεις. Αυτό το επιχείρημα υποδηλώνει σύμφωνα με τους Wang, Y., Chen, C. R., & Huang, Y. S. (2014), ότι η οικονομία των επαρχιών που είναι λιγότερο εμπορευματοποιημένες επηρεάζεται περισσότερο αρνητικά από την αβεβαιότητα, διότι η αβεβαιότητα μειώνει περισσότερο την αξία της προστασίας που προσφέρει η κυβέρνηση. Από την άλλη πλευρά, πιθανώς οι επιχειρήσεις σε επαρχίες ή περιοχές υψηλότερης εμπορευματοποίησης οι οποίες συνδέονται οικονομικά με το παγκόσμιο εμπόριο, την προσφορά πιστώσεων και τις αγορές μετοχών, ανταποκρίνονται περισσότερο στους οικονομικούς κραδασμούς και τις αλλαγές στην αβεβαιότητα που προκύπτουν από τις οικονομικές και νομισματικές πολιτικές. Οι Wang, Y., Chen, C. R., & Huang, Y. S.

(2014), προτείνουν τη διαφάνεια, τη συνέχεια και τη σταθερότητα των μακροοικονομικών πολιτικών, τη μείωση της αβεβαιότητας των πολιτικών για την δημιουργία ενός ευνοϊκού εταιρικού επενδυτικού περιβάλλοντος.

Οι Kang, W., Lee, K., & Ratti, R. A. (2014), εξέτασαν την επίδραση της αβεβαιότητας της οικονομικής πολιτικής και των συνιστωσών της στις επενδύσεις σε επίπεδο επιχείρησης μέσω του καναλιού αλληλεπίδρασης αστάθειας των τιμών των μετοχών και του σοκ οικονομικής πολιτικής εκτιμώντας ένα μοντέλο διόρθωσης σφάλματος προσαρμογής του αποθέματος κεφαλαίου χρησιμοποιώντας δεδομένα σε επίπεδο εταιρείας περισσότερων από 2.700 κατασκευαστικών εταιρειών των ΗΠΑ για την περίοδο 1985–2010 και διαπίστωσαν ότι η αβεβαιότητα της οικονομικής πολιτικής (μακροαβεβαιότητα) σε αλληλεπίδραση με την αβεβαιότητα σε επίπεδο επιχείρησης (μικροαβεβαιότητα) μειώνει τις επενδυτικές αποφάσεις των επιχειρήσεων. Κατά τους Kang, W., Lee, K., & Ratti, R. A. (2014), όταν οι εταιρείες έχουν αμφιβολίες σχετικά με το κόστος της επιχειρηματικής δραστηριότητας λόγω πιθανών αλλαγών στους κανονισμούς, στο κόστος της υγειονομικής περίθαλψης και στους φόρους, γίνονται πιο επιφυλακτικοί με τα επενδυτικά τους σχέδια. Επίσης από τα αποτελέσματα της έρευνας τους προέκυψε ότι η επίδραση της αβεβαιότητας της οικονομικής πολιτικής στις επενδύσεις σε επίπεδο επιχείρησης είναι μεγαλύτερη για επιχειρήσεις με υψηλότερη αβεβαιότητα σε επίπεδο επιχείρησης και σε περίοδο ύφεσης. Ενώ το σοκ πολιτικής αβεβαιότητας που βασίζεται στις ειδήσεις έχει σημαντικά αρνητική μακροπρόθεσμη επίδραση στις επενδύσεις των επιχειρήσεων, η αβεβαιότητα πολιτικής δεν φαίνεται να επηρεάζει τις επενδυτικές αποφάσεις των πολύ μεγαλύτερων εταιρειών (περίπου 20% των εισηγμένων εταιρειών).

Λαμβάνουν υπόψη τέσσερα διαφορετικά σοκ αβεβαιότητας της οικονομικής πολιτικής και παρατηρούν ότι επηρεάζουν διαφορετικά την επένδυση σε επίπεδο επιχείρησης. Το σοκ πολιτικής που βασίζεται στις ειδήσεις έχει σημαντική αρνητική επίδραση στις επενδύσεις σε αλληλεπίδραση με την αστάθεια των τιμών των μετοχών της εταιρείας μακροπρόθεσμα, και το σοκ της ομοσπονδιακής πολιτικής δαπανών έχει σημαντικές και αρνητικές επιπτώσεις τόσο βραχυπρόθεσμα όσο και μακροπρόθεσμα. Οι επιπτώσεις της φορολογικής πολιτικής και οι κλυδωνισμοί του πληθωρισμού στη μελέτη τους είναι στατιστικά ασήμαντες. Διαπιστώνουν επίσης ότι η στατιστική

σημασία της επίδρασης, της μεταβλητής αλληλεπίδρασης, της μεταβλητότητας της τιμής της μετοχής και του σοκ οικονομικής πολιτικής στην επένδυση σε επίπεδο επιχείρησης εξαρτάται από τη φάση του επιχειρηματικού κύκλου ενώ για τη σημασία του σοκ της ομοσπονδιακής πολιτικής για τις δαπάνες, επισημαίνουν ότι το συγκεκριμένο μέγεθος της οικονομικής συρρίκνωσης μπορεί να μην είναι τόσο σημαντικό, όσο το γεγονός ότι υπάρχει οικονομική συρρίκνωση. Για τους Kang, W., Lee, K., & Ratti, R. A. (2014), η αβεβαιότητα της οικονομικής πολιτικής την οποία ονομάζουν εξωτερική αβεβαιότητα, σε αλληλεπίδραση με την αβεβαιότητα σε επίπεδο επιχείρησης την οποία ονομάζουν εσωτερική αβεβαιότητα, λειτουργεί μέσω των καναλιών της πολιτικής που βασίζεται σε ειδήσεις και των σοκ της ομοσπονδιακής πολιτικής δαπανών.

Οι Bianco, M., Bontempi, M. E., Golinelli, R., & Parigi, G. (2012), στο άρθρο τους με τίτλο «Family firms' investments, uncertainty and opacity» επικεντρώνουν στις οικογενειακές επιχειρήσεις της Ιταλίας σε αντίθεση με τη βιβλιογραφία, η οποία συνήθως επικεντρώνεται στις εισηγμένες εταιρείες, δεδομένου ότι οι περισσότερες οικογενειακές εταιρείες είναι ιδιωτικές και γι' αυτό υπάρχουν σχετικά λίγες διαθέσιμες πληροφορίες για τη συμπεριφορά τους. Τα αποτελέσματά της έρευνα τους κατέδειξαν ότι οι επενδύσεις των οικογενειακών επιχειρήσεων είναι σημαντικά πιο ευαίσθητες στην αβεβαιότητα από τις μη οικογενειακές επιχειρήσεις. Τα στοιχεία δείχνουν ότι η μεγαλύτερη ευαισθησία στην αβεβαιότητα οφείλεται βασικά στη μεγαλύτερη αδιαφάνεια των οικογενειακών εταιρειών και στην υψηλότερη αποστροφή τους στο κίνδυνο, παρά στον βαθμό απορρόφησης παγίου κεφαλαίου, όπως χαρακτηριστικά αναφέρεται στη βιβλιογραφία για τις επενδυτικές αποφάσεις.

Για τους Gulen, H., & Ion, M. (2015), η σχέση μεταξύ αβεβαιότητας πολιτικής και επενδύσεων κεφαλαίου δεν είναι όμοια για όλες τις επιχειρήσεις, καθώς είναι σημαντικά ισχυρότερη για εταιρείες με υψηλότερο βαθμό μη αναστρέψιμης επένδυσης και για εταιρείες που εξαρτώνται περισσότερο από τις κρατικές δαπάνες. Χρησιμοποιώντας έναν δείκτη αβεβαιότητας πολιτικής που βασίζεται σε ειδήσεις όπως αναπτύχθηκε από τους Baker, Bloom και Davis (2013), τεκμηρίωσαν μια ισχυρή αρνητική σχέση μεταξύ των επενδύσεων κεφαλαίου σε επίπεδο επιχείρησης και του συνολικού επιπέδου αβεβαιότητας που σχετίζεται με μελλοντικά αποτελέσματα

πολιτικής και ρυθμιστικών αρχών. Ασχολούνται με την ανάλυση της επίδρασης της αβεβαιότητας που σχετίζεται με την πολιτική στις επενδύσεις κεφαλαίων των δημοσίων εταιρειών των ΗΠΑ, δίνοντας ιδιαίτερη προσοχή στον τρόπο με τον οποίο αυτό το αποτέλεσμα εκδηλώνεται διαφορετικά μεταξύ των επιχειρήσεων. Μια άλλη διάσταση την οποία διερεύνησαν είναι η ευαισθησία των επιχειρήσεων στις κυβερνητικές δαπάνες και διαπίστωσαν ότι οι εταιρείες που εξαρτώνται περισσότερο από τις κρατικές δαπάνες επηρεάζονται σημαντικά πιο αρνητικά από την αβεβαιότητα πολιτικής. Επίσης κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι η αβεβαιότητα των πολιτικών επηρεάζει τις επενδύσεις σε μεγαλύτερους ορίζοντες. Αυτή η επίδραση γίνεται προοδευτικά πιο αρνητική έως και για τέσσερα έως πέντε τρίμηνα στο μέλλον, ενώ στη συνέχεια εξασθενεί και τελικά γίνεται θετική. Αν και αυτή η ανάκαμψη είναι συνεπής με τις εταιρείες που αυξάνουν τις επενδύσεις για να ικανοποιήσουν τη δεσμευμένη ζήτηση, οι Gulen, H., & Ion, M. (2015), μας λένε ότι χρειάζονται δύο έως και τρία χρόνια για να ανακάμψουν οι επενδύσεις από τις αρχικές επιπτώσεις της αβεβαιότητας πολιτικής. Η σχέση αβεβαιότητας – επένδυσης κατά τους Gulen, H., & Ion, M. (2015), εξασθενεί μετά από παρατεταμένες περιόδους συνεχούς υψηλής αβεβαιότητας πολιτικής. Αυτό συνάδει με την ιδέα ότι πολλά επενδυτικά έργα δεν μπορούν να καθυστερήσουν επ' αόριστόν, καθώς και με το γεγονός ότι όσο περνά ο καιρός, οι ταμειακές ροές που χάνονται από την καθυστέρηση των επενδύσεων μπορεί να ξεπεράσουν τα οφέλη της αναμονής για υποχώρηση της αβεβαιότητας. Οι μελετητές, προτείνουν ότι κατά τη λήψη αποφάσεων οικονομικής πολιτικής, οι ρυθμιστικές αρχές πρέπει να έχουν υπόψη το γεγονός ότι η αβεβαιότητα που περιβάλλει αυτές τις αποφάσεις μπορεί να είναι εξίσου επίσημα με τη λήψη μιας λάθος απόφασης, επίσης θα πρέπει να λαμβάνουν υπόψη τους ότι οι επιχειρήσεις θα επηρεαστούν σε διαφορετικό βαθμό, από τη λήψη αποφάσεων οικονομικής πολιτικής ανάλογα με χαρακτηριστικά, όπως η μη αναστρέψιμη επένδυση και η εξάρτηση από τις κυβερνητικές δαπάνες καθώς και ότι η αβεβαιότητα πολιτικής μπορεί να έχει μακροχρόνιες επιπτώσεις, επηρεάζοντας τα επίπεδα επενδύσεων έως και οκτώ τρίμηνα στο μέλλον.

Κατά τους Bonaime, A., Gulen, H., & Ion, M. (2018), η πολιτική και ρυθμιστική αβεβαιότητα συνδέεται έντονα αρνητικά με τη δραστηριότητα των συγχωνεύσεων και

εξαγορών σε μακροοικονομικό και μικροοικονομικό επίπεδο. Παρατηρούνται ισχυρά αποτελέσματα στη μελέτη τους, που αφορούν κυρίως την αβεβαιότητα σχετικά με τους φόρους, τις κρατικές δαπάνες, τις νομισματικές και δημοσιονομικές πολιτικές και τη ρύθμιση (ειδικά τη χρηματοοικονομική ρύθμιση). Μελετώντας τον αντίκτυπο της αβεβαιότητας στις εξαγορές και συγχωνεύσεις διαπιστώνουν ότι το αποτέλεσμα επιδεινώνεται για λιγότερο αναστρέψιμες συμφωνίες και για εταιρείες των οποίων η ζήτηση των προϊόντων τους ή οι αποδόσεις των μετοχών τους παρουσιάζουν μεγαλύτερη ευαισθησία στην αβεβαιότητα πολιτικής, αλλά μετριάζεται για συμφωνίες που δεν μπορούν να καθυστερήσουν λόγω του ανταγωνισμού και για συμφωνίες που αντισταθμίζουν το επίπεδο κινδύνου της εταιρείας. Οι Bonaime, A., Gulen, H., & Ion, M. (2018), τονίζουν ότι οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές διαδραματίζουν αναπόσπαστο ρόλο στην κατανομή του κεφαλαίου. Ωστόσο, προστριβές όπως το κόστος συναλλαγής, η ασυμμετρία των πληροφοριών και οι προκαταλήψεις συμπεριφοράς της διοίκησης μπορούν να συμβάλουν σε αναποτελεσματικότητα και να οδηγήσουν σε μη βέλτιστη κατανομή των κεφαλαίων. Επίσης, μια άλλη πιθανή τριβή, η αβεβαιότητα γύρω από τις κυβερνητικές πολιτικές, επηρεάζει τη δραστηριότητα των συγχωνεύσεων και εξαγορών. Η αβεβαιότητα των πολιτικών επηρεάζει σημαντικά το περιβάλλον στο οποίο οι επιχειρήσεις ασκούν τις δραστηριότητές τους και τα σοκ στην αβεβαιότητα πολιτικής θα μπορούσαν να παρακινήσουν τους διευθυντές να αλλάξουν την πορεία δράσης της εταιρείας τους. Οι μελετητές βασιζόμενοι στη μέτρηση που αναπτύχθηκε από τους Baker, Bloom και Davis (2016), εξετάζουν την επίδραση της αβεβαιότητας πολιτικής στη δραστηριότητα συγχωνεύσεων και εξαγορών και καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι το οικονομικό μέγεθος της επίδρασης είναι σημαντικό. Ενδεικτικά στη μελέτη τους αναφέρουν ότι, μια αύξηση κατά μία τυπική απόκλιση στην αβεβαιότητα πολιτικής σχετίζεται με μείωση 6,6% στη συνολική αξία συναλλαγών συγχωνεύσεων και εξαγορών, μείωση 3,9% στον αριθμό των συμφωνιών και μείωση 4,17% στην πιθανότητα έναρξης ενός νέου κύματος συγχωνεύσεων και εξαγορών το επόμενο έτος. Σε επίπεδο επιχείρησης, αναφέρουν ότι μια τυπική αύξηση κατά μία τυπική απόκλιση στο συνολικό δείκτη (από τον μέσο όρο του) σχετίζεται με μείωση της πιθανότητας συγχώνευσης κατά 1,1 ποσοστιαίες μονάδες ή 8,9% της άνευ όρων πιθανότητας

αναγγελίας συγχώνευσης. Επιπλέον, δεν παρατηρούν την αναστροφή του μέσου όρου, υποδηλώνοντας ότι αυτές οι εξαγορές τείνουν να χάνονται και όχι απλώς να καθυστερούν. Η επίδραση της αβεβαιότητας πολιτικής στις συγχωνεύσεις και εξαγορές είναι ισχυρότερη για συμφωνίες που περιλαμβάνουν περισσότερες μη αναστρέψιμες επενδύσεις και για συμφωνίες όπου ο αγοραστής είναι πιο ευαίσθητος στην αβεβαιότητα πολιτικής, αλλά πιο αδύναμος για συμφωνίες που δεν μπορούν εύκολα να αναβληθούν. Αυτό σημαίνει ότι οι εταιρείες που πραγματοποιούν εξαγορές όταν η αβεβαιότητα πολιτικής είναι υψηλή, είναι εκείνες για τις οποίες η καθυστέρηση είναι απαγορευτικά δαπανηρή. Και γι' αυτό διαπιστώνεται ότι οι εταιρείες-στόχοι εκμεταλλεύονται αυτό το γεγονός και διαπραγματεύονται καλύτερους όρους συμφωνίας όταν η αβεβαιότητα πολιτικής είναι υψηλή. Βρίσκουν επίσης ορισμένα στοιχεία που συνάδουν με τη διαχείριση του κινδύνου και παρατηρούν ότι όταν η αβεβαιότητα πολιτικής είναι υψηλή, οι εταιρείες είναι πιο πιθανό να συμμετάσχουν σε διασυννοριακές ή κάθετες συγχωνεύσεις, οι οποίες θα μπορούσαν να διαφοροποιήσουν τον κίνδυνο πολιτικής ή τιμής. Επειδή από αυτή τη μελέτη προκύπτει ότι η αβεβαιότητα που σχετίζεται με τη νομισματική πολιτική, τη δημοσιονομική πολιτική (φόροι και κρατικές δαπάνες) και τη ρύθμιση (ειδικά τη χρηματοοικονομική ρύθμιση) έχουν την ισχυρότερη αρνητική επίδραση στην πιθανότητα εξαγοράς ή συγχώνευσης, ενώ η αβεβαιότητα που σχετίζεται με την υγειονομική περίθαλψη, τα προγράμματα δικαιωμάτων, την εθνική ασφάλεια, την εμπορική πολιτική, την κυριαρχία και το χρέος, δεν επηρεάζει ουσιαστικά τη δραστηριότητα των συγχωνεύσεων και εξαγορών, η χάραξη πολιτικής, θα πρέπει σύμφωνα με τους Bonaiame, A., Gulen, H., & Ion, M. (2018), να λαμβάνει υπόψη της αυτό το εύρημα, γιατί δείχνει ότι ορισμένες πηγές αβεβαιότητας πολιτικής είναι πιο επιζήμιες από άλλες.

Οι Farooq, O., & Ahmed, N. (2019), εξετάζουν τον αντίκτυπο της αβεβαιότητας πολιτικής στην κατανομή μερισμάτων από τις επιχειρήσεις. Διαπιστώνουν ότι οι πολιτικές μερισμάτων που υιοθετούν οι αμερικανικές εταιρείες είναι ευαίσθητες στις προεδρικές εκλογές. Αυτό προκύπτει από ένα μεγάλο σύνολο δεδομένων που καλύπτει έξι προεδρικές εκλογές (1996–2016) των ΗΠΑ. Κατά την περίοδο των προεδρικών εκλογών παρατηρείται ότι οι εταιρείες πληρώνουν υψηλότερο ποσοστό

των κερδών τους ως μερίσματα, ενώ οι περιφερειακές εκλογές δεν έχουν καμία επίδραση στις μερισματικές πολιτικές που υιοθετούν οι εταιρείες. Επιπλέον, τα αποτελέσματά τους υποδηλώνουν ότι όσο υψηλότερες είναι οι οικονομικές αβεβαιότητες (αβεβαιότητες που σχετίζονται με νομισματικές πολιτικές, δημοσιονομικές πολιτικές) και πολιτικές εθνικής ασφάλειας κατά τα έτη των εκλογών, τόσο υψηλότεροι είναι οι δείκτες πληρωμής μερισμάτων και επιπλέον ότι οι εταιρείες που πληρώνουν υψηλά μερίσματα κατά τα χρόνια των προεδρικών εκλογών έχουν υψηλότερη αξία από άλλες παρόμοιες εταιρείες που πληρώνουν χαμηλά μερίσματα.

Οι Handley, K., & Limão, N. (2015), διερεύνησαν τον αντίκτυπο της αβεβαιότητας πολιτικής στις εξαγωγικές επενδύσεις της Πορτογαλίας κατά την περίοδο της ένταξης της στην Ευρωπαϊκή Κοινότητα και διαπίστωσαν ότι η εμπορική μεταρρύθμιση αντιπροσώπευε μεγάλο μέρος της εισόδου και των πωλήσεων των πορτογαλικών εξαγωγικών επιχειρήσεων. Η προσχώρηση της χώρας εξάλειψε την αβεβαιότητα σχετικά με τις μελλοντικές εμπορικές πολιτικές της Ευρωπαϊκής Κοινότητας και αυτό το κανάλι αβεβαιότητας αντιπροσώπευε ένα μεγάλο μέρος της προβλεπόμενης ανάπτυξης. Κατά τους Handley, K., & Limão, N. (2015), σε ένα δυναμικό μοντέλο με μειωμένο εξαγωγικό κόστος, οι εξαγωγικές επενδύσεις μιας επιχείρησης είναι χαμηλότερες υπό την αβεβαιότητα της εμπορικής πολιτικής και οι αξιόπιστες εμπορικές συμφωνίες αυξάνουν το εμπόριο ακόμη και αν οι τρέχοντες δασμοί είναι χαμηλοί.

Οι Hassan, S., Shabi, S., & Choudhry, T. (2018), μελέτησαν τον ρόλο της αβεβαιότητας της οικονομικής πολιτικής στο εμπόριο των ΗΠΑ με τον Καναδά, την Κίνα, τη Γερμανία, την Ιαπωνία και το Ηνωμένο Βασίλειο, από τον Δεκέμβριο του 1989 έως τον Δεκέμβριο του 2016. Τα αποτελέσματα της έρευνας τους κατέδειξαν ότι υπάρχει αρνητική σχέση μεταξύ της αβεβαιότητας της οικονομικής πολιτικής και των εμπορικών ροών των ΗΠΑ. Επιπλέον, το εμπόριο των ΗΠΑ ανταποκρίνεται πιο ευαίσθητα στην άνοδο της αβεβαιότητας σε σύγκριση με ένα εξίσου αρνητικό σοκ, επιβεβαιώνοντας την ασύμμετρη υπόθεση τους τόσο βραχυπρόθεσμα όσο και μακροπρόθεσμα. Συγκρίνοντας τους αντίστοιχους δείκτες αβεβαιότητας, η αβεβαιότητα οικονομικής πολιτικής (EPU) των ΗΠΑ έχει σημαντικά μεγαλύτερη

επίδραση στο εμπόριο σε σχέση με την αβεβαιότητα (EPU) των εμπορικών εταιρών της. Αυτά τα ευρήματα έχουν επιπτώσεις τόσο στη ζήτηση όσο και στην προσφορά, δηλαδή η αύξηση της αβεβαιότητας της οικονομικής πολιτικής μπορεί να μειώσει σημαντικά τη συνολική κατανάλωση καθώς και λόγω αβέβαιων περιθωρίων κέρδους, οι επιχειρήσεις μπορούν να επιλέξουν να καθυστερήσουν τα μακροπρόθεσμα επενδυτικά έργα και τα επίπεδα αποθεμάτων με αποτέλεσμα μια ευρεία ύφεση στον επιχειρηματικό κύκλο των ΗΠΑ Hassan, S., Shabi, S., & Choudhry, T. (2018).

Οι Vo, L. V., & Le, H. T. T. (2017), στην εργασία τους διερεύνησαν την επίδραση της αβεβαιότητας στις επενδύσεις E&A (έρευνας και ανάπτυξης). Χρησιμοποίησαν την ιδιότυπη αστάθεια των αποδόσεων των μετοχών για να αντιπροσωπεύσουν την αβεβαιότητα, και διαπίστωσαν ότι οι εταιρείες επενδύουν περισσότερο στην E&A όταν αντιμετωπίζουν υψηλότερη αβεβαιότητα. Ειδικότερα καταδεικνύουν ότι το αποτέλεσμα αυτό είναι πιο έντονο για επιχειρήσεις σε πιο ανταγωνιστικούς κλάδους όπως, καθώς και για επιχειρήσεις των οποίων τα προϊόντα έχουν μικρότερη ισχύ στην αγορά. Τα ευρήματά τους συνάδουν με τη θεωρία της επιλογής στρατηγικής ανάπτυξης, στην οποία οι επιχειρήσεις σε ανταγωνιστικό περιβάλλον ακολουθούν προληπτική στρατηγική, όταν αντιμετωπίζουν υψηλή αβεβαιότητα. Σύμφωνα με τη θεωρία αυτή η αβεβαιότητα μπορεί να δημιουργήσει μια επενδυτική ευκαιρία και η καθυστέρηση στην υλοποίηση θα μπορούσε να αφήσει την επενδυτική ευκαιρία σε άλλους ανταγωνιστές ενώ η άμεση δράση – πραγματοποίηση της επένδυσης μπορεί να αποθαρρύνει τους επίδοξους νεοεισερχόμενους ανταγωνιστές και επίσης ενισχύει το μερίδιο αγοράς και τα κέρδη, αυξάνοντας με αυτό τον τρόπο το ανταγωνιστικό πλεονέκτημα της επιχείρησης στο μέλλον.

Κατά τον Bloom, N. (2014), οι διακυμάνσεις στην αβεβαιότητα επηρεάζουν τη συμπεριφορά των καταναλωτών και των επιχειρήσεων. Όταν εμφανίζεται μεγαλύτερη αβεβαιότητα μειώνεται η προθυμία των επιχειρήσεων να προσλάβουν και να επενδύσουν, και των καταναλωτών να δαπανήσουν. Ωστόσο, υπάρχουν επίσης κάποιες ενδείξεις ότι η αβεβαιότητα μπορεί να τονώσει την έρευνα και την ανάπτυξη καθώς όταν οι επιχειρήσεις έρχονται αντιμέτωπες με ένα πιο αβέβαιο μέλλον, ορισμένες τουλάχιστον από αυτές εμφανίζονται πιο πρόθυμες να καινοτομήσουν. Ο Bloom, N. (2014), ισχυρίζεται ότι μια σειρά από στοιχεία δείχνουν ότι η αβεβαιότητα

αυξάνεται έντονα σε υφέσεις, τόσο σε μακροοικονομικό όσο και σε μικροοικονομικό επίπεδο. Οι αυξήσεις στην αβεβαιότητα είναι μέρος της παρόρμησης που προκύπτει από τις κακές ειδήσεις οι οποίες ουσιαστικά ξεκινούν υφέσεις. Η αβεβαιότητα ενισχύει τις υφέσεις αυξάνοντας τους περαιτέρω καθώς η ανάπτυξη επιβραδύνεται. Οι κρίσεις αβεβαιότητας φαίνεται να οδηγούν σε σύντομες, απότομες πτώσεις και ανακάμψεις της παραγωγής, τις οποίες εάν ένας υπεύθυνος χάραξης πολιτικής ήθελε να σταθεροποιήσει, θα απαιτούσε μια παρόμοια σύντομη, απότομη μακροοικονομική τόνωση για να επιτευχθεί η σταθεροποίηση. Η πολιτική πρέπει να προσπαθήσει να αντιμετωπίσει τη βασική αιτία της αβεβαιότητας, μια προσέγγιση που είναι πιο πιθανό να είναι αποτελεσματική από τη θεραπεία των συμπτωμάτων. Για παράδειγμα, κατά τη διάρκεια της Μεγάλης Ύφεσης 2007-2008, μια σημαντική παρέμβαση της πολιτικής ήταν η σταθεροποίηση του χρηματοπιστωτικού συστήματος, συμβάλλοντας με αυτό τον τρόπο στην ανάσχεση της αύξησης της οικονομικής αβεβαιότητας. Ωστόσο, παραμένουν πολλά ζητήματα σε σχέση με την πολιτική σύμφωνα με τον Bloom, N. (2014), τα οποία εγείρουν διάφορα ερωτήματα όπως, αν η δημόσια πολιτική βασιζόταν περισσότερο σε κανόνες, θα βοηθούσε στη μείωση της αβεβαιότητας των πολιτικών ή περιορίζοντας την ευελιξία, θα εμπόδιζε την ικανότητα των υπευθύνων χάραξης πολιτικής να αντιμετωπίζουν την αβεβαιότητα με συνετές παρεμβάσεις; Για παράδειγμα, η ποσοτική χαλάρωση έχει χρησιμοποιηθεί σε μεγάλο βαθμό από τις νομισματικές αρχές των ΗΠΑ στη προσπάθεια τους να σταθεροποιήσουν τη ζήτηση, αλλά είναι σαφώς διαφορετική από το ιστορικό γεγονός της χειραγώγησης των επιτοκίων. Εάν η δημόσια πολιτική κοινοποιούνταν με μεγαλύτερη διαφάνεια, θα συνέβαλε στη μείωση της αβεβαιότητας, ή θα εισήγαγε μεγαλύτερη αστάθεια δημιουργώντας πιο συχνά άλματα στις χρηματοπιστωτικές αγορές μετά από κάθε δήλωση πολιτικής; Παράδειγμα αποτελεί η Federal Reserve η οποία αντιμετωπίζει αυτά τα ερωτήματα στην προσπάθεια της να είναι πιο διαφανής ανακοινώνοντας και σηματοδοτώντας την πορεία της νομισματικής πολιτικής. Ενώ λοιπόν η εμπειρική πρόοδος σχετικά με τις διακυμάνσεις της αβεβαιότητας την τελευταία δεκαετία κατά τον Bloom, N. (2014), ήταν σημαντική, υπάρχουν ακόμα πολλά για την αβεβαιότητα τα οποία απαιτούν μελέτη.

Οι Alexopoulos, M., & Cohen, J. (2015), δημιούργησαν νέους δείκτες αβεβαιότητας βασισμένους σε κείμενα (άρθρα) της εφημερίδας New York Times τόσο για τη γενική οικονομική όσο και για την ειδική πολιτική αβεβαιότητα και τους χρησιμοποίησαν πρώτα, για να αποτυπώσουν τις αλλαγές στο επίπεδο αβεβαιότητας στις ΗΠΑ για την περίοδο 1985–2007 και έπειτα, για να καθορίσουν τον ρόλο της πολιτικής σε αυτές τις διακυμάνσεις και επίσης για να αξιολογήσουν τον αντίκτυπό τους στην οικονομία, στις αγορές μετοχών και στους επιχειρηματικούς κύκλους. Από τα αποτελέσματά τους διαπιστώθηκε ότι οι κρίσεις αβεβαιότητας, τόσο οι γενικές όσο και οι σχετικές με την πολιτική, μειώνουν το επίπεδο της οικονομικής δραστηριότητας, αυξάνουν σημαντικά τη μεταβλητότητα της χρηματιστηριακής αγοράς και μειώνουν τις αποδόσεις της αγοράς. Η ανάλυσή VAR που έκαναν, η οποία χρησιμοποιεί μια σειρά έξι δεικτών που βασίζονται σε ειδήσεις (τρεις μετρούν τη γενική οικονομική αβεβαιότητα και τρεις μετρούν την αβεβαιότητα οικονομικής πολιτικής) και τον μικτό δείκτη αβεβαιότητας οικονομικής πολιτικής των Baker, Bloom και Davis (2013), ή εν συντομία (BBD), αποκαλύπτει ότι και οι δύο τύποι κραδασμών αβεβαιότητας προκαλούν σημαντική ύφεση στις ΗΠΑ, ειδικότερα, όταν προκύπτει ένα μεγάλο σοκ όπως η 11η Σεπτεμβρίου 2001. Εκτιμούν από τα αποτελέσματά τους, ότι η παραγωγή μειώνεται από 1% έως 4,5%, η απασχόληση από 0,6% έως 2,2%, ενώ **οι επενδύσεις μειώνονται από 3,5% έως 9,7%**. Συγκρίνοντας τα αποτελέσματά που έλαβαν από τους διαφορετικούς δείκτες που χρησιμοποίησαν, διαπίστωσαν γενικά ότι ο βασικός δείκτης οικονομικής εκτεταμένης αβεβαιότητας εξηγεί περισσότερο τη διακύμανση στη βιομηχανική παραγωγή, την απασχόληση και τις επενδύσεις από ό,τι οι άλλοι δείκτες. Παρατήρησαν επίσης ότι, το μερίδιο της διακύμανσης που αποδίδεται στον μικτό δείκτη αβεβαιότητας οικονομικής πολιτικής EPU των BBD είναι στις περισσότερες περιπτώσεις, παρόμοιο με αυτό που προκύπτει χρησιμοποιώντας έναν δείκτη οικονομικής πολιτικής που δημιουργήθηκε χρησιμοποιώντας τη βασική γλώσσα οικονομικής και εκτεταμένης αβεβαιότητας. Εξέτασαν επίσης τον αντίκτυπο των κραδασμών της γενικής οικονομικής αβεβαιότητας GEU και της αβεβαιότητας οικονομικής πολιτικής EPU στις αποδόσεις των μετοχών και τη μεταβλητότητα, εκτιμώντας μια σειρά μοντέλων GARCH και E-GARCH και βρήκαν στοιχεία ότι η αύξηση της αβεβαιότητας (όπως μετράτε από τους δείκτες τους) μειώνει σημαντικά

τις αποδόσεις των μετοχών του S&P 500 και αυξάνει τη μεταβλητότητα της χρηματιστηριακής αγοράς. Επίσης διαπίστωσαν ότι, όταν οι δείκτες αβεβαιότητας περιλαμβάνονταν στα μοντέλα, οι επιδράσεις ARCH συνήθως γίνονταν στατιστικά ασήμαντες. Εκτός από την απόδειξη ότι οι κρίσεις αβεβαιότητας έχουν ισχυρές επιπτώσεις στην οικονομία και το χρηματιστήριο, η μελέτη τους αποδεικνύει επίσης τη χρησιμότητα της ανάλυσης κειμένου για την ανάπτυξη μετρήσεων συναισθημάτων όπως η αβεβαιότητα. Η χρήση των γλωσσικών λεξιλογίων που κατασκεύασαν επιτρέπει τον εντοπισμό άρθρων τα οποία ασχολούνται με ακρίβεια με γεγονότα που προκαλούν αβεβαιότητα και μπορούν να συνδεθούν με συγκεκριμένες πηγές αβεβαιότητας και στη συνέχεια να προσδιορίσουν τις επιπτώσεις τους στην οικονομία. Η προσέγγιση αυτή δεν είναι απαραίτητο να περιορίζεται μόνο σε μία εφημερίδα ή μόνο στα έντυπα μέσα ενημέρωσης ή ακόμα και σε μια χώρα αλλά μπορεί να εφαρμοστεί ποικιλοτρόπως.

Οι Kim, H., & Kung, H. (2016), εξέτασαν τον τρόπο με τον οποίο η αβεβαιότητα επηρεάζει τις εταιρικές επενδύσεις κάτω από τους διαφορετικούς βαθμούς αναδιάταξης των περιουσιακών στοιχείων. Το κόστος που σχετίζεται με την αναδιάταξη περιουσιακών στοιχείων είναι μια σημαντική πηγή μη αναστρέψιμης επένδυσης (δηλαδή, η διαφορά μεταξύ της αξίας αγοράς και της ρευστοποίησης του κεφαλαίου). Η δαπανηρή αναστρεψιμότητα του κεφαλαίου δημιουργεί στις επιχειρήσεις την επιλογή να καθυστερήσουν τις επενδύσεις όταν υπάρχει αβεβαιότητα σχετικά με την κερδοφορία. Για παράδειγμα, όταν συμβαίνει μια αύξηση της αβεβαιότητας στην οποία τόσο οι πολύ κακές όσο και οι πολύ καλές συνθήκες στον κόσμο γίνονται εξίσου πιθανές, αλλά ο μέσος όρος της κατανομής παραμένει ο ίδιος, τότε με μη αναστρέψιμη επένδυση, οι επιχειρήσεις είναι πιο ευαίσθητες σε κακές καταστάσεις επειδή η αποεπένδυση είναι πιο δαπανηρή από την επένδυση. Από την άποψη λοιπόν των πραγματικών επιλογών, η υψηλότερη μη αναστρεψιμότητα συνεπάγεται χαμηλότερες αξίες ρευστοποίησης περιουσιακών στοιχείων και επομένως τέτοια περιουσιακά στοιχεία προσφέρουν λιγότερη προστασία έναντι αρνητικών αποτελεσμάτων Bloom (2009). Έτσι, ακόμη και όταν οι αναμενόμενες επενδυτικές ευκαιρίες παραμένουν οι ίδιες, μια αύξηση της αβεβαιότητας σχετικά με τις αποδόσεις μπορεί να ωθήσει τις εταιρείες με περισσότερο μη αναστρέψιμο

κεφάλαιο να αγοράσουν περισσότερη προστασία αναβάλλοντας τις επενδύσεις από ότι οι επιχειρήσεις με το λιγότερο μη αναστρέψιμο κεφάλαιο. Για να εξετάσουν αν αυτό ισχύει οι Kim, H., & Kung, H. (2016), ανέπτυξαν νέα μέτρα αναδιάταξης των περιουσιακών στοιχείων, και λαμβάνοντας υπόψη τη χρησιμότητά τους, τόσο εντός όσο και μεταξύ των κλάδων, κατέληξαν ότι υπάρχουν εξωγενείς κλυδωνισμοί στην οικονομική αβεβαιότητα ύστερα από μεγάλα οικονομικά και πολιτικά γεγονότα. Διαπίστωσαν ότι μετά από μια αύξηση της αβεβαιότητας, οι επιχειρήσεις που χρησιμοποιούν λιγότερο αναδιανεμητέα κεφάλαια όπως επιχειρήσεις μεταποίησης και φυσικών πόρων, μειώνουν περισσότερο τις επενδύσεις. Τα περισσότερα αναδιανεμητέα περιουσιακά στοιχεία παρουσιάζουν υψηλότερα ποσοστά ανάκτησης και αποτελούν αντικείμενο πιο ενεργής διαπραγμάτευσης στις δευτερογενείς αγορές των μεταχειρισμένων περιουσιακών στοιχείων. Επομένως οι πραγματικές τριβές στις αγορές περιουσιακών στοιχείων, ιδιαίτερα η αδυναμία αποτελεσματικής αναδιάταξης των περιουσιακών στοιχείων σε επιχειρήσεις και κλάδους, είναι σημαντικοί μοχλοί των εταιρικών επενδυτικών αποφάσεων. Κατά τους Kim, H., & Kung, H. (2016), η αβεβαιότητα μπορεί να μειώσει σημαντικά τη συσσώρευση κεφαλαίου, ιδιαίτερα όταν οι δευτερογενείς αγορές κεφαλαίου έχουν περισσότερες τριβές (δηλαδή, περισσότερο μη αναστρέψιμο κεφάλαιο). Έτσι, οι βασικοί κλάδοι όπως η μεταποίηση και τα υλικά που χρησιμοποιούν εξειδικευμένα μηχανήματα και εξοπλισμό μπορούν να επηρεαστούν ιδιαίτερα από μεγάλες αυξήσεις στην αβεβαιότητα.

Από όλα τα παραπάνω συμπεραίνουμε ότι η αβεβαιότητα των πολιτικών έχει αντίκτυπο τόσο στις αναπτυγμένες όσο και στις αναπτυσσόμενες οικονομίες του πλανήτη. Η υψηλή αβεβαιότητα οικονομικής πολιτικής έχει ως αποτέλεσμα χαμηλή οικονομική δραστηριότητα και ανάπτυξη, επιδείνωση των επενδύσεων, λιγότερες δαπάνες των καταναλωτών σε όλο τον κόσμο. Ωστόσο, απαιτείται να ερευνηθεί περισσότερο η ύπαρξη παραγόντων που μπορούν να μετριάσουν τον κίνδυνο αβεβαιότητας. Από τη βιβλιογραφία προκύπτει ότι οι επιχειρήσεις ενεργούν πιο συντηρητικά σε περιόδους υψηλής αβεβαιότητας και λαμβάνουν προσεκτικές αποφάσεις για τις πολιτικές και τις δράσεις που θα εφαρμόσουν. Ο υψηλός δείκτης αβεβαιότητας EPU έχει αρνητική επίδραση στις επενδύσεις, στις αποδόσεις, στην παραγωγή, στην απασχόληση, στις συγχωνεύσεις και εξαγορές, στις πολιτικές

πληρωμών, στην έκδοση χρέους, στις εξαγωγές, στις εμπορικές ροές, αυξάνει τη μεταβλητότητα της αγοράς, το κόστος κεφαλαίου, την έρευνα και ανάπτυξη, τη διακράτηση μετρητών, κλπ. Όλα αυτά θα πρέπει να ληφθούν υπόψη από τις αρμόδιες αρχές που καθορίζουν τις συνθήκες του οικονομικού περιβάλλοντος προκειμένου τα μέτρα που θα λαμβάνουν σε κάθε περίπτωση να εμπεριέχουν όσο το δυνατόν λιγότερη αβεβαιότητα.

Με βάση όλα τα παραπάνω μπορούμε να συνοψίσουμε τους παράγοντες που επηρεάζουν τις επενδύσεις των επιχειρήσεων στο παρακάτω πίνακα (1).

Πίνακας 1. Προσδιοριστικοί παράγοντες επενδυτικής πολιτικής σύμφωνα με τις εμπειρικές μελέτες

ΜΕΤΑΒΛΗΤΕΣ ΠΟΥ ΕΠΗΡΕΑΖΟΥΝ ΤΗΝ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΜΙΑΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ		
INVST	ΕΠΕΝΔΥΣΗ	κεφαλαιουχικές δαπάνες ως προς το σύνολο του ενεργητικού
EPU	ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΑΒΕΒΑΙΟΤΗΤΑ	δείκτης οικονομικής πολιτικής αβεβαιότητας
GEU	ΓΕΝΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΒΕΒΑΙΟΤΗΤΑ	δείκτης γενικής οικονομικής αβεβαιότητας
CASH FLOW	ΤΑΜΕΙΑΚΗ ΡΟΗ	Ο λόγος των κερδών προ τόκων, αποσβέσεων και φόρων επί του συνόλου των περιουσιακών στοιχείων
MARKET- TO - BOOK	ΑΓΟΡΑΙΑ ΠΡΟΣ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΑΞΙΑ	Αγοραία προς Λογιστική αξία
GDP GROWTH	ΑΥΞΗΣΗ ΑΕΠ	ποσοστιαία μεταβολή στο πραγματικό ακαθάριστο εγχώριο προϊόν
MARKET CAP	ΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΣΗ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ	χρηματιστηριακή αξία μιας επιχείρησης δηλαδή ο αριθμός των μετοχών της επί την τρέχουσα χρηματιστηριακή αξία της μετοχής
UNEMP	ΑΝΕΡΓΙΑ	Ποσοστό ανεργίας
SIZE	ΜΕΓΕΘΟΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ	ο φυσικός λογάριθμος του τρέχοντος συνόλου των περιουσιακών στοιχείων
Tobin_Q		αγοραία αξία των διαπραγματεύσιμων και μη διαπραγματεύσιμων μετοχών συν το συνολικό χρέος, διαιρούμενο με το σύνολο των περιουσιακών στοιχείων
LEVERAGE	ΜΟΧΛΕΥΣΗ	ο λόγος των συνολικών υποχρεώσεων προς το σύνολο του ενεργητικού
ROA	ΚΕΡΔΗ	ο λόγος του καθαρού εισοδήματος προς το σύνολο του ενεργητικού

ΜΕΤΑΒΛΗΤΕΣ ΠΟΥ ΕΠΗΡΕΑΖΟΥΝ ΤΗΝ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΜΙΑΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ		
WC	ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΚΙΝΗΣΗΣ	κυκλοφορούν ενεργητικό μείον τρέχουσες υποχρεώσεις, δηλαδή τα μετρητά και τα ταμειακά ισοδύναμα διαιρούμενο με τα καθαρά περιουσιακά στοιχεία
DIVIDEND	ΜΕΡΙΣΜΑ	μερισματική πολιτική
SALES	ΠΩΛΗΣΕΙΣ	μετρητά που λαμβάνονται από πωλήσεις αγαθών και υπηρεσιών διαιρεμένα με το σύνολο του ενεργητικού
VOLATILITY	ΜΕΤΑΒΛΗΤΟΤΗΤΑ	Μεταβλητότητα μετοχών
CASH	ΜΕΤΡΗΤΑ	μετρητά που κατέχει η επιχείρηση και μετριέται με τον φυσικό λογάριθμο του αθροίσματος των μετρητών και της επένδυσης σε βραχυπρόθεσμους ρευστούς τίτλους
GROWTH	ΑΝΑΠΤΥΞΗ	η ανάπτυξη μιας εταιρείας που μετριέται με τον ρυθμό αύξησης των εσόδων
EPS	ΚΕΡΔΗ ΑΝΑ ΜΕΤΟΧΗ	συνολικά κέρδη ή το συνολικό καθαρό εισόδημα προς τον συνολικό αριθμό των μετοχών
ASSETS RETURNS	ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΜΕΤΟΧΩΝ	ετήσια απόδοση μετοχών του προηγούμενου έτους

Ενδεικτικά οικονομετρικά υποδείγματα τα οποία χρησιμοποίησαν κάποιοι από τους συγγραφείς που έχουν αναφερθεί στα προηγούμενα, αποτυπώνονται στον παρακάτω πίνακα προκειμένου να έχουμε μια αντίληψη για τον τρόπο με τον οποίο σχετίζονται οι διάφοροι παράγοντες -ανεξάρτητες μεταβλητές με την εξαρτημένη μεταβλητή της κάθε σχέσης.

Πίνακας 2. Ενδεικτικά οικονομετρικά υποδείγματα

ΣΥΓΓΡΑΦΕΙΣ	ΟΙΚΟΝΟΜΕΤΡΙΚΟ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ
Kang, W., Lee, K., & Ratti, R. A. (2014)	$\frac{I_t}{K_{t-1}} = \beta_1 \frac{I_{t-1}}{K_{t-2}} + \beta_2 \Delta y_t + \beta_3 \frac{C_t}{K_{t-1}} + \beta_4 \frac{C_{t-1}}{K_{t-2}} + \beta_5 (y - k)_{t-1} + \beta_6 (\Delta y_t)^2 + \beta_7 \Delta \sigma_t^2 + \beta_8 \sigma_{t-1}^2 + \beta_9 \sigma_t^2 \Delta y_t + \beta_{10} \Delta \sigma_t^2 + \beta_{11} \sigma_{t-1}^2 + \beta_{12} \Delta U_t + \beta_{13} U_{t-1} + \beta_{14} \sigma_t^2 \Delta y_t + \beta_{15} U_t \Delta y_t + A_t + \delta_t + B_t + \varepsilon_t$
Wang, Y., Chen, C. R., & Huang, Y. S. (2014)	$\left(\text{Cap}_{it} / \text{TA}_{i,t-1} \right) = \alpha_1 + \beta_1 \text{EPU}_{i,t-1} + \beta_2 \text{Tobin}' q_{i,t-1} + \beta_3 \text{Cash}_{i,t} + \beta_4 \text{FirmSize}_{i,t} + \beta_5 \text{Lev}_{i,t-1} + \beta_6 (\text{Sales/TA})_{i,t} + \sum \text{Year} + \sum \text{Quar} + \varepsilon_{i,t}$
Liu, G., & Zhang, C. (2019)	$y_{it} = \alpha_i + \beta \text{Rev}_j \times \text{Post}_t + \gamma X_{it} + \lambda_t + \varepsilon_{it},$
Jens, C. E. (2017)	$\text{investment} = \beta_0 + \beta_1 \text{close} + \beta_2 \text{Q3} + \beta_3 \text{pres. election} + \beta_4 \text{close} \times \text{Q3} + \beta_5 \text{pres. election} \times \text{close} + \beta_6 \text{pres. election} \times \text{Q3} + \beta_7 \text{pres. election} \times \text{close} \times \text{Q3} + \delta \text{controls} + u.$
PANOUSI, V., & PAPANIKOLAOU, D. (2012)	$\frac{I_{i,t}}{K_{i,t-1}} = \gamma_0 + \beta \log(\sigma_{i,t-1}) + \gamma_1 Z_{i,t-1} + \eta_i + g_t + v_{i,t},$
Çolak, G., Durnev, , & Qian, Y. (2017)	$\text{NIPO}_{s,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{ELECTION_YEAR}_{s,t} + \beta_2 X_{s,t} + \beta_3 Z_t + \sum_s \gamma_s \text{STATE_DUMMY}_s + \varepsilon_{s,t}$
JULIO, B., & YOOK, Y. (2012)	$I_{ijt} = \alpha_i + \beta_1 \text{Election Dummy}_{jt} + \beta_2 Q_{i,t-1} + \beta_3 C F_{it} + \beta_4 \text{GDP}_{j,t-1} + \gamma_t + \varepsilon_{ijt}$
Demir, E., & Ersan, O. (2017)	$\text{CASH}_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{EPU}_{i,t} + \alpha_2 \text{MtBi}_{i,t} + \alpha_3 \text{LEVERAGE}_{i,t} + \alpha_4 \text{ROA}_{i,t} + \alpha_5 \text{DIVIDEND}_{i,t} + \alpha_6 \text{WC}_{i,t} + \alpha_7 \text{SIZE}_{i,t} + \varepsilon_i$
Huang, W., Jiang, F., Liu, Z., & Zhang, M. (2011)	$\text{Newinvt} = \beta_0 + \beta_1 \text{Grow} + \beta_2 \text{Lev} + \beta_3 \text{Cash} + \beta_4 \text{Age} + \beta_5 \text{Size} + \beta_6 \text{Return} + \beta_7 \text{Sqnewinvt} + \sum_{i=1}^{11} \beta_{10} \text{Industry}_i + \sum_{j=1}^3 \beta_{2j} \text{Year}_j + \varepsilon$ where "Newinvt" is the new investment of a firm in year i. It is measured by the equation as follows. $\text{Newinvt} = \text{Capital expenditures} + \text{Acquisitions} - \text{Sale of property, plant and equipment} - \text{Depreciation amortization}$

Η σχέση (αρνητική ή θετική) της εκάστοτε εξαρτημένης μεταβλητής με τις ανεξάρτητες μεταβλητές που χρησιμοποιούν στις μελέτες τους οι προαναφερόμενοι συγγραφείς, καθώς και το επίπεδο σημαντικότητας της σχέσης τους, αποτυπώνεται εν συντομία στον ακόλουθο πίνακα.

Πίνακας 3. **Εξαρτημένη και ανεξάρτητες μεταβλητές - σχέση μεταξύ τους(αρνητική ή θετική)- επίπεδο σημαντικότητας**

ΕΜΠΕΙΡΙΚΕΣ ΜΕΛΕΤΕΣ ΣΥΓΓΡΑΦΕΙΣ	ΕΞΑΡΤΗΜΕΝΗ ΜΕΤΑΒΛΗΤΗ	ΑΝΕΞΑΡΤΗΤΕΣ ΜΕΤΑΒΛΗΤΕΣ							
		Election Year	Tobin's q, (+)***	Cash Flow	GDP Growth/AΕΠ				
JULIO, B., & YOOK, Y. (2012)	οι επενδύσεις δηλαδή οι κεφαλαιουχικές δαπάνες ως προς το σύνολο του ενεργητικού	ψευδομεταβλητή (οικονομική πολιτική αβεβαιότητα) (-)***		ταμειακή (+)***	ροή	ποσοστιαία μεταβολή στο πραγματικό ακαθάριστο εγχώριο προϊόν (+)*			
Jens, C. E. (2017)	οι επενδύσεις, οι κεφαλαιουχικές δαπάνες ως ποσοστό των συνολικών στοιχείων του ενεργητικού επί 100.	ψευδομεταβλητή προεδρικές εκλογές (-)*	market-to-book /Αγοραία προς λογιστική αξία (+)***	cash flow/ταμειακή ροή (-)***	debt/ Χρέος (+)**	market cap/κεφαλαιοπο ίηση της αγοράς (+)***	unemp/ανεργί α (-)**	GDP/AΕΠ (+)***	

Çolak, G., Durnev, & Qian, Y. (2017)	ο αριθμός των IPO (αρχικών δημόσιων προσφορών) στην πολιτεία για ένα δεδομένο έτος	ψευδομεταβλητή ELECTION YEAR οικονομική πολιτική αβεβαιότητα (-)***	ΑΕΠ αύξηση του ακαθάριστου εθνικού προϊόντος (+)***	αποδόσεις των μετοχών του δείκτη Standard & Poor's (S&P) 500 (+)***				
PANOUSI, V., & PAPANIKOL AOU, D. (2012)	το ποσοστό επένδυσης της επιχείρησης (I_t/K_t-1)	ιδιοσυγκρασιακός κίνδυνος είναι ο λογάριθμος αστάθεια των σφαλμάτων παλινδρόμησης $\log(\sigma_i, t)$ (-) στατιστικά σημαντικός	\log Tobin's Q, που ορίζεται ως ο λόγος της αγοραίας αξίας μιας επιχείρησης προς το κόστος αντικατάστασης του κεφαλαίου $(\log(V_t/K_t)(+)$	ο λόγος των ταμειακών ροών προς το κεφάλαιο $(CF_t/K_t-), (+)$	SIZE μετρούμενο ως το κεφαλαιακό απόθεμα της κλιμακούμενο με το συνολικό απόθεμα κεφαλαίου για να εξασφαλιστεί η σταθερότητα (-)	την απόδοση μετοχών της ίδιας της εταιρείας (R_t) (+)	μόχλευση λόγος της καθαρής θέσης προς τα στοιχεία ενεργητικού $(\log(E_t/A_t))$ (+)	
Liu, G., & Zhang, C. (2019)	η εταιρική επένδυση Corporate investment (Inv)	Asset reversibility/ Αναστρεψιμότητα περιουσιακών στοιχείων \times Postt ψευδομεταβλητή που υποδεικνύει	Ευκαιρία ανάπτυξης/ Tobin_Q (+)***	Size/μέγεθος επιχείρησης (-)*	Age/ Ηλικία της εταιρείας (-)*	Cash flow/ Ταμειακή ροή/ Cf (+)***	Leverage/ Μόχλευση/ Lev (-)***	Profitability/ Κερδοφορία/ Roa (+)*

		τη διαρθρωτική μεταρρύθμιση το 2015 της Κίνας./ Revi×Postt (+)**						
Demir, E., & Ersan, O. (2017)	(CASHit) μετρητά και ταμειακά ισοδύναμα προς καθαρά περιουσιακά στοιχεία για την επιχείρηση i το έτος t	EPUit ο μέσος όρος των μηνιαίων επιπέδων του δείκτη αβεβαιότητας των Baker et al. (2016) για τη χώρα της εταιρείας i το έτος t (+)**	LEVERAGE/μόγλευση (-)**	ROA/ απόδοση των περιουσιακών στοιχείων (-)**	WC/κεφάλαιο κίνησης (-)**	SIZE/μέγεθος (-)**	MtB/αγοραία προς λογιστική αξία (+)**	DIVIDEND/αναλογία αποπληρωμής μερίσματος (+)**
Wang, Y., Chen, C. R., & Huang, Y. S. (2014)	η εταιρική επένδυση-corporate investment	αβεβαιότητα της οικονομικής πολιτικής economic policy uncertainty (-)**	ταμειακές ροές cash flow (+)**	Tobin's q, (+)**	μέγεθος της εταιρείας company size (+)**	έσοδα από τις πωλήσεις sales revenue (+)**	δείκτης μόγλευσης leverage ratio (-)**	
Guariglia, A., Liu, X., & Song, L. (2011)	ο λόγος Πάγιες επενδύσεις/σύνολο ενεργητικού		ταμειακές ροές cash flow (+)**					

Huang, W., Jiang, F., Liu, Z., & Zhang, M. (2011)	η Newinvt/ Νέα επένδυση	Ανάπτυξη Growth ο ρυθμός αύξησης των εσόδων	Lev μόχλευση συνολικό χρέος στην αρχή του έτους διαρούμενο με το σύνολο του ενεργητικού στην αρχή του έτους (-)**	Cash ο φυσικός λογάριθμο του αθροίσματος των μετρητών και της επένδυσης σε βραχυπρόθεσμους ρευστούς τίτλους (+)**	Size ο φυσικός λογάριθμος του συνόλου των περιουσιακών στοιχείων (+)**			
Kang, W., Lee, K., & Ratti, R. A. (2014)	ο λόγος $(I_{it}/K_{i,t-1})$ όπου I_{it} η ακαθάριστη επένδυση της επιχ. & $K_{i,t-1}$ πραγματικό απόθεμα κεφαλαίου	Change in uncertainty (ΔU_{it}) Αλλαγή στην αβεβαιότητα (-)**	$(I_{i,t-1}/K_{i,t-2})$ Ποσοστό καθυστέρησης επένδυσης (+)**	Sales growth/ Αύξηση πωλήσεων (+)**	Cash flow $(C_{i,t}/K_{i,t-1})$ Ταμειακή ροή (-)*	Lagged cash flow $(C_{i,t-1}/K_{i,t-2})$ Καθυστερημένη ταμειακή ροή (+)**		Stock volatility X sales growth (σ_{it}^s) X Δy_{it} Μεταβλητότητα μετοχών X αύξηση πωλήσεων (-)**
Gulen, H., & Ion, M. (2015)	η CAPX/capital investment/επένδ υση κεφαλαίων	economic policy uncertainty/αβεβαι ότητα (-)**	Tobin's q (+)**	Sales growth/ Αύξηση πωλήσεων (+)**	cash- flow/ταμειακή ροή (+)**	GDP growth/Αύξηση του ΑΕΠ (+)**		
Bonaime, A., Gulen, H., & Ion, M. (2018)	Η ανακοίνωση της εξαγοράς από την εταιρεία	Policy uncertainty/οικονο μική πολιτική αβεβαιότητα (-)**	Investment opportunities/Επενδ υτικές ευκαιρίες (-)**	Industry economic shock/Οικονομικό σοκ της βιομηχανίας (+)**	ROA (+)**	Sales growth (+)**	leverage (-)**	cash to total assets (+)**

Farooq, O., & Ahmed, N. (2019)	η dividend policy to presidential elections/μερισμ ατική πολιτική στις προεδρικές εκλογές.	Political uncertainty presidential elections (+)***	SIZE/λογάριθμος του συνολικού ενεργητικού της επιχείρησης (+)***	LEVERAGE/αναλογία συνολικού χρέους προς συνολικό ενεργητικό (-)***	EPS/ earnings per share/κέρδη ανά μερίσμα (+)***	GROWTH/αύξηση του συνόλου του ενεργητικού τον τελευταίο ένα χρόνο (-)***	CAPEX/αναλογία κεφαλαιουχικών δαπανών προς σύνολο ενεργητικού (-)***	
Hassan, S., Shabi, S., & Choudhry, T. (2018)	οι trade flows/εμπορικές ροές	economic policy uncertainty /οικονομική πολιτική αβεβαιότητα/για θετικές και αρνητικές αλλαγές (-)***	real income/πραγματικό εισόδημα/για θετικές και αρνητικές αλλαγές (+)*** & (-)***	relative prices/σχετικές τιμές/για θετικές και αρνητικές αλλαγές (+)*** & (-)***	real exchange rate movements/πραγματικές μεταβολές συναλλαγματικών ισοτιμιών/για θετικές και αρνητικές αλλαγές (+)*** & (-)***			
Alexopoulos, M., & Cohen, J. (2015)	οι επενδύσεις investment	basic economic-policy' EPU (-)***	general economic uncertainty (GEU) (-)***					
Kim, H., & Kung, H. (2016)	οι επενδύσεις, κεφαλαιουχικές δαπάνες ως προς το σύνολο του ενεργητικού	EPU/οικονομική πολιτική αβεβαιότητα (-)***	Sales growth (+)***	Cash flow (+)***	Tobin's q (+)***			

ΕΜΠΕΙΡΙΚΟ ΜΕΡΟΣ

Κεφάλαιο 3: ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΔΙΕΡΕΥΝΗΣΗ

3.1 Επιλογή του Δείγματος, Ορισμός Μεταβλητών, Μεθοδολογία

Ο σκοπός της παρούσας εμπειρικής έρευνας, είναι η διερεύνηση της σχέσης της Οικονομικής Πολιτικής Αβεβαιότητας με τις εταιρικές επενδύσεις των εισηγμένων επιχειρήσεων στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Με βάση τη βιβλιογραφία η Οικονομική Πολιτική Αβεβαιότητα έχει σημαντική επίδραση στην εταιρική επενδυτική συμπεριφορά. Με την εμπειρική αυτή έρευνα θέλουμε να διαπιστώσουμε εάν η επενδυτική συμπεριφορά των εισηγμένων εταιρειών στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών έχει σημαντική αρνητική ή θετική σχέση με την Οικονομική Πολιτική Αβεβαιότητα. Η εργασία μας βασίζεται κυρίως στη σημασία της εσωτερικής Οικονομικής Πολιτικής Αβεβαιότητας, αλλά επιδιώκουμε ταυτόχρονα να έχουμε και μια εικόνα από την επίπτωση της ευρωπαϊκής και της παγκόσμιας Οικονομικής Πολιτικής Αβεβαιότητας ώστε να διαπιστώσουμε αν ο αντίκτυπος τους έχει παρόμοια ή διαφορετική επίδραση στις εταιρικές επενδύσεις στην Ελλάδα από εκείνη των χωρών που έχουν μελετηθεί. Η υπάρχουσα βιβλιογραφία τεκμηριώνει ότι η αβεβαιότητα που σχετίζεται με την οικονομία και την πολιτική μπορεί να μειώσει τις εταιρικές επενδύσεις. Για να διαπιστώσουμε την ύπαρξη του φαινομένου αυτού στην Ελλάδα, μια χώρα με ασταθές οικονομικό κυρίως περιβάλλον, αλλά κατά καιρούς και πολιτικό, χρησιμοποιήσαμε ως αρχικό δείγμα μια ομάδα από 126 εταιρείες εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών κατά την περίοδο 2008-2021. Τα δεδομένα της έρευνας μας, αντλήθηκαν από την βάση δεδομένων Wordscope.

Στην εργασία μας, περιλάβαμε ως δείκτες αβεβαιότητας, τον Ελληνικό δείκτη Οικονομικής Πολιτικής Αβεβαιότητας (EPU), τον Ευρωπαϊκό δείκτη αβεβαιότητας (EURNEWS) και τον Παγκόσμιο δείκτη (GEPU). Ο Ελληνικός δείκτης που χρησιμοποιούμε, είναι αυτός των Γκίκα Χαρδούβελη, Γεώργιου Καραλά, Δημήτριου Καραναστάση και Παναγιώτη Σαμαρτζή, ο οποίος σύμφωνα με την ιστοσελίδα <https://www.policyuncertainty.com> κατασκευάστηκε από άρθρα που δημοσιεύτηκαν

σε τέσσερις ελληνικές εφημερίδες, και αυτές είναι «Το Βήμα», «Τα Νέα», η «Ναυτεμπορική» και η «Καθημερινή». Η μέθοδος τους για την κατασκευή του, βασίστηκε στο δείκτη Οικονομικής Πολιτικής Αβεβαιότητας "Measuring Economic Policy Uncertainty" των Scott Baker, Nick Bloom και Steven Davis (2016), και τρέχει από τον Ιανουάριο του 1998 έως σήμερα. Ο δείκτης GEPU είναι ένας σταθμισμένος μέσος όρος του ΑΕΠ των εθνικών δεικτών EPU για 21 χώρες: Αυστραλία, Βραζιλία, Καναδάς, Χιλή, Κίνα, Κολομβία, Γαλλία, Γερμανία, Ελλάδα, Ινδία, Ιρλανδία, Ιταλία, Ιαπωνία, Μεξικό, Ολλανδία, Ρωσία, Νότια Κορέα, Ισπανία, Σουηδία, Ηνωμένο Βασίλειο και Ηνωμένες Πολιτείες ενώ ο δείκτης αβεβαιότητας της Ευρώπης (EURNEWS) περιλαμβάνει πέντε ευρωπαϊκές χώρες, τη Γαλλία, τη Γερμανία, το Ηνωμένο Βασίλειο, την Ισπανία και την Ιταλία.

Για να εξετάσουμε επομένως την επίδραση της Οικονομικής Πολιτικής Αβεβαιότητας διατυπώσαμε την εξής **Υπόθεση**:

Οι επενδύσεις των εταιρειών μειώνονται όταν αυξάνεται η Οικονομική Πολιτική Αβεβαιότητα και αντίστροφα.

Για τον έλεγχο της υπόθεσης αυτής, οι επενδύσεις των επιχειρήσεων (INV) ορίστηκαν ως εξαρτημένη μεταβλητή οι τιμές της οποίας επηρεάζονται από τις τιμές των ανεξάρτητων μεταβλητών, ενώ ως ανεξάρτητες μεταβλητές, ορίστηκαν οι προαναφερόμενοι δείκτες οικονομικής πολιτικής αβεβαιότητας και μερικοί οικονομικοί παράγοντες, όπως οι καθαρές ταμειακές ροές (CF), οι πωλήσεις (SALES), τα καθαρά κέρδη (ROA), η μόχλευση (LEVERAGE), το μέγεθος (SIZE), το Tobin's q, των επιχειρήσεων, καθώς και η μεταβολή του ΑΕΠ (GDP).

Για τη διερεύνηση της υπόθεσης μας, πραγματοποιήσαμε τόσο ενιαία γραμμική παλινδρόμηση (Pooled linear regression analysis) όσο και ανάλυση δεδομένων panel χρησιμοποιώντας τους εκτιμητές σταθερών (fixed effects) και τυχαίων επιδράσεων (random effects) λόγω της δομής των δεδομένων, καθώς χρησιμοποιήθηκε δείγμα από 126 επιχειρήσεις για 13 χρονικές στιγμές ($t=2008, 2009, \dots, 2021$).

Η ανάλυση δεδομένων panel, χρησιμοποιείται ευρέως στις οικονομικές επιστήμες, τις κοινωνικές επιστήμες, στις επιστήμες υγείας και την οικονομετρία, η οποία ασχολείται με τα δεδομένα σε δύο διαστάσεις. Τα δεδομένα συνήθως συλλέγονται σε πρώτη

διάσταση με την πάροδο του χρόνου και σε δεύτερη διάσταση, πάνω στις ίδιες μονάδες-επιχειρήσεις και στη συνέχεια ακολουθεί μια παλινδρόμηση σε αυτές τις δύο διαστάσεις. Στη πολυδιάστατη ανάλυση, τα δεδομένα συλλέγονται σε περισσότερες από δύο διαστάσεις.

Το μοντέλο της γραμμικής παλινδρόμησης για δεδομένα panel μπορεί να γραφεί ως εξής:

$$Y_{it} = a_i + b_1 X_{1it} + b_2 X_{2it} + b_3 X_{3it} + \dots + b_n X_{nit} + u_{it}$$

όπου: η Y_{it} είναι η τιμή της εξαρτημένης μεταβλητής (επενδύσεις) για την i επιχείρηση τη χρονική στιγμή t , a_i είναι η σταθερά, b_n είναι ο συντελεστής παλινδρόμησης της κάθε ανεξάρτητης μεταβλητής, X_{nit} είναι η τιμή των δεικτών και των παραγόντων $n=1, \dots, n$ που ορίστηκαν προηγουμένως και u_{it} είναι η τιμή του διαταρακτικού όρου.

Η πρώτη ανάλυση που διενεργήθηκε σχετικά με την πιθανή επίδραση των ανεξάρτητων δεικτών και παραγόντων στις επενδύσεις, ήταν αυτή της μεθόδου των ελαχίστων τετραγώνων (OLS). Επιπλέον, για να διερευνηθεί η υπόθεση ότι οι δείκτες και οι παράγοντες που ορίστηκαν ως οι ανεξάρτητες μεταβλητές της σχέσης επηρεάζουν τις επενδύσεις, χρησιμοποιήθηκε αρχικά ένα μοντέλο σταθερών επιδράσεων αποτελέσματος (fixed effect model), το οποίο επιτρέπει οι επιδράσεις του σταθερού στοιχείου a να συσχετίζονται με τους εκτιμητές του χ .

Κάθε στοιχείο έχει διαφορετικό όρο αλληλεπίδρασης, αλλά τις ίδιες παραμέτρους κλίσης. Το μοντέλο σταθερών επιδράσεων δίνεται από τον τύπο:

$$Y_{it} = a_i + X_{it} + e_{it}$$

Έπειτα, εφαρμόστηκε ένα μοντέλο τυχαίων επιδράσεων (random effect model) το οποίο υποθέτει ότι οι επιδράσεις του όρου a είναι ανεξάρτητες από τους εκτιμητές. Το a_i περιλαμβάνεται στον όρο σφάλματος. Κάθε στοιχείο έχει τους ίδιους παραμέτρους κλίσης και ένα σύνθετο όρο σφάλματος $e_{it} = a_i + e_{it}$. Έτσι το μοντέλο των τυχαίων επιδράσεων μπορεί να οριστεί ως εξής:

$$Y_{it} = X_{it}\beta + (a_i + e_{it})$$

Στην συνέχεια, προκειμένου να εξετάσουμε αν οι τυχαίες ή σταθερές διαστρωματικές επιδράσεις είναι πιο κατάλληλες, πραγματοποιήθηκε ο έλεγχος Hausman. Η μηδενική

υπόθεση του ελέγχου είναι ότι, ο συντελεστής συσχέτισης μεταξύ του διαταρακτικού όρου u_{it} της επεξηγηματικής μεταβλητής X_{it} είναι μηδέν. Με τον έλεγχο Hausman η μηδενική υπόθεση θεωρεί προτιμότερο το μοντέλο των τυχαίων επιδράσεων και η εναλλακτική υπόθεση θεωρεί προτιμότερο το μοντέλο των σταθερών επιδράσεων.

Η οικονομετρική ανάλυση πραγματοποιήθηκε στο λογισμικό STATA 14.

Στο παρακάτω πίνακα (4), εμφανίζονται οι μεταβλητές που χρησιμοποιήθηκαν στην οικονομετρική ανάλυση, καθώς και ο ορισμός τους.

ΠΙΝΑΚΑΣ 4 . Ορισμός μεταβλητών

lnEPU	Λογάριθμος του Ελληνικού δείκτη Οικονομικής Πολιτικής Αβεβαιότητας
lnEURNEWS	Λογάριθμος του Ευρωπαϊκού δείκτη Οικονομικής Πολιτικής Αβεβαιότητας
lnGEPUcurr	Λογάριθμος του Παγκόσμιου δείκτη Οικονομικής Πολιτικής Αβεβαιότητας
lnINV	Λογάριθμος επενδύσεων κεφαλαίου/ Ενεργητικό _{t-1}
CF	Καθαρές ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες/ Ενεργητικό _{t-1}
TOBINS'Q	(Χρηματιστηριακή αξία + Συνολικό χρέος)/ Ενεργητικό _{t-1}
SALES	Συνολικές Πωλήσεις/ Ενεργητικό _{t-1}
SIZE	Λογάριθμος Τρέχοντος ενεργητικού
ROA	Καθαρά κέρδη// Ενεργητικό _{t-1}
LEVERAGE	Συνολικές υποχρεώσεις// Ενεργητικό _{t-1}
GDP	Μεταβολή ΑΕΠ

3.2 Εξειδίκευση Οικονομικού Υποδείγματος

Το μοντέλο της γραμμικής πολλαπλής παλινδρόμησης σε δεδομένα panel το οποίο αποτυπώνει τη σχέση μεταξύ της εξαρτημένης μεταβλητής (INV) και της κύριας ανεξάρτητης μεταβλητής (EPU) καθώς και των λοιπών μεταβλητών ελέγχου γράφεται ως εξής:

$$\ln INV_{it} = \beta_0 + \beta_1 (\text{Economic Policy Uncertainty})_{it} + \beta_2 CF_{i,t} + \beta_3 \text{TOBINS}'Q_{i,t} + \beta_4 \text{SALES}_{i,t} + \beta_5 \text{LNSIZE}_{it} + \beta_6 \text{ROA}_{i,t} + \beta_7 \text{LEVERAGE}_{i,t} + \beta_8 \text{GDP}_{i,t} + \text{time effect} + \text{industry effect} + u_{i,t}$$

Όπου, η $(\text{Economic Policy Uncertainty})_{it}$ είναι η κύρια ανεξάρτητη μεταβλητή, δηλαδή ο δείκτης Οικονομικής Πολιτικής Αβεβαιότητας, χρησιμοποιώντας εναλλακτικά τον Ελληνικό δείκτη Οικονομικής Πολιτικής Αβεβαιότητας (EPU), τον Ευρωπαϊκό δείκτη (EURNEWS) και τον Παγκόσμιο (GEPU). Οι δε υπόλοιπες μεταβλητές ελέγχου, είναι οι ταμιακές ροές των επιχειρήσεων (CF), που ορίζονται ως οι καθαρές ταμιακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες προς το ενεργητικό, η (TOBINS'Q) που ορίζεται ως ο λόγος της χρηματιστηριακής αξίας και του συνολικού χρέους προς το ενεργητικό, οι πωλήσεις (SALES) που ορίζονται ως ο λόγος συνολικές πωλήσεις προς ενεργητικό, το μέγεθος (LNSIZE) των επιχειρήσεων, που ορίζεται ως ο λογάριθμος του τρέχοντος ενεργητικού, τα κέρδη (ROA), που ορίζονται ως ο λόγος των καθαρών κερδών προς το ενεργητικό, η μόχλευση (LEVERAGE), που ορίζεται ως ο λόγος των συνολικών υποχρεώσεων προς το ενεργητικό, η μεταβολή του ακαθάριστου εγχώριου προϊόντος (GDP), καθώς και οι μεταβλητές (time effect) και (industry effect) που ορίζονται ως σταθερές επιδράσεις χρόνου και κλάδου, το β_0 είναι ο σταθερός όρος, $(\beta_1, \beta_2, \dots)$ είναι οι σταθεροί συντελεστές των ανεξάρτητων μεταβλητών, και u_{it} ο διαταρακτικός όρος.

3.3 Αποτελέσματα

3.3.1 Περιγραφικές Στατιστικές

Στην εμπειρική μας διερεύνηση, παρατηρήσαμε όπως μπορούμε να δούμε και στο παρακάτω σχετικό πίνακα, ότι από το σύνολο των εισηγμένων επιχειρήσεων του δείγματος, το μεγαλύτερο ποσοστό καταλαμβάνουν οι επιχειρήσεις του κλάδου Consumer Cyclicals (Καταναλωτικές Κυκλικές) με ποσοστό στο σύνολο των παρατηρήσεων 25,32%, ή (434) επιχειρηματικές μονάδες, ακολουθεί ο κλάδος των Industrials (βιομηχανικών) με ποσοστό στο σύνολο των παρατηρήσεων 19,19% ή (329) επιχειρήσεις, έπειτα ο κλάδος των Basic Materials (βασικών υλών) με ποσοστό στο σύνολο των παρατηρήσεων 16,63% (285), ο κλάδος της τεχνολογίας (Technology) με ποσοστό 15,23% (261) και ο κλάδος των Consumer Non-Cyclicals με ποσοστό στο σύνολο των παρατηρήσεων 12,08% (207). Δηλαδή το 76,37% των παρατηρήσεων αποτελείται από τους πέντε αυτούς κλάδους (Basic Materials, Consumer Cyclicals, Consumer Non-Cyclicals, Industrials, Technology).

ΠΙΝΑΚΑΣ 5. Κατανομή παρατηρήσεων συνολικού δείγματος (2008-2021)

Κλάδος οικονομικής δραστηριότητας	Συχνότητες	Ποσοστό	Αθροιστική συχνότητα
Basic Materials	285	16.63	16.63
Consumer Cyclicals	434	25.32	41.95
Consumer Non-Cyclicals	207	12.08	54.03
Energy	68	3.97	57.99
Healthcare	42	2.45	60.44
Industrials	329	19.19	79.64
Technology	261	15.23	94.87
Telecommunications Services	14	0.82	95.68
Utilities	74	4.32	100.00
Σύνολο	1.714	100	

Στον παρακάτω Πίνακα (6) σύμφωνα με τα στοιχεία του δείγματος, παρατηρούμε ότι, η μέση τιμή της εγχώριας Οικονομικής Πολιτικής Αβεβαιότητας (EPU) είναι 101,9 με ελάχιστη 63,36 και μέγιστη 130,2 ενώ οι αντίστοιχες μέσες τιμές για την Ευρωπαϊκή αβεβαιότητα (EURNEWS) και την Παγκόσμια (GEPU) είναι 194,26 και 166,43 αντίστοιχα.

Οι κεφαλαιουχικές δαπάνες για επενδύσεις (INV) στο δείγμα μας, αντιπροσωπεύουν το 3,2% του συνόλου των περιουσιακών στοιχείων κατά μέσο όρο, με ελάχιστη τιμή 0% και μέγιστη 71%. Η μέση λειτουργική ταμειακή ροή (CF) ανέρχεται στο 4% του συνόλου του ενεργητικού, ενώ τα μέσα έσοδα από πωλήσεις (SALES) αγγίζουν το 84,9% του συνόλου των περιουσιακών στοιχείων στη δειγματοληπτική περίοδο. Η μέση (διάμεση) τιμή του Tobin'q (χρηματιστηριακή αξία και συνολικό χρέος στο σύνολο του ενεργητικού) είναι 81% (66%). Ο μέσος λόγος μόχλευσης (LEVERAGE) είναι 39,6%, του συνόλου του ενεργητικού και κυμαίνεται ευρέως από 0% έως 702,9%.

Στις εταιρείες του δείγματός μας, φαίνεται ότι η απόδοση του ενεργητικού παρουσιάζει μεγάλη διασπορά. Η μέση απόδοση είναι αρνητική και φτάνει το -1,3% , ενώ οι μισές επιχειρήσεις έχουν απόδοση ενεργητικού που ανέρχεται στο 0,2%, δηλαδή κοντά στο μηδέν, η δε μέγιστη τιμή της ανέρχεται στο 79,5%. Η μέση μεταβολή του ΑΕΠ (GDP) την περίοδο της εξέτασης είναι - 2,02% με ελάχιστη τιμή μεταβολής -10,15% και μέγιστη τιμή 8,3%.

Πίνακας 6. Περιγραφικά μέτρα

VARIABLES	(1) N	(2) mean	(3) sd	(4) p25	(5) p50	(6) p75	(7) min	(8) max	(9) skewness
EPU	1,714	101.898	18.441	96.017	101.210	118.270	63.364	130.199	-0.447
EURNEWS	1,714	194.264	45.163	163.499	194.740	226.049	119.526	274.781	0.097
GEPU _{cur}	1,714	166.426	59.322	121.359	146.250	189.667	105.997	320.063	1.274
lnEPU	1,714	4.606	0.195	4.565	4.617	4.773	4.149	4.869	-0.811
lnEURNEWS	1,714	5.241	0.241	5.097	5.272	5.421	4.784	5.616	-0.318
lnGEPU _{cur}	1,714	5.060	0.318	4.799	4.985	5.245	4.663	5.769	0.743
GDP	1,714	-2.020	4.606	-5.479	-0.487	1.092	-10.149	8.300	-0.029
INV	1,588	0.032	0.052	0.005	0.017	0.040	0.000	0.713	5.886
lnINV	1,571	-4.330	1.620	-5.249	-4.058	-3.200	-13.220	-0.339	-1.062
CF	1,588	0.040	0.079	-0.001	0.033	0.075	-0.355	1.052	1.872
TOBINS'Q	1,588	0.811	0.599	0.472	0.660	0.903	0.028	6.611	1.321
LEVERAGE	1,714	0.396	0.434	0.186	0.336	0.496	0.000	7.029	1.805
SALES	1,588	0.849	1.433	0.344	0.562	0.916	0.001	23.285	1.299
SIZE	1,714	17.527	1.722	16.384	17.119	18.584	13.196	22.609	0.549
ROA	1,714	-0.013	0.121	-0.039	0.002	0.030	-2.635	0.795	-1.844
Αριθμ.επιχ.	126	126	126	126	126	126	126	126	126

Στο πίνακα (7) που ακολουθεί, στον οποίο φαίνεται η συσχέτιση μεταξύ των μεταβλητών, παρατηρούμε ότι υπάρχει μια μικρή θετική συσχέτιση στατιστικά σημαντική μεταξύ της Οικονομικής Πολιτικής Αβεβαιότητας στην Ελλάδα (EPU) και των επενδύσεων (INV) των εταιρειών του δείγματος και ακόμη πιο μικρή, όχι στατιστικά σημαντική, θετική συσχέτιση μεταξύ των επενδύσεων και της Οικονομικής Πολιτικής Αβεβαιότητας στην Ευρώπη (EURNEWS) και Παγκοσμίως (GEPU). Στατιστικά σημαντική υψηλή θετική συσχέτιση παρατηρούμε ότι υπάρχει ανάμεσα στις επενδύσεις (INV) και στις καθαρές ταμειακές ροές (CF), τα καθαρά κέρδη (ROA), το μέγεθος (SIZE) και τη μόχλευση (LEVERAGE) των επιχειρήσεων που σημαίνει ότι όσο αυξάνουν αυτοί οι παράγοντες αυξάνουν οι επενδύσεις των επιχειρήσεων. Πιο μικρή αλλά στατιστικά σημαντική θετική συσχέτιση υπάρχει μεταξύ των επενδύσεων και της μεταβλητής Tobin's q δηλαδή της χρηματιστηριακής αξίας και του συνολικού χρέους προς το σύνολο του ενεργητικού. Μη στατιστικά σημαντική θετική συσχέτιση υπάρχει μεταξύ των επενδύσεων (INV) και της μεταβολής του ΑΕΠ (GDP). Αξιοσημείωτη είναι και η αρνητική στατιστικά σημαντική συσχέτιση μεταξύ της αβεβαιότητας στην Ελλάδα (EPU) και της Ευρωπαϊκής (EURNEWS) και Παγκόσμιας (GEPU), κάτι το οποίο φανερώνει, ότι κατά την εξεταζόμενη περίοδο, η αβεβαιότητα στην Ελλάδα, έχει πολύ μεγάλη διάρκεια και ιδιαίτερα χαρακτηριστικά που την καταστύουν ασυνήθιστη, μοναδική και πολυεπίπεδη. Οι ταμιακές ροές (CF), των επιχειρήσεων και τα κέρδη (ROA) τους, επηρεάζονται αρνητικά και στατιστικά σημαντικά από την αβεβαιότητα στην Ευρώπη (EURNEWS), κάτι το οποίο υποδηλώνει ότι, οι επιχειρήσεις του δείγματος, επηρεάζονται σε σημαντικό βαθμό αρνητικά από τις εξελίξεις στο οικονομικό περιβάλλον στο οποίο δραστηριοποιούνται κυρίως και από το οποίο αντλούν πόρους. Η συσχέτιση μεταξύ της μόχλευσης (LEVERAGE) και της αβεβαιότητας στην Ευρώπη (EURNEWS) είναι θετική και στατιστικά σημαντική, που σημαίνει ότι, όταν αυξάνει η μόχλευση αυξάνει και η αβεβαιότητα στην Ευρώπη και αντίστροφα. Η συσχέτιση μεταξύ της μόχλευσης και της εγχώριας αβεβαιότητας είναι αρνητική και στατιστικά σημαντική που σημαίνει ότι η μόχλευση μειώνεται καθώς αυξάνει η αβεβαιότητα στην Ελλάδα (EPU), ενδεχομένως διότι, η πρόσβαση στον εγχώριο δανεισμό κατά την περίοδο αυτή δεν είναι εύκολη. Ο λόγος χρηματιστηριακή αξία

και το συνολικό χρέος προς το ενεργητικό (TOBINS'Q) αυξάνει σημαντικά, (0.2165^{*}) καθώς αυξάνει η παγκόσμια αβεβαιότητα.

Στο πίνακα, όπως μπορούμε να δούμε, δεν υπάρχουν μεγάλες θετικές ή αρνητικές τιμές (>0,8) των συντελεστών συσχέτισης των ανεξάρτητων μεταβλητών, εκτός από εκείνη μεταξύ της Ευρωπαϊκής οικονομικής πολιτικής αβεβαιότητας και της παγκόσμιας (0.8119^{*}) πράγμα το οποίο σημαίνει ότι δεν υπάρχει «πρόβλημα πολυσυγγραμμικότητας», δηλαδή δεν υπάρχουν ισχυρές συσχετίσεις μεταξύ των ανεξάρτητων μεταβλητών του οικονομετρικού μας υποδείγματος. Επομένως, οι ανεξάρτητες μεταβλητές του υποδείγματος συνεισφέρουν σημαντικά στην πρόβλεψη της εξαρτημένης μεταβλητής. Αντίθετα, στην περίπτωση που υπήρχαν ισχυρές συσχετίσεις μεταξύ των ανεξάρτητων μεταβλητών, τότε το στατιστικό συμπέρασμα που θα προέκυπτε, θα ήταν ότι αυτές οι μεταβλητές συνεισφέρουν ελάχιστα ή και καθόλου στην πρόβλεψη της εξαρτημένης μεταβλητής οπότε και θα έπρεπε να απομακρυνθούν από το μοντέλο.

Πίνακας 7 . Συσχέτιση μεταβλητών

	lnINV	lnEPU	lnEURNEWS	lnGEPUcur	CF	TOBIN'Q	ROA	SALES	SIZE	LEV	GDP
lnEPU	0.0511*	1									
lnEURNEWS	0.0321	-0.2345*	1								
lnGEPUcur	0.0195	-0.6512*	0.8119*	1							
CF	0.3013*	-0.0737*	-0.0731*	0.0043	1						
TOBINS'Q	0.0970*	-0.2643*	0.1026*	0.2165*	0.1742*	1					
ROA	0.2590*	-0.0530*	-0.0643*	-0.024	0.2828*	0.0978*	1				
SALES	0.0735*	0.0097	-0.0161	-0.0176	0.1146*	0.0079	0.0884*				
SIZE	0.3076*	-0.0191	-0.0406	-0.0215	0.2080*	-0.0727*	0.2339*	0.0747*	1		
LEVERAGE	0.2112*	-0.1144*	0.1198*	0.1533*	-0.1956*	0.3075*	-0.3829*	0.0617*	-0.0854*	1	
GDP	0.0164	-0.3422*	-0.0233	0.0585*	0.0283	0.1206*	0.0733*	0.0138	0.0108	0.0508*	1

* p<0.05

Στον ακόλουθο πίνακα (8) παρουσιάζονται οι εκτιμήσεις τόσο της ενιαίας παλινδρόμησης όσο και των υποδειγμάτων σταθερών (fixed effects) και τυχαίων επιδράσεων (random effects). Όσο αναφορά την επιλογή του καταλληλότερου υποδείγματος για ερμηνεία μεταξύ των σταθερών και τυχαίων επιδράσεων ο έλεγχος Hausman ($p=0.9970>0.05$) υποδεικνύει ότι το κατάλληλο υπόδειγμα είναι αυτό των τυχαίων επιδράσεων.

Ειδικότερα, παρατηρούμε ότι υπάρχει στατιστικά σημαντική θετική σχέση μεταξύ των επενδύσεων (INV) των επιχειρήσεων του δείγματος και των μεταβλητών της εγχώριας Οικονομικής Πολιτικής Αβεβαιότητας (EPU), των καθαρών κερδών (ROA) και του μεγέθους (SIZE) των επιχειρήσεων. Αυτό ενδεχομένως υποδεικνύει ότι η Οικονομική Πολιτική Αβεβαιότητα θεωρείται για τους επιχειρηματίες των εισηγμένων επιχειρήσεων στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών ως «ευκαιρία», καθώς, σύμφωνα με την κλασική θεωρία του Knight (1921) οι επιχειρηματίες έχουν την ικανότητα να αναγνωρίζουν και να εκμεταλλεύονται τις επενδυτικές ευκαιρίες σε συνθήκες αβεβαιότητας και να αποκομίζουν κέρδη μέσω της ενοποίησης των πόρων. Μία αύξηση της Οικονομικής Πολιτικής Αβεβαιότητας (EPU) κατά 1 μονάδα, σύμφωνα με τα αποτελέσματα των εκτιμήσεων, θα επιφέρει αύξηση κατά 0,97% στην εξαρτημένη μεταβλητή (INV). Επίσης η αύξηση των καθαρών κερδών και το μέγεθος των επιχειρήσεων συμβάλουν στην αύξηση των επενδύσεων τους.

Μια άλλη εξήγηση για το ότι δεν επαληθεύεται η υπόθεση μας ότι:

«Οι επενδύσεις (INV) των εταιρειών μειώνονται όταν αυξάνεται η Οικονομική Πολιτική Αβεβαιότητα και αντίστροφα»,

στην περίπτωση μας, μπορεί να βασιστεί στο γεγονός ότι, κατά την περίοδο που εξετάζουμε 2008-2021, οι συνθήκες αλλάζουν σημαντικά κατά επιμέρους περιόδους και μπορούμε να πούμε ότι είναι πολύ διαφορετικές κατά την υποπερίοδο 2008-2013 κατά την οποία, τα μεγάλα διαρθρωτικά προβλήματα και τα δημοσιονομικά ελλείματα δημιουργούν τεράστια ύφεση και διαφορετικές κατά την υποπερίοδο 2013-2019, κατά την οποία αρχίζει μια σχετική ανάπτυξη στη χώρα, όμως, πολιτικά κυρίως προβλήματα που εμφανίζονται την περίοδο αυτή, αυξάνουν την Οικονομική και Πολιτική Αβεβαιότητα και εμποδίζουν την επέκταση της διαφαινόμενης ανάπτυξης και εντελώς διαφορετικές είναι οι συνθήκες κατά την υποπερίοδο covid 2020-2021

κατά την οποία, η οικονομική δραστηριότητα σε πολλούς κλάδους της οικονομίας σταματάει ή περιορίζεται σημαντικά.

Επίσης παρατηρούμε να επαληθεύεται η υπόθεση μας στην περίπτωση που στο υπόδειγμα ως πρωταρχική επεξηγηματική μεταβλητή χρησιμοποιούμε την Ευρωπαϊκή (EURNEWS) και την παγκόσμια Οικονομική Πολιτική Αβεβαιότητα (GEPU).

Όπως μπορούμε να δούμε, οι επενδύσεις των επιχειρήσεων του δείγματος μας, έχουν αρνητική, στατιστικά σημαντική σχέση, με την αβεβαιότητα στην Ευρώπη και στον Κόσμο, ενώ τα κέρδη (ROA) και το μέγεθος (SIZE) τους, συνεχίζουν να έχουν στατιστικά σημαντική και θετική σχέση, σε αντίθεση με τη μόχλευση τους (LEVERAGE), η οποία έχει αρνητική στατιστικά σημαντική σχέση με τις επενδύσεις στη περίπτωση της απλής παλινδρόμησης με τη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων, πράγμα το οποίο είναι συνεπές με τη θεωρία, η οποία λέει, ότι η αύξηση της μόχλευσης, μειώνει τα διαθέσιμα κεφάλαια για επενδύσεις. Η επιβεβαίωση της υπόθεσης μας στις περιπτώσεις αυτές, ενδεχομένως να υποδεικνύει ότι ο δείκτης της Ελληνικής Οικονομικής Πολιτικής Αβεβαιότητας (EPU), ο οποίος βασίζεται στα άρθρα των τεσσάρων ελληνικών εφημερίδων, «Το Βήμα», «Τα Νέα», τη «Ναυτεμπορική» και τη «Καθημερινή», να μην είναι μια αυστηρά εξωγενής μεταβλητή, δηλαδή μπορεί να επηρεάζεται από τις πολιτικές δυνάμεις της χώρας, ενώ στην περίπτωση που χρησιμοποιούμε την Ευρωπαϊκή (EURNEWS) και την Παγκόσμια Οικονομική Πολιτική Αβεβαιότητα (GEPU), αυτό το ενδεχόμενο μετριάζεται. Επιπλέον, η αβεβαιότητα της οικονομικής πολιτικής της Ευρώπης, συνδέεται στενά με την αβεβαιότητα στην Ελλάδα, η οποία ως μέλος της, επηρεάζεται σημαντικά από τις αποφάσεις που λαμβάνονται στα κέντρα λήψης τέτοιων αποφάσεων της Ευρώπης και η Παγκόσμια αβεβαιότητα στο σημερινό Παγκοσμιοποιημένο Οικονομικό περιβάλλον, επίσης αναπόφευκτα, επηρεάζει την παγκόσμια κοινότητα και επομένως οι κραδασμοί της έχουν επίπτωση και στην Ελλάδα. Τα αποτελέσματα αυτά, μπορούμε να πούμε ότι συνάδουν με την μελέτη των Wang, Y., Chen, C. R., & Huang, Y. S. (2014) στην Κίνα, κατά τους οποίους, τα διαφορετικά χαρακτηριστικά των επιχειρήσεων και του περιβάλλοντος που αυτές δραστηριοποιούνται, επηρεάζουν το βαθμό και τη σχέση της οικονομικής πολιτικής αβεβαιότητας και των επενδύσεων.

Πίνακας 8 . Εκτιμήσεις οικονομετρικών υποδειγμάτων (εξαρτημένη μεταβλητή lnINV)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
VARIABLES	EPU	EPU	EPU	EURNEWS	EURNEWS	EURNEWS	GEPU	GEPU	GEPU
	OLS	FE	RE	OLS	FE	RE	OLS	FE	RE
lnEPU	0.972** (2.275)	1.341*** (3.456)	1.223*** (3.020)						
lnEURNEWS				-0.441** (-2.275)	-0.608*** (-3.456)	-0.555*** (-3.020)			
lnGEPU_{cur}							-0.337** (-2.275)	-0.464*** (-3.456)	-0.423*** (-3.020)
TOBINS'Q	0.199** (2.206)	0.309* (1.713)	0.267 (1.601)	0.199** (2.206)	0.309* (1.713)	0.267 (1.601)	0.199** (2.206)	0.309* (1.713)	0.267 (1.601)
ROA	1.107** (2.345)	0.721** (2.097)	0.809** (2.138)	1.107** (2.345)	0.721** (2.097)	0.809** (2.138)	1.107** (2.345)	0.721** (2.097)	0.809** (2.138)
SALES	-0.095** (-2.176)	-0.053 (-1.170)	-0.065 (-1.549)	-0.095** (-2.176)	-0.053 (-1.170)	-0.065 (-1.549)	-0.095** (-2.176)	-0.053 (-1.170)	-0.065 (-1.549)
SIZE	0.297*** (7.917)	0.223* (1.729)	0.291*** (3.580)	0.297*** (7.917)	0.223* (1.729)	0.291*** (3.580)	0.297*** (7.917)	0.223* (1.729)	0.291*** (3.580)

LEVERAGE	-0.333** (-2.132)	-0.282 (-1.541)	-0.273 (-1.501)	-0.333** (-2.132)	-0.282 (-1.541)	-0.273 (-1.501)	-0.333** (-2.132)	-0.282 (-1.541)	-0.273 (-1.501)
GDP	0.008 (0.873)	0.008 (1.367)	0.008 (1.219)	-0.005 (-0.604)	-0.010 (-1.631)	-0.009 (-1.431)	-0.006 (-0.734)	-0.012* (-1.817)	-0.010 (-1.600)
Constant	-13.742*** (-7.005)	-13.994*** (-4.429)	-14.801*** (-6.136)	-7.252*** (-5.911)	-5.045** (-2.225)	-6.638*** (-4.224)	-7.781*** (-7.464)	-5.775** (-2.574)	-7.304*** (-4.929)
Observations	1,571	1,571	1,571	1,571	1,571	1,571	1,571	1,571	1,571
R-squared	0.539	0.098		0.539	0.098		0.539	0.098	
Number of id	126	126	126	126	126	126	126	126	126
Hausman test	chi2(18) =5.78; Prob>chi2 = 0.9970			chi2(18) =5.78; Prob>chi2 =0.9970			chi2(18) =5.78; Prob>chi2 =0.9970		

Robust t-statistics in parentheses, *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Αναλύοντας τη σχέση της Οικονομικής Πολιτικής Αβεβαιότητας στην Ελλάδα με τις εταιρικές επενδύσεις των εισηγμένων επιχειρήσεων στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών για την περίοδο 2008-2021, έχοντας ορίσει στο οικονομετρικό μας υπόδειγμα ως εξαρτημένη μεταβλητή τις επενδύσεις (INV) και ως κύριες ανεξάρτητες μεταβλητές εναλλακτικά τον Ελληνικό δείκτη αβεβαιότητας (EPU) τον Ευρωπαϊκό δείκτη (EURNEWS) και τον παγκόσμιο (GEPU), διαπιστώνουμε, ότι η υπόθεση περί αρνητικής σχέσης, για την διερεύνηση της οποίας πραγματοποιήσαμε τόσο ενιαία γραμμική παλινδρόμηση (Pooled linear regression analysis) όσο και ανάλυση δεδομένων panel χρησιμοποιώντας τους εκτιμητές σταθερών (fixed effects) και τυχαίων επιδράσεων (random effects), μεταξύ της Οικονομικής Πολιτικής Αβεβαιότητας (EPU) και των επενδύσεων των επιχειρήσεων του δείγματος, δεν αποδεικνύεται, σε αντίθεση με την υπάρχουσα διεθνή βιβλιογραφία .

Αντίθετα, η υπόθεση της αρνητικής σχέσης επιβεβαιώνεται στην περίπτωση της χρήσης στο υπόδειγμα μας του δείκτη της Ευρωπαϊκής και της Παγκόσμιας Οικονομικής Πολιτικής Αβεβαιότητας. Αυτό μπορεί να εξηγηθεί με δύο πιθανούς τρόπους:

Πρώτον ο δείκτης EPU της Ελλάδας εξάγεται από τα άρθρα τεσσάρων συγκεκριμένων εφημερίδων και με δεδομένο το γεγονός ότι την περίοδο που εξετάζουμε κυριαρχούν έντονες πολιτικές αντιπαραθέσεις, ενδεχομένως η αντικειμενικότητα και η διαφάνεια του δείκτη, να επηρεάζεται από τη πολιτική μεροληψία.

Δεύτερον, η περίοδος την οποία εξετάζουμε, είναι μια μακρά περίοδος παρατεταμένης κρίσης, που όμως διακρίνεται σε τρεις υποπεριόδους με διαφορετικά χαρακτηριστικά. Επιπλέον, τα χαρακτηριστικά των επιχειρήσεων στην Ελλάδα διαφέρουν αρκετά με εκείνα των αναπτυσσόμενων χωρών. Επομένως, ίσως θα ήταν χρήσιμο, ο δείκτης αβεβαιότητας της χώρας, να δομηθεί με χρήση άρθρων από περισσότερα μέσα ενημέρωσης και όχι μόνο από τα έντυπα μέσα. Επίσης, η ανάλυση της σχέσης της Οικονομικής Πολιτικής Αβεβαιότητας στην Ελλάδα με τις εταιρικές επενδύσεις των εισηγμένων επιχειρήσεων στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, θα μπορούσε να γίνει χωριστά για κάθε υποπερίοδο ώστε να εξαχθούν πιο ασφαλή συμπεράσματα.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- Al-Thaqeb, S. A., & Algharabali, B. G. (2019). Economic policy uncertainty: A literature review. *The Journal of Economic Asymmetries*, 20, e00133.
- Alexopoulos, M., & Cohen, J. (2015). *The power of print: Uncertainty shocks, markets, and the economy. International Review of Economics & Finance*, 40, 8–28.
- Baker, S. R., Bloom, N., & Davis, S. J. (2012). Has Economic Policy Uncertainty Hampered the Recovery? SSRN Electronic Journal.
- Baker, S. R., Bloom, N., & Davis, S. J. (2016). Measuring Economic Policy Uncertainty. *The Quarterly Journal of Economics*, 131(4), 1593–1636.
- Baker, S. R., Bloom, N., Canes-Wrone, B., Davis, S. J., & Rodden, J. (2014). Why Has US Policy Uncertainty Risen Since 1960? *American Economic Review*, 104(5), 56–60.
- Bernanke, B. S. (1983). Irreversibility, Uncertainty, and Cyclical Investment. *The Quarterly Journal of Economics*, 98(1), 85.
- Bianco, M., Bontempi, M. E., Golinelli, R., & Parigi, G. (2012). Family firms' investments, uncertainty and opacity. *Small Business Economics*, 40(4), 1035–1058.
- Bloom, N. (2014). *Fluctuations in Uncertainty. Journal of Economic Perspectives*, 28(2), 153–176.
- Bloom, N. (2009). The Impact of Uncertainty Shocks. *Econometrica*, 77(3), 623–685.
- Bonaime, A., Gulen, H., & Ion, M. (2018). Does policy uncertainty affect mergers and acquisitions? *Journal of Financial Economics*, 129(3), 531–558
- Bradley, D., Pantzalis, C., & Yuan, X. (2016). Policy risk, corporate political strategies, and the cost of debt. *Journal of Corporate Finance*, 40, 254–275.
- Christiano, L. J., Motto, R., & Rostagno, M. (2014). Risk Shocks. *American Economic Review*, 104(1), 27–65.

- Çolak, G., Durnev, A., & Qian, Y. (2017). Political Uncertainty and IPO Activity: Evidence from U.S. Gubernatorial Elections. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 52(06), 2523–2564.
- Demir, E., & Ersan, O. (2017). Economic policy uncertainty and cash holdings: Evidence from BRIC countries. *Emerging Markets Review*, 33, 189–200.
- Farooq, O., & Ahmed, N. (2019). Dividend policy and political uncertainty: Evidence from the US presidential elections. *Research in International Business and Finance*, 48, 201–209.
- Gilchrist, S., Sim, J., & Zakrajšek, E. (2014). Uncertainty, Financial Frictions, and Investment Dynamics.
- Guariglia, A., Liu, X., & Song, L. (2011). Internal finance and growth: Microeconomic evidence on Chinese firms. *Journal of Development Economics*, 96(1), 79–94.
- Gulen, H., & Ion, M. (2015). Policy Uncertainty and Corporate Investment. *Review of Financial Studies*, hhv050.
- Han, S., & Qiu, J. (2007). Corporate precautionary cash holdings. *Journal of Corporate Finance*, 13(1), 43–57.
- Handley, K., & Limão, N. (2015). Trade and Investment under Policy Uncertainty: Theory and Firm Evidence. *American Economic Journal: Economic Policy*, 7(4), 189–222
- Hardouvelis, G. A., Karalas, G., Karanastasis, D., & Samartzis, P. (2018). *Economic Policy Uncertainty, Political Uncertainty and the Greek Economic Crisis. SSRN Electronic Journal*.
- Hassan, S., Shabi, S., & Choudhry, T. (2018). Asymmetry, uncertainty and international trade. No. 2018-24.
- Huang, W., Jiang, F., Liu, Z., & Zhang, M. (2011). Agency cost, top executives' overconfidence, and investment-cash flow sensitivity — Evidence from listed companies in China. *Pacific-Basin Finance Journal*, 19(3), 261–277.

- Jens, C. E. (2017). Political uncertainty and investment: Causal evidence from U.S. gubernatorial elections. *Journal of Financial Economics*, 124(3), 563–579.
- JULIO, B., & YOOK, Y. (2012). Political Uncertainty and Corporate Investment Cycles. *The Journal of Finance*, 67(1), 45–83.
- Kang, W., Lee, K., & Ratti, R. A. (2014). Economic policy uncertainty and firm-level investment. *Journal of Macroeconomics*, 39, 42–53.
- Kim, H., & Kung, H. (2016). *The Asset Redeployability Channel: How Uncertainty Affects Corporate Investment*. *Review of Financial Studies*, 30(1), 245–280.
- KNIGHT, F. H. (1921). *Risk, Uncertainty and Profit*. New York: Houghton-Mifflin
- Liu, G., & Zhang, C. (2019). Economic policy uncertainty and firms' investment and financing decisions in China. *China Economic Review*.
- Morck, R., Yavuz, M.D., Yeung, B., 2013. State-controlled banks and the effectiveness of monetary policy. NBER Working Paper No.19004
- PANOUSI, V., & PAPANIKOLAOU, D. (2012). Investment, Idiosyncratic Risk, and Ownership. *The Journal of Finance*, 67(3), 1113–1148.
- PÁSTOR, L., & VERONESI, P. (2012). Uncertainty about Government Policy and Stock Prices. *The Journal of Finance*, 67(4), 1219–1264.
- Pástor, L., & Veronesi, P. (2013). Political uncertainty and risk premia. *Journal of Financial Economics*, 110(3), 520–545.
- Vo, L. V., & Le, H. T. T. (2017). Strategic growth option, uncertainty, and R&D investment. *International Review of Financial Analysis*, 51, 16–24.
- Wang, Y., Chen, C. R., & Huang, Y. S. (2014). Economic policy uncertainty and corporate investment: Evidence from China. *Pacific-Basin Finance Journal*, 26, 227–243.