ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΣΟΓΕΙΑΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ

ΣΧΟΛΗ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

Τμήμα Λογιστικής και Χρηματοοικονομικής

ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ «ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ»

«Οικονομική πολιτική αβεβαιότητας και διαχείριση ρευστών διαθεσίμων»

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

Γκούμα Θάλεια

Ηράκλειο

Ιούλιος 2022

Σελίδα δήλωσης Αυθεντικότητας, ζητήματα Copyright

«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 7/9 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)*
- *Φλώρος Χρήστος (Μέλος)*
- *Βορτελίνος Δημήτριος (Μέλος)*

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

ΠΡΟΛΟΓΟΣ

Η παρούσα διπλωματική εργασία πραγματοποιήθηκε στο πλαίσιο της εκπλήρωσης των απαιτήσεων του Προγράμματος Μεταπτυχιακών Σπουδών του Ελληνικού Μεσογειακού Πανεπιστημίου Κρήτης στη Χρηματοοικονομική Διοίκηση, με σκοπό τη προσφορά ενός πολύτιμου εργαλείου σχετικά με τη διερεύνηση της επίδρασης της εγχώριας, της ευρωπαϊκής, αλλά και της παγκόσμιας αβεβαιότητας της οικονομικής πολιτικής (EPU, EURNEWS, GEPUcurr) στη λήψη οικονομικών αποφάσεων των ελληνικών επιχειρήσεων και πιο συγκεκριμένα στη διαχείριση των ρευστών διαθεσίμων αυτών.

Στο σημείο αυτό θα ήθελα να ευχαριστήσω θερμά τον επιβλέποντα καθηγητή κ. Αρβανίτη Σταύρο για τη σημαντική βοήθεια και καθοδήγηση που μου προσέφερε καθ’όλη τη διάρκεια εκπόνησης της παρούσας εργασίας.

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Η παρούσα εργασία εξετάζει την επίδραση της εγχώριας, της ευρωπαϊκής και της παγκόσμιας αβεβαιότητας της οικονομικής πολιτικής (EPU, EURNEWS, GEPUcurr) στις αποφάσεις διακράτησης μετρητών των επιχειρήσεων στην Ελλάδα. Συγκεκριμένα, χρησιμοποιήθηκαν δεδομένα 126 ελληνικών επιχειρήσεων διαφόρων κλάδων οικονομικής δραστηριότητας, εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών για την χρονική περίοδο 2008-2021. Η έρευνα επικεντρώθηκε στις ελληνικές επιχειρήσεις, διότι αποτελούν μια ενδιαφέρουσα περίπτωση, δεδομένων των οικονομικών συνθηκών που έπληξαν την χώρα τα τελευταία χρόνια και συνεχίζουν να την επηρεάζουν. Το οικονομετρικό υπόδειγμα εκτιμήθηκε με τη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων (pulled off regression), καθώς επίσης έγινε ανάλυση δεδομένων πάνελ, χρησιμοποιώντας εκτιμητές σταθερών και τυχαίων επιδράσεων (fixed and random effects). Τα ευρήματα δείχνουν πως ο εγχώριος δείκτης αβεβαιότητας της οικονομικής πολιτικής επηρεάζει αρνητικά τη διακράτηση ρευστών διαθεσίμων των επιχειρήσεων, ενώ ο ευρωπαϊκός και ο παγκόσμιος δείκτης την επηρεάζουν θετικά. Τα αποτελέσματα μας είναι σημαντικά και προσφέρουν χρήσιμες πληροφορίες για τις ελληνικές επιχειρήσεις και τον τρόπο με τον οποίο αυτές μπορούν να αντιμετωπίσουν την οικονομική πολιτική αβεβαιότητα, είτε σε εγχώριο επίπεδο, είτε σε παγκόσμιο.

ABSTRACT

This paper examines the impact of domestic, European and global economic policy uncertainty (EPU, EURNEWS, GEPUcurr) on firms' cash holding decisions in Greece. Specifically, data from 126 Greek firms in various sectors of economic activity listed on the Athens Stock Exchange for the period 2008-2021 were used. The research focused on Greek firms because they constitute an interesting case, given the economic conditions that have affected the country in recent years and continue to affect it. The econometric model was estimated using the least squares method (pulled off regression), and panel data analysis was also performed using fixed and random effects estimators. The findings show that the domestic index of economic policy uncertainty affects firms' cash holdings negatively, while the European and global indices affect it positively. Our results are significant and provide useful information for Greek firms and how they can cope with economic policy uncertainty, either domestically or globally.

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

Σελίδα δήλωσης Αυθεντικότητας, ζητήματα Copyright 2

ΠΡΟΛΟΓΟΣ..... 4

ΠΕΡΙΛΗΨΗ..... 5

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΚΙΝΗΤΡΑ, ΘΕΩΡΙΕΣ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΡΕΥΣΤΩΝ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ ΚΑΙ ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΤΙΚΟΙ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ 11

1.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ 11

1.2 ΚΙΝΗΤΡΑ ΔΙΑΚΡΑΤΗΣΗΣ ΧΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ 11

1.2.1 ΤΟ ΚΕΡΔΟΣΚΟΠΙΚΟ ΚΑΙ ΤΟ ΠΡΟΛΗΠΤΙΚΟ ΚΙΝΗΤΡΟ..... 12

1.2.2 ΤΟ ΚΙΝΗΤΡΟ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ 13

1.2.3 ΤΟ ΦΟΡΟΛΟΓΙΚΟ ΚΙΝΗΤΡΟ..... 14

1.3 ΘΕΩΡΙΕΣ 14

1.3.1 ΘΕΩΡΙΑ ΤΗΣ ΑΝΤΙΣΤΑΘΜΙΣΗΣ (TRADE – OFF THEORY) 15

1.3.2 ΘΕΩΡΙΑ ΤΗΣ ΙΕΡΑΡΧΗΣΗΣ (PECKING ORDER THEORY)..... 16

1.3.3 ΘΕΩΡΙΑ ΚΟΣΤΟΥΣ ΑΝΤΙΠΡΟΣΩΠΕΥΣΗΣ (AGENCY COSTS THEORY) 18

1.4 ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΤΙΚΟΙ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ..... 20

1.4.1 ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ..... 21

1.4.2 ΜΕΓΕΘΟΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ 22

1.4.3 ΜΟΧΛΕΥΣΗ..... 23

1.4.4 ΚΕΡΔΟΦΟΡΙΑ..... 24

1.4.5 ΤΑΜΕΙΑΚΕΣ ΡΟΕΣ..... 24

1.4.6 ΚΕΦΑΛΑΙΟΥΧΙΚΕΣ ΔΑΠΑΝΕΣ..... 25

1.4.7 ΜΕΡΙΣΜΑΤΑ 25

1.4.8 ΚΑΘΑΡΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΚΙΝΗΣΗΣ..... 26

1.5 ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ ΕΝΑΝΤΙ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ 26

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΑΒΕΒΑΙΟΤΗΤΑΣ ΚΑΙ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΡΕΥΣΤΩΝ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ 27

2.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ 27

2.2 ΣΥΝΕΠΕΙΕΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΑΒΕΒΑΙΟΤΗΤΑΣ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ ΚΑΙ ΤΗΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ 29

2.3 ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΠΟΛΙΙΚΗ ΑΒΕΒΑΙΟΤΗΤΑ, ΤΑΜΕΙΑΚΑ ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ ΚΑΙ ΠΡΟΒΛΗΜΑΤΑ ΑΝΤΙΠΡΟΣΩΠΕΥΣΗΣ 38

2.4 ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ 40

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ 49

3.1 ΔΕΙΓΜΑ 49

3.2 ΜΕΤΑΒΛΗΤΕΣ 50

3.3 ΠΕΡΙΓΡΑΦΙΚΑ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΑ 55

3.4 ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ 60

3.5 ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ 61

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ 67

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ 69

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Οι επιχειρήσεις λειτουργούν μέσα σε ένα δυναμικό περιβάλλον, όπου οι αλλαγές τόσο στην οικονομία, όσο και στην κοινωνία, επηρεάζουν τις αποφάσεις τους. Αυτό σημαίνει πως αλλαγές στις οικονομικές πολιτικές που ακολουθεί μια χώρα, επηρεάζουν το οικονομικό περιβάλλον στο οποίο λειτουργούν οι επιχειρήσεις και άρα επηρεάζονται και οι ίδιες (Kang et al., 2014). Γίνεται κατανοητό λοιπόν, πως όσο πιο ρευστό είναι το οικονομικό περιβάλλον στο οποίο λειτουργεί μια επιχείρηση, τόσο πιο πολύ επηρεάζονται οι αποφάσεις της. Ρευστό οικονομικό περιβάλλον σημαίνει αβεβαιότητα ως προς τις κυβερνητικές αποφάσεις για την οικονομική πολιτική. Για την αποτύπωση της αβεβαιότητας σχετικά με την οικονομική πολιτική, οι Baker et al. (2016) ανέπτυξαν τον δείκτη EPU χρησιμοποιώντας τρεις συνιστώσες που σταθμίζονται εξίσου.

Στην παρούσα εργασία, σκοπός είναι η εξέταση της επιρροής του δείκτη EPU στα ταμειακά διαθέσιμα των ελληνικών επιχειρήσεων. Βασικοί παράγοντες που καθορίζουν την απόφαση των επιχειρήσεων για τη διακράτηση ρευστών διαθεσίμων είναι οι συναλλακτικές ανάγκες, τα προληπτικά κίνητρα και οι κερδοσκοπικές ενέργειες. Σε περιόδους αυξημένης αβεβαιότητας, οι επιχειρήσεις προσπαθούν να προφυλαχθούν από ανεπιθύμητες ζημίες, οπότε έχουν κίνητρο να διατηρούν περισσότερα μετρητά για την αντιμετώπιση απρόβλεπτων γεγονότων (Baum et al., 2012). Φυσικά, υπάρχουν και μη μετρήσιμοι παράγοντες, οι οποίοι επηρεάζουν την απόφαση μιας επιχείρησης για διακράτηση μετρητών. Τέτοιοι παράγοντες είναι, διάφοροι κοινωνικοοικονομικοί, η διαφθορά, η πολιτική αβεβαιότητα και η θεσμική ανάπτυξη (Al-Najjar, 2013).

Η μελέτη επικεντρώνεται στις ελληνικές επιχειρήσεις, διότι παρουσιάζουν μεγάλο ενδιαφέρον, δεδομένων των οικονομικών συνθηκών που έχουν επηρεάσει την χώρα τα τελευταία χρόνια, αλλά και την υψηλή αβεβαιότητα που συνεχίζει να υπάρχει για την οικονομική της πορεία. Στο πρώτο κεφάλαιο της εργασίας παρουσιάζονται τα κίνητρα των επιχειρήσεων για τη διακράτηση ρευστών διαθεσίμων, οι διάφορες θεωρίες διαχείρισης ρευστών διαθεσίμων, όπως αυτές έχουν αναλυθεί από τη διεθνή βιβλιογραφία και οι προσδιοριστικοί παράγοντες αυτών.

Στο δεύτερο κεφάλαιο της εργασίας παρουσιάζεται ο τρόπος με τον οποίο η πολιτική και οικονομική αβεβαιότητα επηρεάζει το χρηματοπιστωτικό σύστημα αλλά και την οικονομία γενικότερα. Επιπλέον, αναλύονται τα ευρήματα παλαιότερων μελετών σχετικά με την επιρροή της αβεβαιότητας της οικονομικής πολιτικής στη διακράτηση ρευστών διαθεσίμων των επιχειρήσεων.

Στο τρίτο και τελευταίο κεφάλαιο, γίνεται παρουσίαση της έρευνας σχετικά με το πως η εγχώρια, η ευρωπαϊκή και η παγκόσμια αβεβαιότητα οικονομική πολιτικής επηρεάζουν τα ρευστά διαθέσιμα των ελληνικών επιχειρήσεων πληθώρα κλάδων οικονομικής δραστηριότητας. Αναφέρονται οι υποθέσεις κάτω από τις οποίες γίνεται η εξέταση του υποδείγματος που εκτιμήθηκε με δύο διαφορετικές μεθόδους και οι ανεξάρτητες μεταβλητές που χρησιμοποιήθηκαν σε αυτό, θεωρώντας ότι επηρεάζουν την απόφαση των επιχειρήσεων για διακράτηση ρευστών διαθεσίμων. Τέλος, αναφέρονται τα αποτελέσματα της έρευνας και τα συμπεράσματα αυτών.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΚΙΝΗΤΡΑ, ΘΕΩΡΙΕΣ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΡΕΥΣΤΩΝ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ ΚΑΙ ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΤΙΚΟΙ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ

1.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Στην εργασία αυτή εξετάζεται ο τρόπος με τον οποίο οι επιχειρήσεις διαχειρίζονται τα ρευστά ταμειακά διαθέσιμα. Ο όρος «ρευστά διαθέσιμα» περιλαμβάνει τα μετρητά που υπάρχουν στο ταμείο, τα υπόλοιπα των λογαριασμών στις τράπεζες και τα διαπραγματεύσιμα χρεόγραφα (χρηματόγραφα, επιταγές κ.λπ.). Η επιλογή του επιπέδου στο οποίο μια εταιρεία διατηρεί τα ρευστά διαθέσιμά της, αποτελεί σημαντικό παράγοντα για την εύρυθμη λειτουργία της, καθώς συσχετίζεται άμεσα με την κάλυψη των αναγκών της και την ανάληψη επενδύσεων. Βασικός στόχος της διαχείρισης ταμειακών διαθεσίμων αποτελεί η διατήρηση των επενδύσεων με μετρητά σε όσο το δυνατόν χαμηλότερα επίπεδα με την παράλληλη διατήρηση της λειτουργικής αποτελεσματικότητας και αποδοτικότητας της εταιρείας.

Στο σύγχρονο περιβάλλον της οικονομικής και πολιτικής αβεβαιότητας που βιώνουν οι επιχειρήσεις σε όλο τον κόσμο, η διατήρηση ρευστών διαθεσίμων σε ικανοποιητικό βαθμό αποτελεί σημαντικό εργαλείο αντιμετώπισης των διαφόρων κινδύνων που προκύπτουν. Οι συναλλαγές (transaction motive), η αίσθηση ασφάλειας (precautionary motive), η κερδοσκοπία (speculative motive), η διατήρηση θετικών υπολοίπων στις τραπεζικές καταθέσεις για την κάλυψη επιταγών (compensating balance), η κάλυψη αναγκών και η επίτευξη εκπτώσεων στις αγορές με μετρητά είναι κάποιοι από τους λόγους για τους οποίους οι επιχειρήσεις διακρατούν ταμειακά διαθέσιμα.

1.2 ΚΙΝΗΤΡΑ ΔΙΑΚΡΑΤΗΣΗΣ ΧΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ

Οι επιχειρήσεις είναι απαραίτητο να διακρατούν ρευστά διαθέσιμα, ώστε να είναι σε θέση να χρηματοδοτούν διάφορες λειτουργίες τους, αλλά και να μπορούν να αποφύγουν περαιτέρω δανεισμό από εξωτερικούς οργανισμούς. Βέβαια, όταν γίνεται υπερβολική συγκέντρωση χρηματικών διαθεσίμων, υπάρχουν αρνητικές επιπτώσεις για τις επιχειρήσεις, καθώς ενδέχεται τα στελέχη να λειτουργούν προς όφελος των ιδίων, και όχι των μετόχων. Τα ρευστά διαθέσιμα από τη μία λειτουργούν ως χρηματοδότηση για μια επιχείρηση, αλλά από την άλλη αντιμετωπίζονται και ως κόστος, διότι θα μπορούσαν να

τοποθετηθούν σε μία επένδυση και να φέρουν μεγαλύτερη απόδοση στην επιχείρηση. Πρακτικά, αυτή η απόδοση είναι το κόστος ευκαιρίας που χάνει μια επιχείρηση, προκειμένου να διακρατήσει τα ρευστά διαθέσιμα, αντί να τα επενδύσει. Ο John Maynard Keynes στο έργο του με τίτλο "The General Theory of Employment, Interest and Money", εντοπίζει τρία κίνητρα για τη ρευστότητα: το κερδοσκοπικό, το προληπτικό και το κίνητρο των συναλλαγών.

1.2.1 ΤΟ ΚΕΡΔΟΣΚΟΠΙΚΟ ΚΑΙ ΤΟ ΠΡΟΛΗΠΤΙΚΟ ΚΙΝΗΤΡΟ

Το κερδοσκοπικό κίνητρο συνιστά την ανάγκη των επιχειρήσεων για διακράτηση μετρητών, ώστε να μπορούν να εκμεταλλευτούν τυχόν ευκαιρίες που προκύψουν σε αγορές, όπως π.χ. οι ευνοϊκές διακυμάνσεις στις συναλλαγματικές ισοτιμίες στη περίπτωση διεθνών επιχειρήσεων. Οι συναλλαγές αυτές αφορούν απόκτηση κεφαλαίων από ξένες χρηματοπιστωτικές αγορές με χαμηλά επιτόκια και επένδυση στη τοπική αγορά με υψηλότερα επιτόκια. Ωστόσο, μπορεί να υφίσταται κερδοσκοπικό κίνητρο για τη διατήρηση ρευστότητας, όχι όμως απαραίτητα και για τη διακράτηση μετρητών, καθώς η δυνατότητα αποθεματικού δανεισμού και τα εμπορεύσιμα χρεόγραφα μπορούν να χρησιμοποιηθούν εξίσου για την ικανοποίηση του κερδοσκοπικού κινήτρου.

Το προληπτικό κίνητρο αναφέρεται στην ανάγκη παροχής ασφάλειας μετρητών ως χρηματοπιστωτικό απόθεμα, όπου επίσης δεν υφίσταται πραγματική ανάγκη διακράτησης σημαντικής ποσότητας σε μετρητά, καθώς εργαλεία όπως τα έντοκα γραμμάτια αμερικανικού δημοσίου είναι εξαιρετικά ρευστά. Βασικά, το κίνητρο προφύλαξης δίνει μεγαλύτερη έμφαση στο κόστος που προκύπτει από τις ανεκμετάλλευτες επενδυτικές ευκαιρίες. Σύμφωνα με αυτή την προσέγγιση, οι επιχειρήσεις συσσωρεύουν μετρητά για να μπορούν να ανταπεξέλθουν σε απρόβλεπτες καταστάσεις που πιθανό να προκύψουν και για να χρηματοδοτήσουν τις επενδύσεις τους, σε περίπτωση που το κόστος άλλων πηγών χρηματοδότησης είναι απαγορευτικά υψηλό.

Οι Kim, Mauer και Sherman (1998), μελετώντας ένα δείγμα αμερικανικών επιχειρήσεων κατέληξαν ότι οι επιχειρήσεις με υψηλότερο κόστος εξωτερικής χρηματοδότησης, πιο ευμετάβλητες αποδόσεις και χαμηλές αποδόσεις των περιουσιακών στοιχείων τους, τείνουν να διατηρούν μετρητά σε μεγαλύτερα ποσά. Επίσης οι Opler et al. (1999),

υποστήριξαν ότι η διακράτηση μετρητών επιτρέπει στις επιχειρήσεις να μειώσουν το πρόβλημα της υποεπένδυσης. Στη συνέχεια, οι Baum, Caglaya , Ozkan και Talavera (2006) καταλήγουν ότι ο λόγος μετρητών προς ενεργητικό μιας επιχείρησης καθορίζεται από τη μακροοικονομική αβεβαιότητα, στην οποία θα αναφερθούμε αναλυτικά στο επόμενο κεφάλαιο. Τέλος, οι Lins et al. (2010) χαρακτηρίζουν την υπερβολική κατοχή μετρητών στη μελέτη τους ως μια "μορφή ασφάλισης ενάντια στη χρηματοοικονομική "δυσπραγία" και μέσα από συζητήσεις με οικονομικούς διευθυντές σε όλο τον κόσμο, καταλήγουν ότι τα μη λειτουργικά μετρητά χρησιμεύουν ως ένα είδος ασπίδας της επιχείρησης έναντι μελλοντικών πιθανών ταμειακών ελλείψεων.

1.2.2 ΤΟ ΚΙΝΗΤΡΟ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ

Το κίνητρο συναλλαγών με τη σειρά του αναφέρεται στη δυνατότητα των επιχειρήσεων να ανταποκρίνονται στις πληρωμές των υποχρεώσεών τους, περιλαμβανομένων τη πληρωμή μισθών και αποδοχών, τα συναλλακτικά χρέη, τους φόρους και τα μερίσματα. Σε αντίθεση με τα προαναφερόμενα κίνητρα (κερδοσκοπικό και προληπτικό), ο μη πλήρης συγχρονισμός ταμειακών εισροών και εκροών, επιβάλλει την ανάγκη διακράτησης μετρητών ως μαξιλάρι ασφαλείας. Τα μετρητά εισπράττονται από τις πωλήσεις των προϊόντων, την πώληση στοιχείων του ενεργητικού και τη νέα χρηματοδότηση. Σύμφωνα με το κίνητρο συναλλαγών, κύριο πλεονέκτημα της διακράτησης μετρητών είναι ότι η επιχείρηση μπορεί να μειώσει το συναλλακτικό κόστος χρησιμοποιώντας τα μετρητά της για την πραγματοποίηση πληρωμών αντί για τη ρευστοποίηση περιουσιακών στοιχείων. Έτσι οι επιχειρήσεις τείνουν να διατηρούν περισσότερα μετρητά όταν υπάρχει πιθανότητα για υψηλότερα κόστη συναλλαγών από τη μετατροπή μη ταμειακών περιουσιακών στοιχείων σε μετρητά , ενώ κατέχουν λιγότερα μετρητά όταν το κόστος ευκαιρίας των μετρητών είναι υψηλότερο.

Είναι γεγονός ότι με την ανάπτυξη των ηλεκτρονικών μεταφορών κεφαλαίων και τους υψηλής ταχύτητας μηχανισμούς πληρωμών, η συναλλακτική ζήτηση για μετρητά τείνει να εξαφανιστεί. Παρόλα αυτά, η ζήτηση για ρευστότητα και η ανάγκη για την αποτελεσματική διαχείρισή της θα εξακολουθήσει να υφίσταται.

1.2.3 ΤΟ ΦΟΡΟΛΟΓΙΚΟ ΚΙΝΗΤΡΟ

Εκτός από τα προαναφερθέντα κίνητρα, οι Foley, Hartzell, Titman και Twite (2007), διερεύνησαν το φορολογικό κίνητρο, λόγω των φόρων που επιβάλλουν οι ΗΠΑ στα ξένα εισοδήματα και αφορά τον επαναπατρισμό των κερδών. Συγκεκριμένα, οι επιχειρήσεις έχουν το δικαίωμα να αναβάλουν αυτούς τους φόρους μέχρι τον επαναπατρισμό των κερδών και οι επιχειρήσεις που αντιμετωπίζουν υψηλότερους φόρους κατά τον επαναπατρισμό των κερδών διατηρούν περισσότερα μετρητά, αναφέροντας μια αύξηση του λόγου των μετρητών προς τα καθαρά περιουσιακά στοιχεία της τάξεως του 7,9%. Επίσης, διαπίστωσαν ότι επιχειρήσεις με φόρο επαναπατρισμού άνω του μέσου όρου, διατηρούν το 47% των ρευστών διαθεσίμων τους στο εξωτερικό, ενώ οι επιχειρήσεις με φόρο επαναπατρισμού κάτω του μέσου όρου, διατηρούν μόνο το 26% των μετρητών τους στο εξωτερικό. Θα πρέπει να αναφερθεί ότι εκτός από τον φόρο επαναπατρισμού, οι επιχειρήσεις μπορεί επίσης να ανησυχούν για τη διπλή φορολόγηση των μερισμάτων, καθώς οι εταιρείες φορολογούνται για τα κέρδη στο τέλος του έτους και όταν τα κέρδη διανεμηθούν στους μετόχους, οι τελευταίοι καλούνται να πληρώσουν φόρο εισοδήματος για τα μερίσματα. Για το λόγο αυτό οι εταιρείες μπορεί να προτιμούν τη διατήρηση μετρητών από την καταβολή τους στους μετόχους.

1.3 ΘΕΩΡΙΕΣ

Τα τελευταία χρόνια, η σημασία της αποδοτικής και αποτελεσματικής διαχείρισης των μετρητών αποτελεί αντικείμενο έρευνας λόγω του ανταγωνιστικού χρηματοοικονομικού περιβάλλοντος που επικρατεί. Σύμφωνα με τον Opler (1999), οι πολιτικές των χρηματοοικονομικών εταιρειών αναφορικά με τη χρηματοοικονομική συμπεριφορά, τη διανομή μερισμάτων, τη διαχείριση των ταμειακών ροών, το κεφάλαιο κίνησης και τα επενδυτικά σχέδια παίζουν σημαντικό ρόλο στις εταιρικές πολιτικές διαχείρισης μετρητών, ιδίως στη διατήρηση του βέλτιστου επίπεδου ρευστότητας.

Για τον προσδιορισμό της συμπεριφοράς της διακράτησης μετρητών των επιχειρήσεων, αναπτύχθηκαν διάφορες θεωρίες, εκ των οποίων οι πιο σχετικές με τη διαχείριση των μετρητών είναι η θεωρία της αντιστάθμισης, η θεωρία της ιεράρχησης και η θεωρία του κόστους αντιπροσώπευσης με τη θεωρία των ελεύθερων ταμειακών ροών.

Σύμφωνα με τη θεωρία της αντιστάθμισης, οι επιχειρήσεις διατηρούν το βέλτιστο επίπεδο μετρητών στο νεκρό σημείο, όπου το οριακό κόστος ισούται με το όφελος από τη διατήρηση μετρητών (Al-Najjar, 2011- Martínez-Sola et al., 2011). Αντίθετα, σύμφωνα με την θεωρία της ιεράρχησης, η οποία θεμελιώθηκε από τους Myers και Majluf (1984), οι επιχειρήσεις προκειμένου να χρηματοδοτήσουν τα επενδυτικά τους σχέδια στρέφονται αρχικά στην εσωτερική χρηματοδότηση, χρησιμοποιώντας τα ρευστά διαθέσιμα και τα παρακρατηθέντα κέρδη. Στη συνέχεια, καταφεύγουν στον εξωτερικό δανεισμό, ενώ η έκδοση ιδίων κεφαλαίων αποτελεί τη τελευταία λύση.

Η θεωρία των ελεύθερων ταμειακών ροών του Jensen (1986) αναφέρεται στην προτίμηση των μάνατζερς για τη διατήρηση υψηλότερου επιπέδου μετρητών, προκειμένου να ενισχύουν τον όγκο των συνολικών περιουσιακών τους στοιχείων. Η συμπεριφορά αυτή όμως επηρεάζει αρνητικά τον πλούτο των μετόχων με αποτέλεσμα να προκύπτουν συγκρούσεις συμφερόντων μεταξύ διαχειριστών και μετόχων σχετικά με τις πολιτικές διανομής μερισμάτων. Σύμφωνα με τους (Rozeff, 1982- Easterbrook, 1984), η κατάσταση αυτή γίνεται πιο σοβαρή όταν μια επιχείρηση κατέχει σημαντικές ελεύθερες ταμειακές ροές. Οι Alles et al, (2012) και ο Wasiuzzaman (2014) επισήμαναν ότι είναι δύσκολο να υποστηριχθεί εμπειρικά μια θεωρία έναντι των άλλων με σαφήνεια.

1.3.1 ΘΕΩΡΙΑ ΤΗΣ ΑΝΤΙΣΤΑΘΜΙΣΗΣ (TRADE – OFF THEORY)

Σύμφωνα με τη θεωρία της αντιστάθμισης, η φορολογία της επιχείρησης ευνοεί τον δανεισμό και υποστηρίζει ότι οι επιχειρήσεις θα πρέπει να χρηματοδοτούνται με δανειακά κεφάλαια εξαιτίας του φορολογικού πλεονεκτήματος που προσφέρουν αυτά. Η συγκεκριμένη θεωρία της κεφαλαιακής διάρθρωσης, βασίζεται στην υπόθεση ότι οι εταιρίες έχουν ένα άριστο επίπεδο δανεισμού, στο οποίο η επιχείρηση μεγιστοποιεί την αξία της και το οποίο καθορίζεται από τρεις ανταγωνιστικούς παράγοντες: i) φόρους (taxes), ii) κόστη χρηματοοικονομικής δυσκολίας (costs of financial distress) και iii) σύγκρουση συμφερόντων μεταξύ μετόχων-διοικητών και μετόχων-δανειστών (agency costs). Το άριστο επίπεδο δανεισμού για την επιχείρηση βρίσκεται εκεί όπου η παρούσα αξία των φορολογικών εξοικονομήσεων από την χρήση επιπλέον δανεισμού εξισορροπείται από την παρούσα αξία του κόστους χρηματοοικονομικών δυσκολιών.

Αυτή ακριβώς είναι η θεωρία αντιστάθμισης της κεφαλαιακής διάρθρωσης, γνωστή ως θεωρία της εξισορρόπησης.

Η θεωρία εξισορρόπησης εστιάζει το ενδιαφέρον της στα προβλήματα που μπορούν να δημιουργηθούν από έναν υπέρογκο δανεισμό. Όσο αυξάνεται υπερβολικά ο δανεισμός της επιχείρησης, αρχίζουν να εμφανίζονται οικονομικές δυσχέρειες, καθώς η επιχείρηση είναι λογικό να δυσκολεύεται να ανταποκριθεί στις υποχρεώσεις της. Η οικονομική οντότητα δείχνει αδιαφορία σε επικερδή προγράμματα υψηλού κόστους, καθώς λόγω έλλειψης κεφαλαίων, δεν μπορεί να τα υποστηρίξει. Ταυτόχρονα δεν έχει την δυνατότητα να ανανεώσει τον εξοπλισμό της, πράγμα το οποίο την καθιστά λιγότερο ανταγωνιστική. Οι προμηθευτές παρακολουθώντας την όλη πορεία και εξέλιξη, σταματούν την χορήγηση πιστώσεων και οι πελάτες σταματούν ή ακυρώνουν παραγγελίες. Η πιθανότητα χρεοκοπίας είναι πολύ κοντά και τα κόστη αρχίζουν να μειώνουν την αξία της επιχείρησης. Στην περίπτωση αυτή, το φορολογικό όφελος από τον επιπλέον δανεισμό χάνεται ολοκληρωτικά. Αντίθετα, σε μεσαία επίπεδα δανεισμού η πιθανότητα χρεοκοπίας είναι χαμηλή, με αποτέλεσμα η παρούσα αξία του κόστους χρηματοοικονομικής δυσκολίας να είναι μικρή και οι φορολογικές εξοικονομήσεις του δανεισμού να κυριαρχούν. Συνεπώς, η θεωρία αντιστάθμισης δεν είναι παρά μια προσπάθεια να εξισορροπηθούν τα φορολογικά οφέλη του επιπλέον δανεισμού με τα υψηλότερα κόστη (χρηματοοικονομικών δυσχερειών και αντιπροσώπευσης) που προκύπτουν από αυτόν, ώστε να επιτευχθεί μία άριστη κεφαλαιακή διάρθρωση.

Τα πιο εμφανή οφέλη των μετρητών αποτελούν η μείωση της έκθεσης σε χρηματοοικονομικές δυσχέρειες, η άσκηση επενδυτικής πολιτικής όταν πληρούνται χρηματοοικονομικοί περιορισμοί και η μείωση του κόστους άντλησης εξωτερικών κεφαλαίων ή ρευστοποίησης περιουσιακών στοιχείων. Από την άλλη πλευρά, το σημαντικότερο κόστος που συνεπάγεται η διατήρηση μετρητών είναι το κόστος ευκαιρίας του κεφαλαίου που επενδύεται σε ρευστά περιουσιακά στοιχεία (Ferreira και Vilela, 2004).

1.3.2 ΘΕΩΡΙΑ ΤΗΣ ΙΕΡΑΡΧΗΣΗΣ (PECKING ORDER THEORY)

Η θεωρία ιεράρχησης της κεφαλαιακής διάρθρωσης, δείχνει να έρχεται σε αντίθεση με την θεωρία της αντιστάθμισης, καθώς υποστηρίζει ότι η άριστη κεφαλαιακή διάρθρωση

δεν επιτυγχάνεται μέσω του ιδανικού δείκτη δανειακής επιβάρυνσης, αλλά από την απόφαση της ανάγκης για εσωτερικό ή εξωτερικό δανεισμό. Ο Donalson (1961), μελετώντας κατέληξε στο συμπέρασμα ότι οι διοικήσεις των επιχειρήσεων, προκειμένου να χρηματοδοτήσουν τις δραστηριότητές τους, εφαρμόζουν μια σειρά άντλησης κεφαλαίων (παρακρατούμενα κέρδη, κατόπιν δανεισμό και τέλος την έκδοση μετοχών). Από τη μεριά τους οι Myers και Majluf (1984), διατυπώνουν τη θεωρία τους που στηρίζεται στην ασυμμετρία της πληροφόρησης που υπάρχει ανάμεσα στη διοίκηση και τους επενδυτές. Συγκεκριμένα, οι μάνατζερς έχουν πολύ καλύτερη γνώση για την παρούσα κατάσταση της επιχείρησης, την αξία του ενεργητικού της, τις μελλοντικές της προσδοκίες, καθώς και τους κινδύνους που αντιμετωπίζει, σε σχέση με τους επενδυτές, οι οποίοι δεν έχουν την δυνατότητα να διαθέτουν αυτή τη πληροφόρηση. Όταν υφίσταται ασύμμετρη πληροφόρηση, είναι δυνατόν μια εταιρεία να είναι υποτιμημένη και η αγορά απαιτεί ένα περιθώριο κέρδους προκειμένου να επενδύσει ή να δανείσει σε αυτήν. Σε περιπτώσεις μεγάλης ασυμμετρίας, αυτό το περιθώριο κέρδους , το οποίο αποτελεί κόστος για την επιχείρηση, είναι υψηλό. Σε αυτή την περίπτωση, η διοίκηση αποφασίζει την έκδοση νέων μετοχών. Ωστόσο, οι επενδυτές θεωρούν την κίνηση αυτή αρνητική, με αποτέλεσμα να επέρχεται μείωση της χρηματιστηριακής αξίας της εταιρείας. Επιπλέον, υπάρχει ένα σημαντικό κόστος έκδοσης και διάθεσης νέων μετοχών. Συνεπώς, είναι προτιμότερο οι επιχειρήσεις να στρέφονται πρώτα στον εσωτερικό δανεισμό (παρακρατούμενα κέρδη), μετά στον εξωτερικό δανεισμό και κατόπιν στον δανεισμό με έκδοση νέων μετοχών. Είναι σημαντικό, μια επιχείρηση να διατηρεί χαμηλό τον δείκτη ξένα προς ίδια κεφάλαια για μελλοντική χρήση, ώστε να αποφύγει την έκδοση νέων μετοχών. Επίσης το κόστος στην περίπτωση δανεισμού, είναι μικρότερο σε σύγκριση με εκείνο της έκδοσης μετοχών, καθώς οι μετοχές ενέχουν μεγαλύτερο κίνδυνο από τις ομολογίες και η αξία τους εξαρτάται από την κερδοφορία της επιχείρησης.

Σύμφωνα με την θεωρία της ιεραρχίας, τα μετρητά είναι διαθέσιμα σε μια επιχείρηση όταν τα κέρδη της υπερβαίνουν τις επενδυτικές της ανάγκες. Όταν τα μετρητά είναι διαθέσιμα άφθονα και η επιχείρηση είναι σίγουρη για την κερδοφορία των επενδύσεων της, τότε τα πλεονάζοντα μετρητά καταβάλλονται με τη μορφή μερισμάτων. Επιπλέον, οι Myers και Majluf (1984) τονίζουν το ρόλο των μετρητών ως ρυθμιστικού παράγοντα μεταξύ των παρακρατηθέντων κερδών και των επενδυτικών αναγκών.

1.3.3 ΘΕΩΡΙΑ ΚΟΣΤΟΥΣ ΑΝΤΙΠΡΟΣΩΠΕΥΣΗΣ (AGENCY COSTS THEORY)

Σύμφωνα με τη θεωρία της αντιπροσώπευσης, οι διοικούντες, οι μέτοχοι και οι δανειστές μιας εταιρείας έχουν αντικρουόμενα συμφέροντα, τα οποία δημιουργούν προβλήματα αντιπροσώπευσης. Πιο συγκεκριμένα, οι πιστωτές επιθυμούν συντηρητικές επενδύσεις και την εξασφάλιση των χρημάτων τους, ενώ οι μέτοχοι επιδιώκουν επενδύσεις με υψηλές αποδόσεις, οι οποίες ενέχουν κίνδυνο. Ταυτόχρονα τα διευθυντικά στελέχη αποσκοπούν σε προσωπικά οφέλη, όπως αύξηση αποδοχών, βελτίωση της θέσης τους, ακόμα και μετακύλιση του κόστους διαβίωσης τους στην εταιρεία. Επομένως τα στελέχη της εκάστοτε εταιρείας δεν μπορούν να θεωρηθούν ιδανικοί αντιπρόσωποι των μετόχων και των δανειστών της. Ο έλεγχος των πράξεων αυτών συνεπάγεται κάποιο κόστος, γνωστό ως κόστος αντιπροσώπευσης, το οποίο είναι άμεσα συνδεδεμένο με την κεφαλαιακή διάρθρωση και το ύψος δανειακών κεφαλαίων μιας εταιρείας. Κύριο χαρακτηριστικό του κόστους αντιπροσώπευσης είναι η ύπαρξη περιοριστικών όρων στα δανειακά κεφάλαια μιας εταιρείας (περιορισμοί στην καταβολή μερισμάτων στους κοινούς μετόχους, στην αγορά ή την πώληση περιουσιακών στοιχείων, στην περαιτέρω δανειακή επιβάρυνση της εταιρείας). Αποτέλεσμα των δραστηριοτήτων αυτών είναι η αύξηση του κόστους των δανειακών κεφαλαίων και η μείωση της τιμής της μετοχής. Συγκεκριμένα, έχουν μελετηθεί δύο υποθέσεις της θεωρίας αντιπροσώπευσης, οι οποίες είναι: i) η υπόθεση των ελεύθερων ταμειακών ροών και ii) η υπόθεση της υπό-επένδυσης (risk-reduction hypothesis).

i. Η υπόθεση των ελεύθερων ταμειακών ροών

Κύριο χαρακτηριστικό των εταιρειών που διαθέτουν πολλές ελεύθερες ταμειακές ροές, αποτελεί η σύγκρουση συμφερόντων μεταξύ μετόχων και στελεχών. Στην περίπτωση που υπάρχουν υπερβάλλουσες ταμειακές ροές, οι διευθυντές των επιχειρήσεων έχουν την τάση να σπαταλούν τα κεφάλαια της εταιρίας για την ικανοποίηση προσωπικών φιλοδοξιών, αντί να επενδύουν σε αποδοτικά επενδυτικά σχέδια. Κάλλιστα θα μπορούσαν να χρησιμοποιήσουν τις ελεύθερες ταμειακές ροές για να πληρώσουν αυξημένα μερίσματα στους μετόχους της επιχείρησης ή για να επαναγοράσουν μετοχές.

Στο σημείο αυτό, ο ρόλος των αρχών Εταιρικής διακυβέρνησης που υιοθετούνται από την εκάστοτε επιχείρηση, είναι πολύ σημαντικός για τον περιορισμό των αυθαιρεσιών του διοικητικού συμβουλίου. Σύμφωνα με τον Jensen (1986), η αύξηση του δανεισμού μπορεί να αποτελέσει τον καλύτερο τρόπο αντιμετώπισης του προβλήματος που δημιουργούν οι ελεύθερες ταμειακές ροές, οδηγώντας στη σωστή διαχείριση των πλεοναζόντων μετρητών, καθώς η υποχρέωση για πληρωμή των τόκων και του κεφαλαίου μειώνει την δυνατότητα των διοικητικών στελεχών για σπατάλη των επιχειρησιακών πόρων. Γενικά η θεωρία των ελεύθερων ταμειακών ροών αποτελεί ένα επιχείρημα υπέρ της έκδοσης δανειακών κεφαλαίων. Σύμφωνα με την συγκεκριμένη θεωρία, επέρχεται αύξηση της αξίας της εταιρείας μέσω της αύξησης των δανειακών κεφαλαίων. Στην περίπτωση που οι μάνατζερς δεν μπορέσουν να ανταποκριθούν στις δανειακές υποχρεώσεις τους, οι δανειστές μπορούν να οδηγήσουν την εταιρία στα πρόθυρα χρεοκοπίας, αφού διαθέτουν πρωτογενή αξίωση στα περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησης. Εδώ θα πρέπει να αναφερθεί ότι η συγκεκριμένη θεωρία δύσκολα βρίσκει εφαρμογή στην περίπτωση των νέων εταιριών που χαρακτηρίζονται από υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης. Αυτές οι εταιρίες συνήθως δεν διαθέτουν ελεύθερες ταμειακές ροές, ενώ θα πρέπει να είναι σε θέση να εκμεταλλευτούν πλήρως τις επενδυτικές ευκαιρίες που βρίσκονται στο δρόμο τους.

Σύμφωνα με τη μελέτη των Dittmar, Mahrt-Smith και Servae (2003) σε 11000 επιχειρήσεις 45 χωρών, οι χώρες με μικρή προστασία των δικαιωμάτων των μετόχων, κατέχουν περισσότερα μετρητά. Επίσης οι Pinkowitz, Stulz και Williamson (2003) αναλύοντας τη σχέση μεταξύ προστασίας επενδυτών και διακράτησης ταμειακών διαθεσίμων σε ένα δείγμα 35 χωρών και σε διάστημα 12 ετών (1988-1999), κατέληξαν ότι οι επιχειρήσεις σε χώρες με κακή προστασία των επενδυτών κατέχουν 5% έως 25% περισσότερα μετρητά από ό,τι αν ήταν εγκατεστημένες στις Η.Π.Α και δικαιολογούν τη σχέση αυτή κάνοντας αναφορά στο προληπτικό κίνητρο. Επιπλέον διαπίστωσαν ότι η οικονομική ανάπτυξη είναι στενά συνυφασμένη με τη σχέση μεταξύ της διακράτησης μετρητών και της προστασίας των επενδυτών.

Την ίδια χρονολογία, οι Mikkelson και Partch (2003) παρουσίασαν ευρήματα σύμφωνα με τα οποία οι επιχειρήσεις με υψηλά ταμειακά διαθέσιμα δεν χαρακτηρίζονται από χαμηλότερες λειτουργικές επιδόσεις.

Τέλος, οι συγγραφείς επισημαίνουν ότι όσο μεγαλύτερα είναι τα προβλήματα αντιπροσώπευσης σε μία χώρα, τόσο περισσότερα είναι τα μετρητά που κατέχουν οι επιχειρήσεις αυτής, τα οποία όμως ξοδεύονται εύκολα και γρήγορα σύμφωνα με τους Dittmar and Mahrt-Smith, (2007) και Harford, Mansi, and Maxwell (2008).

ii. Η υπόθεση της υπό-επένδυσης

Στην περίπτωση της υπό-επένδυσης, οι διοικούντες την εταιρείας έχουν την τάση να αποφεύγουν ριψοκίνδυνες επενδύσεις, καθώς απώτερος σκοπός τους είναι η διαφύλαξη του μισθού και της θέσης τους. Με τον τρόπο αυτό όμως, συνήθως απορρίπτονται επενδυτικές ευκαιρίες, με αποτέλεσμα την μείωση της αξίας της εταιρείας. Αξίζει να σημειωθεί ότι αυτό που ενδιαφέρει τους μετόχους είναι ο συστηματικός κίνδυνος, ενώ τα στελέχη ο συνολικός, καθώς σε περίπτωση αποτυχίας επενδυτικού σχεδίου, τα στελέχη φέρουν ολοκληρωτικά το κόστος και τον κίνδυνο του εκάστοτε σχεδίου. Σύμφωνα με τον Tong (2006), οι διαχειριστές στην προσπάθεια αποφυγής του κινδύνου, αυξάνουν τα ταμειακά διαθέσιμα, εγκαταλείποντας επικίνδυνα έργα με θετική ΚΠΑ και μειώνοντας την αξία της επιχείρησης. Τα ευρήματα της μελέτης του αποδεικνύουν ότι οι επιχειρήσεις με χαμηλότερα κίνητρα κινδύνου, κατέχουν 1,4% περισσότερα εταιρικά μετρητά, τα οποία διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο στην μείωση του κινδύνου της επιχείρησης. Επίσης αναφέρει ότι η αύξηση κατά 1% των εταιρικών ταμειακών διαθεσίμων μειώνει την αξία της επιχείρησης κατά 0,49%.

Το πρόβλημα της υπό-επένδυσης επηρεάζει όλες τις εταιρίες με μόχλευση αλλά πιο πολύ αυτές που βρίσκονται κοντά στην χρεοκοπία. Θα πρέπει να σημειωθεί ότι ώριμες επιχειρήσεις με μεγάλη φήμη, επιλέγουν συντηρητικές επενδυτικές κινήσεις, ενώ νέες εταιρίες με μικρή φήμη και πολλές αναπτυξιακές ευκαιρίες προτιμούν πιο ριψοκίνδυνα επενδυτικά σχέδια.

1.4 ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΤΙΚΟΙ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ

Στην ενότητα αυτή, γίνεται αναφορά στους βασικότερους προσδιοριστικούς παράγοντες των ρευστών διαθεσίμων, καθώς και στη σχέση που υπάρχει μεταξύ αυτών και της διακράτησης μετρητών.

1.4.1 ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ

Ένας από τους βασικότερους παράγοντες προσδιορισμού των ρευστών διαθεσίμων αποτελούν οι επενδυτικές ευκαιρίες μιας επιχείρησης , οι οποίες αναμφισβήτητα εξαρτώνται από την γενική οικονομική κατάσταση μιας χώρας, τον κλάδο δραστηριοποίησης επιχείρησης, αλλά και τον στρατηγικό σχεδιασμό της. Σύμφωνα με τους Hardin et al. (2009) και τη θεωρία της αντιστάθμισης, οι επιχειρήσεις με περισσότερες επενδυτικές ευκαιρίες μπορεί να αντιμετωπίσουν υψηλότερο κόστος εξωτερικής χρηματοδότησης και προκειμένου να μειώσουν το κόστος δυσπραγίας (να μην ακυρώσουν ή περιορίσουν τα κερδοφόρα επενδυτικά τους σχέδια), αναμένεται να διατηρούν υψηλότερα επίπεδα μετρητών, δημιουργώντας θετική σχέση μεταξύ των ταμειακών διαθεσίμων και των ευκαιριών ανάπτυξης. Επίσης, σύμφωνα με το κίνητρο προφύλαξης, οι επιχειρήσεις με μεγαλύτερες επενδυτικές ευκαιρίες διακρατούν περισσότερα μετρητά για την αντιμετώπιση τυχόν χρηματοοικονομικής δυσπραγίας και την αποφυγή πτώχευσης, καθώς οι επενδυτικές ευκαιρίες είναι άυλα αγαθά με αξίες που υπόκεινται σε κατάρρευση σε περιόδους οικονομικής δυσπραγίας από ό,τι σε εκείνες με λιγότερες (Bates et al., 2009). Επιπλέον, οι επιχειρήσεις με καλύτερες επενδυτικές ευκαιρίες αναμένεται να διατηρούν περισσότερα μετρητά για να ελαχιστοποιήσουν το κόστος ευκαιρίας των επενδύσεων που χάνονται. Οι Kim, Mauer και Sherman (1998), οι Opler et al. (1999), Ferreira και Vilela (2003), Lee και Song (2007) και Bates κ.ά. (2009), διαπίστωσαν ότι επιχειρήσεις με μεγάλες επενδυτικές ευκαιρίες, διακρατούν περισσότερα μετρητά. Ακόμη, οι Prenker και Kuck (2009), τόνισαν τον κίνδυνο απόρριψης επικερδών επενδύσεων, όταν επιχειρήσεις δραστηριοποιούνται σε περιβάλλοντα πλούσια σε ευκαιρίες, χωρίς την ταυτόχρονη διατήρηση ορισμένων ποσών για το σκοπό αυτό. Η θεωρία της ιεράρχησης ακολουθεί την θεωρία της αντιστάθμισης και υποστηρίζει θετική σχέση μεταξύ επενδυτικών ευκαιριών και ταμειακών διαθεσίμων, καθώς οι επιχειρήσεις με περισσότερες επενδυτικές ευκαιρίες, εμφανίζουν θεωρητικά μεγαλύτερα κέρδη και συνεπώς διαθέτουν περισσότερα μετρητά.

Τέλος, η θεωρία της αντιπροσώπευσης επιφέρει αρνητική σχέση μεταξύ ταμειακών διαθεσίμων και ευκαιριών ανάπτυξης, αφού οι διαχειριστές των εταιρειών διακρατούν

μετρητά για την ικανοποίηση προσωπικών τους στόχων, αποφεύγοντας αποδοτικά επενδυτικά έργα (Opler et al., 1999).

1.4.2 ΜΕΓΕΘΟΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ

Σύμφωνα με τη θεωρία της αντιστάθμισης, το μέγεθος της επιχείρησης και τα ταμειακά διαθέσιμα εμφανίζουν αντίστροφη σχέση (Daher 2010), καθώς οι μεγάλες επιχειρήσεις μπορούν να επωφεληθούν από τις οικονομίες κλίμακας (Mulligan, 1997), οι οποίες συσχετίζονται με τα επίπεδα των μετρητών που απαιτούνται για τις συνήθεις συναλλαγές, με αποτέλεσμα οι επιχειρήσεις να διακρατούν τελικά χαμηλά ταμειακά διαθέσιμα. Επίσης, οι δραστηριότητές τους είναι διαφοροποιημένες, εμφανίζουν πιο σταθερές χρηματικές ροές σε σχέση με τις μικρές επιχειρήσεις και μικρότερη πιθανότητα οικονομικών δυσχερειών. Ένας ακόμη λόγος που συμβάλλει στην αντίστροφη σχέση ταμειακών διαθεσίμων και μεγέθους επιχείρησης είναι η ασυμμετρία πληροφόρησης, η οποία εμφανίζεται μεγαλύτερη στις μικρές επιχειρήσεις και για το λόγο αυτό θα πρέπει να συσσωρεύουν μετρητά για να αποφύγουν την υποεπένδυση. Συγκεκριμένα, οι Opler, Pinkowitz, Stulz και Williamson (1999), διαπίστωσαν ότι οι μικρότερες επιχειρήσεις με περισσότερες επενδυτικές ευκαιρίες και ριψοκίνδυνες δραστηριότητες διαθέτουν μεγαλύτερο ποσοστό ρευστών χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων. Η διατήρηση ρευστών περιουσιακών στοιχείων μπορεί να μειώσει το κόστος από την εξάρτηση της εξωτερικής χρηματοδότησης. Επιπλέον, οι Fazzari και Petersen (1993), Kim et al. (1998) και Ozkan (2004) επισημαίνουν ότι μικρότερες επιχειρήσεις μπορεί να αντιμετωπίσουν περιορισμούς δανεισμού σε σχέση με μεγαλύτερες επιχειρήσεις, οι οποίες έχουν καλύτερη πρόσβαση στην αγορά κεφαλαίων και με χαμηλότερο κόστος. Οι Bates et al. (2009) σε μια έρευνα για τις αμερικανικές επιχειρήσεις, διαπίστωσαν ότι οι μικρότερες επιχειρήσεις, οι οποίες έχουν χαμηλότερες ταμειακές ροές, λιγότερες κεφαλαιακές δαπάνες και χαμηλότερο χρέος, κατέχουν περισσότερα μετρητά. Ακόμη, η διατήρηση ορισμένων επιπέδων ρευστότητας, μειώνει την πιθανότητα χρηματοοικονομικής δυσπραγίας, ιδίως για τις μικρές επιχειρήσεις που χαρακτηρίζονται για τις ευμετάβλητες ταμειακές ροές τους.

Αντίθετα, η θεωρία της ιεράρχησης υποστηρίζει θετική σχέση μεταξύ μεγέθους και ταμειακών διαθεσίμων, δεδομένου ότι οι μεγάλες επιχειρήσεις εμφανίζουν συνήθως

καλύτερες επιδόσεις και μεγαλύτερα κέρδη σε σχέση με τις μικρές και επομένως θα διαθέτουν περισσότερα μετρητά (Opler et al., 1999). Επίσης, τα προβλήματα αντιπροσώπευσης που εμφανίζονται μεγαλύτερα στις μεγάλες επιχειρήσεις και αυξάνουν τη διακράτηση μετρητών, συμβάλλουν στην θετική σχέση μεταξύ μεγέθους επιχείρησης και διατήρησης μετρητών.

Ωστόσο, η πλειοψηφία των ερευνών ακολουθεί τη θεωρία της αντιστάθμισης και καταλήγει σε αρνητική σχέση μεταξύ μεγέθους εταιρειών και ύψους ρευστών διαθεσίμων.

1.4.3 ΜΟΧΛΕΥΣΗ

Ένας ακόμη σημαντικός παράγοντας είναι η μόχλευση, η οποία ορίζεται ως ο βαθμός στον οποίο μια επιχείρηση κάνει χρήση δανειακών κεφαλαίων και υπολογίζεται από τον λόγο του μακροπρόθεσμου χρέους ως προς τα ίδια κεφάλαια. Παρόλο που σύμφωνα με την θεωρία της αντιστάθμισης, η μόχλευση αυξάνει την πιθανότητα της πτώχευσης και επομένως οι επιχειρήσεις θα πρέπει να διακρατούν περισσότερα μετρητά για να αποφύγουν πιθανή χρηματοοικονομική δυσπραγία (Ferreira και Vilela, 2004), καταλήγουμε σε αρνητική σχέση μεταξύ μόχλευσης και ταμειακών διαθεσίμων. Όσο τα παρακρατηθέντα κέρδη υπερβαίνουν τις επενδύσεις, τόσο το ύψος των διαθεσίμων αυξάνεται και το αντίθετο. Συγκεκριμένα οι Opler et al. (1999), αποδεικνύουν ότι οι επιχειρήσεις με πλεονάζοντα μετρητά, χρησιμοποιούν αυτά προκειμένου να πληρώσουν ή να αποπληρώσουν το ανεξόφλητο χρέος ή για να το συσσωρεύσουν, ακολουθώντας τη θεωρία της ιεράρχησης. Επίσης, σύμφωνα με τη θεωρία των ελεύθερων ταμειακών διαθεσίμων, οι λιγότερο μοχλευμένες επιχειρήσεις υπόκεινται σε λιγότερο εξωτερικό έλεγχο, επιτρέποντας στις διοικήσεις των εταιρειών να διακρατούν υψηλότερα επίπεδα μετρητών για την ικανοποίηση των προσωπικών τους φιλοδοξιών, καθιστώντας αυτές αναποτελεσματικές. Συγκεκριμένα, οι Hardin et al. (2009) υποστηρίζουν ότι η μόχλευση συσχετίζεται αρνητικά με τη διακράτηση μετρητών και ότι μπορεί να χρησιμοποιηθεί για τη μείωση του κόστους αντιπροσώπευσης που προκαλείται από το πρόβλημα των ελεύθερων ταμειακών ροών. Οι Kim et al. (1998), Opler et al. (1999) και Bates et al. (2009), αποδεικνύουν μείωση των επιπέδων μετρητών όταν οι επιχειρήσεις αυξάνουν τη χρηματοοικονομική τους μόχλευση, όπως επίσης και οι Ferreira και Vilela (2003) για τις χώρες της ΟΝΕ και οι Bigelli και Vidal (2009) για τις ιδιωτικές επιχειρήσεις. Αυτό μπορεί

να οφείλεται στο γεγονός ότι το κόστος των κεφαλαίων που χρησιμοποιούνται για την επένδυση σε ρευστά στοιχεία ενεργητικού αυξάνεται καθώς η χρηματοοικονομική μόχλευση αυξάνεται (Baskin, 1987).

1.4.4 ΚΕΡΔΟΦΟΡΙΑ

Η κερδοφορία ορίζεται ως ο λόγος των ταμειακών ροών προς τη λογιστική αξία του ενεργητικού, όπου οι ταμειακές ροές υπολογίζονται ως τα κέρδη μετά από τόκους, μερίσματα και φόρους αλλά πριν από τις αποσβέσεις. Σύμφωνα με τους Kim et al. (1998), τους Caglayan-Ozkan και Ozkan (2002) και τη θεωρία της αντιστάθμισης, προβλέπεται αρνητική σχέση μεταξύ κερδοφορίας και ταμειακής ρευστότητας, αφού οι κερδοφόρες επιχειρήσεις προκειμένου να αποφύγουν προβλήματα υποεπένδυσης, παρουσιάζουν αρκετές ταμειακές ροές. Επίσης, οι Bates et al. (2009) υποστηρίζουν αρνητική σχέση μεταξύ κερδοφορίας και ταμειακών διαθεσίμων, σε αντίθεση με τους Ferreira και Vilela (2003) αλλά και τους Almeida et al. (2004), οι οποίοι ακολουθούν την θεωρία της ιεράρχησης.

1.4.5 ΤΑΜΕΙΑΚΕΣ ΡΟΕΣ

Για τον υπολογισμό των ταμειακών ροών, μετράμε τις ταμειακές ροές (Cash Flow) ως τον λόγο των κερδών προ φόρων συν αποσβέσεις προς το σύνολο του ενεργητικού. Θεωρητικά θα πρέπει να υφίσταται αρνητική σχέση μεταξύ των ταμειακών ροών και των διαθεσίμων, καθώς η αύξηση των πρώτων μειώνει τη δυνητική ανάγκη για διατήρηση ρευστών διαθεσίμων. Οι Kim et al. (1998) καταλήγουν σε αρνητική σχέση μεταξύ αυτών, εξηγώντας τη δυνατότητα των ταμειακών ροών να αποτελούν μια έτοιμη πηγή ρευστότητας που μπορεί να χρησιμοποιηθεί ως υποκατάστατο των μετρητών. Επίσης, οι Hardin κ.ά. (2009) αποδεικνύουν την αρνητική αυτή συσχέτιση. Επομένως, οι επιχειρήσεις που αντιμετωπίζουν υψηλότερη αβεβαιότητα στις ταμειακές ροές τους, μπορούν να θεωρήσουν βέλτιστη τη συσσώρευση ρευστών περιουσιακών στοιχείων, με τη μορφή μετρητών, προκειμένου να αντισταθμίσουν τις δυσμενείς επιπτώσεις των αρνητικών ταμειακών ροών. Από την άλλη πλευρά οι Myers και Majluf (1984) τονίζουν ότι σύμφωνα με την ασυμμετρία της πληροφόρησης, οι επιχειρήσεις καταφεύγουν στην εσωτερική χρηματοδότηση πριν καταφύγουν στην αγορά και επομένως οι επιχειρήσεις με μεγάλες

ταμειακές ροές θα διατηρούν υψηλότερα ταμειακά διαθέσιμα. Η θετική αυτή συσχέτιση επαληθεύεται από τους Opler et al. (1999) για τις ΗΠΑ και Ozkan and Ozkan (2004) για τη βρετανική αγορά, καθώς και από τους Ferreira και Vilela (2004) για τις ευρωπαϊκές χώρες της Οικονομικής Νομισματικής Ένωσης (ΟΝΕ).

1.4.6 ΚΕΦΑΛΑΙΟΥΧΙΚΕΣ ΔΑΠΑΝΕΣ

Αναφερόμενοι στις κεφαλαιουχικές δαπάνες εννοούμε τις δαπάνες εκείνες που βελτιώνουν ή δημιουργούν νέα περιουσιακά στοιχεία για μια επιχείρηση και επιπλέον ενισχύουν τη δανειοληπτική ικανότητα της, καθώς αυτά τα περιουσιακά στοιχεία μπορούν να αποτελέσουν εγγύηση σε περίπτωση ανάγκης. Σύμφωνα με τους Bates et al. (2009) και τη θεωρία της ιεράρχησης, οι κεφαλαιουχικές δαπάνες μειώνουν τα επίπεδα των μετρητών, ενώ οι Riddick και Whited (2009) υποστηρίζουν θετική σχέση μεταξύ κεφαλαιουχικών δαπανών και διατήρησης μετρητών, καθώς οι κεφαλαιακές δαπάνες μπορούν να αντιπροσωπεύουν τις επενδυτικές ευκαιρίες και μπορεί να υπάρξει ανάγκη εξωτερικού κεφαλαίου. Θετική σχέση μεταξύ κεφαλαιουχικών δαπανών και ταμειακών διαθεσίμων υποστηρίζει και η θεωρία της αντιστάθμισης, ενώ οι Lee και Song (2007) αποδεικνύουν αρνητική σχέση για τις επιχειρήσεις μετά την ασιατική χρηματοπιστωτική κρίση.

Οι κεφαλαιακές δαπάνες υπολογίζονται ως η ετήσια μεταβολή των πάγιων περιουσιακών στοιχείων που προστίθενται στις αποσβέσεις και γενικά αναμένουμε αρνητική σχέση μεταξύ αυτών και των μετρητών.

1.4.7 ΜΕΡΙΣΜΑΤΑ

Γενικά, η καταβολή μερισμάτων στους μετόχους προκαλεί μείωση στα διαθέσιμα μετρητά, ενώ ταυτόχρονα στρέφει τις επενδυτικές επιχειρήσεις στην εξωτερική χρηματοδότηση, αυξάνοντας τον εξωτερικό έλεγχο της διοίκησης, προκειμένου να υπάρχει πρόσβαση στην αγορά κεφαλαίου. Σύμφωνα με τους Opler, Pinkowitz, Stulz και Williamson (1999)-Harford, Mansi και Maxwell (2008), οι επιχειρήσεις που καταβάλλουν μερίσματα τείνουν να διατηρούν χαμηλότερα υπόλοιπα μετρητών. Ο Brav (2009), υποστηρίζει ότι η παραπάνω σχέση χαρακτηρίζει κυρίως τις εισηγμένες στο χρηματιστήριο επιχειρήσεις, καθώς στις ιδιωτικές επιχειρήσεις, τα μερίσματα συνήθως ενσωματώνονται στα προσωπικά εισοδήματα των ιδιοκτητών και σύμφωνα με τον Ang (1992), τα περιουσιακά

στοιχεία μιας επιχείρησης και ο προσωπικός πλούτος των ιδιοκτητών συχνά θεωρούνται το ίδιο. Έτσι στις ιδιωτικές επιχειρήσεις, η καταβολή μερισμάτων σχετίζεται με υψηλά ταμειακά διαθέσιμα.

1.4.8 ΚΑΘΑΡΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΚΙΝΗΣΗΣ

Το καθαρό κεφάλαιο κίνησης υπολογίζεται ως ο λόγος του κυκλοφορούντος ενεργητικού μείον τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις συν τα μετρητά και τα εμπορεύσιμα χρεόγραφα προς το σύνολο του ενεργητικού. Καθαρό κεφάλαιο κίνησης αποτελούν τα κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία που μπορούν εύκολα να μετατραπούν σε μετρητά, όπως οι απαιτήσεις που μπορούν εύκολα να εξαργυρωθούν μέσω factoring σε ιδιωτικές επιχειρήσεις ή με διαδικασίες τιτλοποίησης σε μεγαλύτερες επιχειρήσεις και θεωρούνται υποκατάστατα μετρητών. Συνεπώς, οι ιδιωτικές επιχειρήσεις με υψηλό καθαρό κεφάλαιο κίνησης θα παρουσιάζουν χαμηλά επίπεδα μετρητών.

1.5 ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ ΕΝΑΝΤΙ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ

Ιδιαίτερη έμφαση θα πρέπει να δοθεί στη σημαντική διάκριση μεταξύ της πραγματικής διαχείρισης ταμειακών διαθεσίμων και της γενικότερης διαχείρισης ρευστότητας. Η διάκριση προκαλεί σύγχυση καθώς τα πραγματικά ταμειακά διαθέσιμα είναι τα πραγματικά μετρητά στο χέρι, ενώ οι οικονομικοί διευθυντές εννοούν τις διακρατήσεις μετρητών μιας εταιρείας μαζί με τα εμπορεύσιμα χρεόγραφά της, τα οποία ονομάζονται ταμειακά ισοδύναμα. Η διαχείριση ρευστότητας αφορά τη βέλτιστη ποσότητα ρευστών στοιχείων ενεργητικού που απαιτείται να έχει μια εταιρεία, ενώ η διαχείριση ταμειακών διαθεσίμων είναι στενά συνδεδεμένη με την βελτιστοποίηση των μηχανισμών για την είσπραξη και εκταμίευση μετρητών. Γενικά, κάθε εταιρεία θα πρέπει να αντισταθμίζει τα οφέλη της διακράτησης μετρητών για την κάλυψη υποχρεώσεων και την αποφυγή πτώχευσης έναντι του κόστους ευκαιρίας των χαμηλότερων αποδόσεων. Μία λογική πολιτική διαχείρισης ρευστών διαθεσίμων αποτελεί η κατοχή αρκετών μετρητών για την ανταπόκριση στις υποχρεώσεις που προκύπτουν από την δραστηριότητα της επιχείρησης σε φυσιολογικά πλαίσια καθώς και η επένδυση ορισμένων πλεοναζόντων ρευστών

διαθεσίμων σε εμπορεύσιμα χρεόγραφα για προληπτικούς λόγους. Τα υπόλοιπα πλεονάζοντα χρηματικά διαθέσιμα θα πρέπει να επενδυθούν στην επιχείρηση ή να καταβληθούν στους επενδυτές.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΑΒΕΒΑΙΟΤΗΤΑΣ ΚΑΙ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΡΕΥΣΤΩΝ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ

2.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Τα τελευταία χρόνια, η παγκόσμια οικονομική και πολιτική κατάσταση που επικρατεί, έχει δημιουργήσει ένα κλίμα έντονης ανησυχίας και αβεβαιότητας στους επιχειρηματικούς κλάδους, καθιστώντας δύσκολη τη χάραξη πολιτικής των εταιρειών, αναφορικά με την κερδοφορία και τις επενδύσεις. Αναμφισβήτητα, η αβεβαιότητα μπορεί να καταστήσει αναγκαίες τις περικοπές στην παραγωγή και τις αμοιβές των εργαζομένων, ενώ γενικότερα επηρεάζει τις χρηματοοικονομικές αποφάσεις σχετικά με την διακράτηση μετρητών, την κεφαλαιακή διάρθρωση, το κόστος κεφαλαίου και κυρίως τις επενδύσεις. Συγκεκριμένα, οι επιχειρήσεις ενεργούν πιο συντηρητικά σε περιόδους υψηλής αβεβαιότητας, επιβραδύνοντας έτσι τις επενδύσεις στην παραγωγή και την απασχόληση. Για τη μέτρηση της αβεβαιότητας, χρησιμοποιούνται διάφοροι δείκτες με πιο γνωστό τον δείκτη μεταβλητότητας Volatility Index (VIX) και ακολουθούν η μεταβλητότητα της χρηματιστηριακής αγοράς, οι γεωπολιτικοί κίνδυνοι, η οικονομική ανάπτυξη και οι πολιτικοί κίνδυνοι. Οι Baker et al. (2016), παρουσιάζουν ένα νέο δείκτη οικονομικής και πολιτικής αβεβαιότητας, τον δείκτη Economic Policy Uncertainty Index (EPU), ο οποίος διαφέρει από τους προϋπάρχοντες καθώς λαμβάνει υπόψη τη σχετική συχνότητα των άρθρων των εφημερίδων που αναφέρονται στην οικονομική πολιτική αβεβαιότητα, αλλά ταυτόχρονα αντικατοπτρίζει και όλες τις διαφορετικές διατάξεις του ομοσπονδιακού φορολογικού κώδικα που είναι προγραμματισμένες να λήξουν τα επόμενα 10 χρόνια, δίνοντας ένα μέτρο του επιπέδου αβεβαιότητας σχετικά με την πορεία που θα ακολουθήσει ο ομοσπονδιακός φορολογικός κώδικας στο μέλλον. Επιπλέον, αντανακλά τις διαφωνίες μεταξύ των προβλέψεων σχετικά με τον πληθωρισμό και την κυβερνητική δημοσιονομική πολιτική. Συγκεκριμένα, καταγράφει την αβεβαιότητα σχετικά με το ποιος θα χαράξει την

οικονομική πολιτική, ποιες ενέργειες θα γίνουν και ποιοι θα επηρεαστούν από τις οικονομικές συνέπειες αυτών των ενεργειών. Σε αυτό το σημείο, διαφέρει από την οικονομική ύφεση, καθώς ενώ η οικονομία μπορεί να παρουσιάζει καλές επιδόσεις, ο EPU μπορεί να αυξάνεται λόγω της αβέβαιης οικονομικής πολιτικής της κυβέρνησης. Στην ουσία, αντικατοπτρίζει τη διαδικασία λήψης αποφάσεων των ρυθμιστικών φορέων και κυβερνήσεων. Επίσης, οι συγγραφείς διαπιστώνουν ότι η αβεβαιότητα βάσει ειδήσεων αυξάνεται με την έντονη ειδησεογραφική κάλυψη γεγονότων όπως οι πόλεμοι του Κόλπου, η τρομοκρατική επίθεση (9/11), η πτώχευση της Lehman Brothers, η διαμάχη για το όριο του χρέους το 2011 και το χρηματιστηριακό κραχ (Μαύρη Δευτέρα). Σε συνέχεια του δείκτη EPU, ο Davis (2016) εισήγαγε τον παγκόσμιο EPU που υπολογίζεται ως ο σταθμισμένος ως προς το ΑΕΠ μέσος όρος των τιμών του δείκτη EPU σε 16 χώρες, συμπεριλαμβανομένων των ΗΠΑ, του Ηνωμένου Βασιλείου, του Καναδά, της Ιαπωνίας, της Αυστραλίας, των Ευρωπαϊκών χωρών και των χωρών BRIC (Βραζιλία, Ρωσία, Ινδία, Κίνα). Από το σύνολο του ΑΕΠ για το πλήθος των 16 χωρών, το 30% αντιστοιχεί στο ΑΕΠ των χωρών BRIC για το 2016. Η προσάρτηση της Κριμαίας από τη Ρωσία το 2014 και οι στρατιωτικές επιδρομές της στην ανατολική Ουκρανία, αλλά και η προσφυγική κρίση, οδήγησαν σε άνοδο των δεξιών πολιτικών ιδεολογιών και αύξηση των τρομοκρατικών απειλών, διαταράσσοντας τις σχέσεις εντός και μεταξύ των εθνών, με αποτέλεσμα την αύξηση της παγκόσμιας οικονομικής πολιτικής αβεβαιότητας. Το 2015 ο δείκτης EPU στη Βραζιλία αυξήθηκε σημαντικά, λόγω σκανδάλων διαφθοράς και παραπομπών σημαντικών πολιτικών προσώπων, γεγονότα τα οποία ώθησαν προς τα πάνω τον παγκόσμιο δείκτη EPU στα τέλη του 2015 (Davis, 2016). Έπειτα, τις δυο τελευταίες δεκαετίες, γεγονότα όπως η χρηματοπιστωτική κρίση του 2008, η ευρωπαϊκή κρίση χρέους και το Brexit, το οποίο αύξησε τις αμφιβολίες σχετικά με το μέλλον του ευρώ και τις οικονομικές πολιτικές στην Ευρώπη, έχουν εντείνει το κλίμα αβεβαιότητας. Συγκεκριμένα, οι Baker et al. (2016), αναφέρουν ότι η 11η Σεπτεμβρίου 2001, η κατάρρευση της Lehman Brothers, η εκλογή του Ντόναλντ Τραμπ και ο εμπορικός πόλεμος με την Κίνα, επέφεραν δραματική αύξηση της αβεβαιότητας στις επιχειρήσεις.

2.2 ΣΥΝΕΠΕΙΕΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΑΒΕΒΑΙΟΤΗΤΑΣ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ ΚΑΙ ΤΗΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ

Η καλή λειτουργία του χρηματοπιστωτικού συστήματος, προϋποθέτει ροή κεφαλαίων από τους αποταμιευτές προς τους επενδυτές, διασφαλίζοντας τις παραγωγικές επενδύσεις και τη συνολική οικονομική δραστηριότητα. Σύμφωνα με τους Klomp και De Haan (2009), το χρηματοπιστωτικό σύστημα συμπεριλαμβάνει τους χρηματοπιστωτικούς διαμεσολαβητές, ιδρύματα, αγορές, πληρωμές, συστήματα διακανονισμού και εκκαθάρισης και έχει ως στόχο τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα, η οποία επιτυγχάνεται με την αποτελεσματική κατανομή των αποταμιεύσεων σε επενδυτικές ευκαιρίες με διαρκή τρόπο και χωρίς διαταραχές. Το σύνολο των διαπραγματεύσεων, λαμβάνει χώρα εντός των χρηματοπιστωτικών αγορών, όπου οι οικονομικές μονάδες αγοράζουν και πωλούν χρηματοπιστωτικά προϊόντα, με σημαντικότερη λειτουργία τη χρηματοδότηση των ελλειμματικών μονάδων από τις πλεονασματικές. Η λειτουργία αυτή προσφέρει στις μεν ελλειμματικές μονάδες άμεση ρευστότητα και στις δε πλεονασματικές, κάποιο ίσης ή και μεγαλύτερης μελλοντικής αξίας προϊόν. Η χρηματοδότηση διακρίνεται σε άμεση και σε έμμεση, όπου στη δεύτερη περίπτωση τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα λειτουργούν ως ενδιάμεσος. Σύμφωνα με τον Alpert (2020), ο συνδυασμός των χρηματοπιστωτικών αγορών, των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, των χρηματοπιστωτικών προϊόντων που εμπορεύονται, καθώς και οι όροι της λειτουργίας αυτής, αποτελούν το χρηματοπιστωτικό σύστημα.

Ο Mishkin (1999) στη μελέτη του αναφέρει πως ένα σταθερό χρηματοπιστωτικό σύστημα είναι σε θέση να απορροφά τόσο εσωτερικούς όσο και εξωτερικούς κραδασμούς (οικονομικούς και μη), προστατεύοντας έτσι την οικονομία. Κρίσιμη για τη λειτουργία ενός χρηματοπιστωτικού συστήματος είναι η ασυμμετρία των πληροφοριών, αποτέλεσμα της οποίας είναι η μείωση του δανεισμού, των παραγωγικών επενδύσεων και της οικονομικής δραστηριότητας. Οι παράγοντες που διαταράσσουν τη ροή πληροφοριών και προκαλούν χρηματοοικονομική αστάθεια είναι τέσσερις, η αύξηση των επιτοκίων, η επιδείνωση των ισολογισμών του χρηματοοικονομικού τομέα, η επιδείνωση των μη χρηματοοικονομικών ισολογισμών και η αυξανόμενη αβεβαιότητα.

Επίσης, η οικονομική ύφεση, η αβεβαιότητα που σχετίζεται με τις κυβερνητικές πολιτικές, καθώς και η κατάρρευση ενός μεγάλου χρηματοπιστωτικού ή μη χρηματοπιστωτικού ιδρύματος, συντελούν στην αύξηση της αβεβαιότητας. Η αβεβαιότητα της κυβερνητικής οικονομικής πολιτικής μπορεί να έχει επιζήμιες επιπτώσεις στην οικονομία. Στη βιβλιογραφία υπάρχουν αρκετές μελέτες, οι οποίες ασχολήθηκαν με το ρόλο του δείκτη EPU στην οικονομία και τα χρηματοπιστωτικά συστήματα, χωρίς να λάβουν υπόψη τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα. Ο EPU έχει σαν στόχο την αποτύπωση της αβεβαιότητας σχετικά με τις τρέχουσες και μελλοντικές δράσεις ή και αδράνειες πολιτικής των φορέων λήψης αποφάσεων, καθώς και τις αντίστοιχες επιδράσεις. Η αβεβαιότητα μπορεί να επηρεάσει ολόκληρη την οικονομία μειώνοντας την οικονομική ανάπτυξη (Bloom, 2009). Η αβεβαιότητα μπορεί ακόμη να επηρεάσει τις εταιρικές επιλογές τόσο εσωτερικά όσο και εξωτερικά, καθώς η διοίκηση μπορεί να επιλέξει να είναι πιο συντηρητική ή να εξαναγκαστεί να είναι πιο συντηρητική από τις συνθήκες της χρηματοπιστωτικής αγοράς, μειώνοντας την προσφορά κεφαλαίων στην οικονομία. Ο δείκτης EPU έχει σημαντικές επιπτώσεις στη μικροοικονομική και μακροοικονομική πολιτική και συγκεκριμένα, η αβεβαιότητα αυτή μπορεί να αφορά νομισματικές, δημοσιονομικές ή άλλες ρυθμιστικές πολιτικές (Istrefi και Piloiu, 2014). Οι Mueller, Tahbaz-Salehi, και Vedolin (2017), τονίζουν τον αντίκτυπο της νομισματικής πολιτικής αβεβαιότητας στις συναλλαγματικές ισοτιμίες και τις χρηματοπιστωτικές αγορές και παρουσιάζουν ορισμένες στρατηγικές επίτευξης υψηλών αποδόσεων για τον μετριασμό αυτού. Σε περιόδους υψηλής αβεβαιότητας, το μέσο νοικοκυριό αναβάλλει επενδύσεις και δαπάνες, κάτι το οποίο είναι εντονότερο κατά τη διάρκεια υφέσεων (Giglio, Kelly, και Pruitt, 2016), αυξάνοντας τον αντίκτυπο του δείκτη EPU στο σύνολο της οικονομίας (Foote, Hurst, και Leahy, 2000). Οι εταιρείες είναι γενικά απρόθυμες να λάβουν ουσιώδεις ή δαπανηρές αποφάσεις σε απρόβλεπτα ρυθμιστικά περιβάλλοντα. Συγκεκριμένα, προκαλείται μείωση της ζήτησης, η οποία οδηγεί σε μείωση της παραγωγής και του συνολικού πλούτου ολόκληρης της οικονομίας (Bloom, Bond, και Van Reenen, 2007, 2012). Παρατηρείται αντικυκλική σχέση μεταξύ αβεβαιότητας και επιχειρηματικού κύκλου, καθώς κατά τη διάρκεια των υφέσεων έχουμε κορύφωση της αβεβαιότητας, η οποία φτάνει στο κατώτατο σημείο της κατά τη διάρκεια ανόδου της οικονομίας (Bloom, 2014). Οι Leduc και Liu (2016), τονίζουν τα χαμηλά ποσοστά πληθωρισμού και τα αντίστοιχα υψηλά ποσοστά ανεργίας σε

περιόδους υψηλής αβεβαιότητας, τα οποία οδηγούν σε χαμηλότερη ζήτηση για κατανάλωση και δαπάνες. Κατά συνέπεια, αυτό δημιουργεί ένα σοκ ζήτησης στο σύνολο της οικονομίας. Σύμφωνα με τους Handley και Limao (2015), ο δείκτης EPU διαδραματίζει σημαντικό ρόλο στην πρόβλεψη ανόδου των οικονομιών μελλοντικά, ενώ οι Karnizova και Li (2014), τονίζουν την ικανότητα του δείκτη στην πρόβλεψη μελλοντικών υφέσεων.

Έρευνες των Baker, Bloom, και Davis (2016) και Stock και Watson, (2012), απέδειξαν ότι η αβεβαιότητα που σχετίζεται με τις κυβερνητικές δαπάνες, τη φορολογία και τις ρυθμιστικές και νομισματικές πολιτικές επιδείνωσε τη Μεγάλη Ύφεση του 2007-2009 και επιβράδυνε την οικονομική ανάκαμψη, καθώς οι επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά ανέβαλαν τις αποφάσεις τους σχετικά με τις επενδυτικές και καταναλωτικές δαπάνες. Στις ΗΠΑ, κατά τη χρονική περίοδο 1985-2012, η αβεβαιότητα αυξήθηκε σημαντικά, με αποκορύφωμα την αποτυχία της κυβέρνησης να αυξήσει το ανώτατο όριο του ομοσπονδιακού χρέους τον Αύγουστο του 2011 και αυτό είχε ως συνέπεια την δημοσιονομική κρίση στα τέλη του 2012, όπου παλαιότεροι θεσπισμένοι νόμοι τέθηκαν σε ισχύ, οδηγώντας σε μια αύξηση των φόρων και μείωση των δαπανών. Η αβεβαιότητα της οικονομικής πολιτικής φάνηκε να προκάλεσε μείωση, πάνω από μία ποσοστιαία μονάδα, στο πραγματικό ακαθάριστο εγχώριο προϊόν (ΑΕΠ) των ΗΠΑ, καθώς και την απώλεια, πάνω από ένα εκατομμύριο θέσεων εργασίας, κατά την περίοδο 2011-2012 (Wall Street Journal, 2013). Οι Avery και Zemsky (1998), Rigotti και Shannon (2005) και Segal et al. (2015), απέδειξαν πως η αβεβαιότητα στρεβλώνει τις τιμές των περιουσιακών στοιχείων και το εμπόριο.

Οι Arbatli, Davis και Ito (2017), εξέτασαν τη πολιτική αβεβαιότητα, αλλά και τη σχέση της με τις οικονομικές επιδόσεις στην Ιαπωνία, για το χρονικό διάστημα 1987 και έπειτα, χρησιμοποιώντας ένα δείκτη για τη συνολική αβεβαιότητα της οικονομικής πολιτικής στην Ιαπωνία και άλλους τέσσερις που εστιάζουν στην αβεβαιότητα αναφορικά με τη δημοσιονομική, τη νομισματική, τη συναλλαγματική και την εμπορική πολιτική. Σύμφωνα με τα αποτελέσματά τους, ο συνολικός δείκτης δείχνει αύξηση της πολιτικής αβεβαιότητας γύρω από αμφισβητούμενες εθνικές εκλογές και σημαντικές αλλαγές στην ηγεσία, με κορύφωση στη διάρκεια της ασιατικής χρηματοπιστωτικής κρίσης, στην παραίτηση του

Πρωθυπουργού Καν, στο δημοψήφισμα για το Brexit τον Ιούνιο του 2016 και στην πρόσφατη αναβολή αύξησης του φορολογικού συντελεστή κατανάλωσης στην Ιαπωνία. Επίσης, διαπίστωσαν ότι οι αιφνιδιαστικές αυξήσεις της αβεβαιότητας των πολιτικών σηματοδοτούν επιδείνωση των μακροοικονομικών επιδόσεων της Ιαπωνίας και κατέληξαν ότι η καλύτερη επικοινωνία και τα αξιόπιστα σχέδια πολιτικής μπορούν εν μέρει να επιφέρουν βελτίωση στην οικονομική απόδοση.

Ζητήματα όπως η αυξανόμενη ανεργία και η εισοδηματική ανισότητα, η μετανάστευση και οι διακυμάνσεις των τιμών του πετρελαίου έχουν περιπλέξει περαιτέρω τις παγκόσμιες οικονομίες. Η τεχνολογία και η παγκοσμιοποίηση έχουν αλλάξει σημαντικά τον τρόπο ζωής και κατ' επέκταση έχουν συμβάλλει στην αύξηση του επιπέδου της αβεβαιότητας. Σημαντικοί επίσης παράγοντες είναι ο πολιτικός διχασμός, η πόλωση και ο αυξημένος ρόλος των κρατικών δαπανών στη συνολική οικονομία. Ο ρόλος της πολιτικής αβεβαιότητας υπήρξε πάντοτε κρίσιμος στη διαμόρφωση των οικονομικών αποτελεσμάτων, γεγονός το οποίο αποδεικνύει η πρόσφατη υποτονική οικονομική ανάπτυξη σε πολλές χώρες.

Καρδιά του χρηματοπιστωτικού συστήματος αποτελεί το τραπεζικό σύστημα , το οποίο συμβάλλει στην ανάπτυξη της εθνικής οικονομίας με την τόνωση της εγχώριας ζήτησης, τη χρηματοδότηση δυναμικών κλάδων της οικονομίας και καινοτόμων επενδυτικών πρωτοβουλιών. Η αποτελεσματικότητα της συμβολής του εξαρτάται από την ύπαρξη αξιόπιστου θεσμικού πλαισίου, το οποίο ρυθμίζει τη λειτουργία της κοινωνίας σε οικονομικό επίπεδο και στηρίζει τις αναπτυξιακές διαδικασίες.

Η επίδραση του δείκτη EPU στη χρηματοπιστωτική σταθερότητα εξαρτάται από τα χαρακτηριστικά του χρηματοπιστωτικού συστήματος, όπως είναι ο ανταγωνισμός του, το εποπτικό κεφάλαιο των τραπεζών και το μέγεθος του τραπεζικού τομέα. Συγκεκριμένα, οι Allen και Gale (2004), υποστήριξαν ότι ο υψηλός ανταγωνισμός στο χρηματοπιστωτικό σύστημα συνδέεται με υψηλούς τραπεζικούς κινδύνους, επιταχύνοντας έτσι την αρνητική επίδραση του EPU στη χρηματοπιστωτική σταθερότητα. Επίσης, η ρύθμιση υψηλού κεφαλαίου αναμένεται να έχει σταθεροποιητική επίδραση στο χρηματοπιστωτικό σύστημα, επιφέροντας μείωση στην ανάληψη τραπεζικών κινδύνων, βελτίωση στον

έλεγχο και την παρακολούθηση των κινδύνων των δανειοληπτών και αύξηση στα αποθέματα ασφαλείας έναντι μακροοικονομικών και χρηματοοικονομικών κραδασμών. Συνεπώς, μια χώρα με υψηλό ρυθμιστικό κεφάλαιο αναμένεται να είναι λιγότερο ευάλωτη στον EPU. Τέλος, μία αύξηση στο μέγεθος του τραπεζικού συστήματος, μπορεί να μετριάσει την αρνητική επίδραση του EPU στη χρηματοπιστωτική σταθερότητα.

Η μελέτη των Phan et al. (2021), διερευνά τον μοναδικό αντίκτυπο του δείκτη EPU στη σταθερότητα ενός χρηματοπιστωτικού συστήματος, μετρημένο από την άποψη της ευρωστίας και της ανθεκτικότητας του τραπεζικού τομέα. Η συγκεκριμένη εργασία αποδεικνύει τον αρνητικό και στατιστικά σημαντικό αντίκτυπο της οικονομικής πολιτικής αβεβαιότητας στη χρηματοπιστωτική σταθερότητα, χρησιμοποιώντας δεδομένα τραπεζών με διαφορετικά χαρτοφυλάκια η κάθε μία, ελέγχοντας την επίδραση στην παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση και την ενδογένεια. Κατέληξαν ότι η αρνητική επίδραση του δείκτη EPU στη χρηματοπιστωτική σταθερότητα είναι ισχυρότερη σε χώρες με υψηλότερο ανταγωνισμό, χαμηλότερο εποπτικό κεφάλαιο και μικρότερα χρηματοπιστωτικά συστήματα.

Οι Bordo, Duca και Koch (2016), διαπίστωσαν ότι η οικονομική πολιτική αβεβαιότητα επιβραδύνει σημαντικά την ανάπτυξη των πιστώσεων των αμερικανικών τραπεζών, το οποίο έχει επίδραση στην ευρύτερη προσφορά και ζήτηση δανείων. Κάνοντας χρήση συγκεντρωτικών στοιχείων, κατέληξαν σε σημαντική επίδραση της οικονομικής πολιτικής αβεβαιότητας στα τριμηνιαία υποδείγματα της πραγματικής αύξησης των τραπεζικών δανείων ανά κάτοικο για την περίοδο 1961-2014. Πιο συγκεκριμένα, με τη χρήση σχετικών δεικτών των επιμέρους τραπεζικών περιουσιακών στοιχείων, κατέληξαν σε τρία στατιστικά και οικονομικά σημαντικά αποτελέσματα. Αρχικά, οι αρνητικές επιδράσεις του EPU στην αύξηση των δανείων είναι μεγαλύτερες για τις τράπεζες μεγαλύτερου μεγέθους, καθώς οι μεγαλύτερες σε μέγεθος τράπεζες είναι γεωγραφικά περισσότερο διασκορπισμένες σε σχέση με τις μικρότερες και μπορεί να αντανακλούν περισσότερο την εθνική αβεβαιότητα. Δεύτερον, η αρνητική επίδραση της οικονομικής πολιτικής αβεβαιότητας στην αύξηση του τραπεζικού δανεισμού είναι μικρότερη για τις πιο ισχυρά κεφαλαιοποιημένες τράπεζες, αφού επιτυγχάνουν μεγαλύτερη απορρόφηση των κραδασμών μειώνοντας τις επιπτώσεις της αβεβαιότητας της οικονομικής πολιτικής.

Τέλος, ο δείκτης EPU παρουσιάζεται μικρότερος στις τράπεζες με περισσότερα ταμειακά διαθέσιμα. Συνεπώς, διαπιστώνουμε ότι η αβεβαιότητα της εθνικής οικονομικής πολιτικής σχετίζεται με μεγαλύτερες μειώσεις στην αύξηση των τραπεζικών δανείων στις μεγαλύτερες σε μέγεθος τράπεζες των ΗΠΑ, στις τράπεζες με ασθενή κεφαλαιοποίηση και σε τράπεζες που διαθέτουν λιγότερα μετρητά. Τα στατιστικά στοιχεία φανερώνουν αρνητική επίδραση της οικονομικής πολιτικής αβεβαιότητας στον τραπεζικό δανεισμό στις ΗΠΑ, κάτι το οποίο συνεπάγεται σημαντικές επιπτώσεις στην οικονομική δραστηριότητα. Ανάλογες επιπτώσεις παρουσιάζονται και στην Ευρώπη, όπου παρατηρείται μεγάλη εξάρτηση των οικονομιών από τις τράπεζες. Μάλιστα, ο δείκτης EPU στην Ευρώπη καθυστέρησε να ανακάμψει σε σχέση με τις ΗΠΑ. Συνοψίζοντας, η οικονομική πολιτική αβεβαιότητα επηρεάζει τις χρηματοοικονομικές ροές μέσω του τραπεζικού δανεισμού.

Αναμφισβήτητα, σε περιόδους αβεβαιότητας (όπου ο EPU είναι υψηλός), η διάκριση των πιστωτικών κινδύνων καθίσταται ολοένα και πιο δύσκολη για τους δανειστές, οδηγώντας σε μείωση του δανεισμού και των επενδύσεων και επομένως στη συρρίκνωση της οικονομικής δραστηριότητας. Η αύξηση του δείκτη EPU, αυξάνει τη συνολική αβεβαιότητα, η οποία σύμφωνα με τους Gilchrist et al. (2014), επηρεάζει τις επενδύσεις προκαλώντας οικονομικές στρεβλώσεις (μεταβολές στα πιστωτικά περιθώρια). Σύμφωνα με τους Cremers και Yan (2010), η μεταβλητότητα στις ταμειακές ροές, που σχετίζεται με τις αλλαγές στις επενδύσεις λόγω της πολιτικής αβεβαιότητας, αναμένεται να προκαλέσει αθέτηση των υποχρεώσεων και επομένως να οδηγήσει σε υψηλότερα spread ομολόγων. Επιπλέον, πρόσφατα στοιχεία δείχνουν ότι οι πολιτικές διασυνδέσεις μιας επιχείρησης μπορούν να επηρεάσουν την απόδοσή της (Faccio, 2006; Cooper et al., 2010) και την πιθανότητα λήψης κρατικής χρηματοδότησης (Duchin and Sosyura, 2012; Cohen et al., 2010; Goldman et al., 2009).

Οι Cao et al. (2013) εξετάζοντας τις αποφάσεις της κεφαλαιακής διάρθρωσης μιας επιχείρησης κατά τη διάρκεια περιόδων πολιτικής αβεβαιότητας, απέδειξαν ότι οι εταιρείες λαμβάνουν προφυλάξεις προκειμένου να αποτρέψουν την έκδοση δημόσιων ομολόγων κατά τη διάρκεια της περιόδου πολιτικής αβεβαιότητας. Επίσης, οι Ye και Zou (2015), χρησιμοποιώντας ένα δείγμα με περισσότερες από 20.000 εκδόσεις εταιρικών

ομολόγων κατά τα έτη 1980–2012 και τρεις διαφορετικούς δείκτες πολιτικής αβεβαιότητας, απέδειξαν ότι η πολιτική αβεβαιότητα σχετίζεται με υψηλότερο κόστος χρηματοδότησης εταιρικού χρέους. Συγκεκριμένα, χρησιμοποιώντας τα έτη προεδρικών εκλογών στις ΗΠΑ ως τον πρώτο δείκτη για την πολιτική αβεβαιότητα και ελέγχοντας τα χαρακτηριστικά της εταιρείας, των ομολόγων, του κλάδου και της επιχείρησης, διαπίστωσαν ότι η αβεβαιότητα που σχετίζεται με το αποτέλεσμα των προεδρικών εκλογών στις ΗΠΑ, οδηγεί σε αύξηση κατά 34 μονάδες βάσης στα spread των εταιρικών ομολόγων. Τέλος, ο Jens (2017) επισημαίνει ότι τόσο οι επενδύσεις όσο και οι εκδόσεις χρέους και μετοχών μειώνονται πριν από τις εκλογές και αυξάνονται μετά από αυτές.

Είναι γεγονός ότι το χρονοδιάγραμμα και το περιεχόμενο των αλλαγών της κυβερνητικής πολιτικής, σε συνδυασμό με τον πιθανό αντίκτυπο που έχουν αυτές οι πολιτικές στις εταιρικές επενδυτικές αποφάσεις και στην κερδοφορία των επιχειρήσεων, δημιουργεί μεγάλη αβεβαιότητα στις επιχειρήσεις. Πρόσφατα παραδείγματα αποτελούν ο νόμος Affordable Care Act, ο Dodd–Frank Act και το Tea Party Movement.

Δυστυχώς, οι μελέτες σχετικά με τον τρόπο που η οικονομική πολιτική αβεβαιότητα επηρεάζει την επενδυτική πολιτική των εταιρειών, είναι περιορισμένες. Οι Julio και Yook, (2011, 2012) με την εμπειρική μελέτη τους, απέδειξαν τη συσχέτιση της πολιτικής αβεβαιότητας με τη μείωση των εταιρικών επενδύσεων ή και τις αναποτελεσματικές επενδυτικές αποφάσεις που μπορεί να οδηγήσουν σε υψηλή αστάθεια ταμειακών ροών και συνεπώς υψηλότερο κίνδυνο χρεοκοπίας (Durnev, 2010; Pástor and Veronesi, 2013).

Οι Wang, Chen, και Huang (2014) αναλύοντας τον τρόπο επηρεασμού του δείκτη EPU στις εταιρικές επενδύσεις της Κίνας, κατέληξαν ότι όταν αυξάνεται η αβεβαιότητα, οι επιχειρήσεις τείνουν να μειώνουν τις επενδύσεις τους. Ακόμη, οι επιχειρήσεις που βασίζονται περισσότερο στην εσωτερική χρηματοδότηση, επιτυγχάνουν υψηλότερη απόδοση του επενδυμένου κεφαλαίου και οι επιχειρήσεις που δεν ανήκουν στο κράτος υποφέρουν λιγότερο από αυτή την αρνητική επίδραση. Επίσης, οι Kang, Lee και Ratti (2014) διαπίστωσαν ότι η οικονομική πολιτική αβεβαιότητα, σε αλληλεπίδραση με την αβεβαιότητα σε επίπεδο επιχείρησης, μειώνει τις επενδύσεις σε επίπεδο επιχείρησης. Στη συνέχεια, οι Gulen και Ion (2015) χρησιμοποιώντας στοιχεία επιχειρήσεων στις ΗΠΑ για τη χρονική περίοδο 1987-2013, απέδειξαν ότι η αβεβαιότητα της οικονομικής πολιτικής,

έχει ισχυρό αρνητικό αντίκτυπο στις επενδύσεις κεφαλαίου, ο οποίος μπορεί να διαρκέσει έως και οκτώ τρίμηνα, με το μέγεθος της επίδρασης να εμφανίζεται μεγαλύτερο στα πρώτα τέσσερα έως πέντε τρίμηνα. Ο υπολογιζόμενος χρόνος ανάκαμψης είναι 2-3 έτη. Πιο συγκεκριμένα, παρατήρησαν περίπου 32% μείωση των κεφαλαιακών επενδύσεων στις ΗΠΑ κατά την περίοδο της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης (2007-2009). Επιπλέον, η μελέτη των Baker et al. (2016) απέδειξε ότι η αύξηση της αβεβαιότητας εξασθενεί τις εταιρικές επενδύσεις και στο ίδιο συμπέρασμα κατέληξαν και οι Dejuan και Ghirelli (2018) για τις εταιρικές επενδύσεις στην Ισπανία και ιδίως για εκείνες των ευάλωτων επιχειρήσεων.

Επίσης, υπάρχουν μελέτες, όπως αυτή των Boutchkova, Doshi, Durnev και Molchanov (2012), οι οποίες δείχνουν ότι η κυβερνητική αστάθεια και γενικά οι πολιτικοί κίνδυνοι σε παγκόσμιο επίπεδο μπορούν να προκαλέσουν πέρα από μείωση της αποτελεσματικότητας των επιχειρήσεων και υψηλή μεταβλητότητα στις αποδόσεις των αγορών. Έτσι, οι Pastor και Veronesi (2012), υποστηρίζουν ότι σε περιόδους υψηλής αβεβαιότητας, παρατηρούνται χαμηλές αποδόσεις, ενώ οι Brogaard και Detzel (2015), καθώς και οι Aye, Balcilar, Demirer και Gupta (2018), υποστηρίζουν ότι ο δείκτης EPU μπορεί να προβλέψει μελλοντικές αποδόσεις στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Παράλληλα, οι Manela και Moreira (2017), υποστηρίζουν την επίδραση της μελλοντικής αβεβαιότητας στις χρηματοπιστωτικές αγορές, η οποία επίδραση εξακολουθεί και μετά από προσπάθεια μετριασμού της μεταβλητότητας της χρηματιστηριακής αγοράς. Οι Santa-Clara και Valkanov (2003), διαπιστώνουν ότι οι ετήσιες αποδόσεις υπό Δημοκρατικές διοικήσεις είναι από 9% έως 16% υψηλότερες σε σχέση με εκείνες υπό Ρεπουμπλικανικές διοικήσεις.

Γενικά η αβεβαιότητα μπορεί να θεωρηθεί ως κινητήριος μοχλός των διακυμάνσεων στην πραγματική δραστηριότητα, τις μακροοικονομικές μεταβλητές και τις αποδόσεις των χρηματιστηρίων (Caggiano et al., 2017). Οι Holmes και Maghrebi (2016) αποδεικνύουν ότι η μεταβλητότητα στη χρηματιστηριακή αγορά αυξάνει την ανεργία, ενώ οι Balcilar, Gupta και Pierdzioch (2016), σε συμφωνία με τους Fang, Chen, Yu, και Qian (2018), αποδεικνύουν ότι οι αλλαγές στο δείκτη EPU, επηρεάζουν τις τιμές του χρυσού βραχυπρόθεσμα τόσο στην απόδοση όσο και στη μεταβλητότητα. Σύμφωνα με τους Barrero, Bloom, και Wright (2017), η αύξηση της πολιτικής αβεβαιότητας θα έχει

μακροπρόθεσμες επιπτώσεις στις επενδύσεις κεφαλαίου και στην οικονομική ανάπτυξη. Οι Karnizova και Li (2014) δείχνουν ότι η οικονομική πολιτική αβεβαιότητα είναι στατιστικά και οικονομικά σημαντική στην πρόβλεψη των υφέσεων.

Ο Colombo (2013), απέδειξε ότι ο δείκτης EPU των ΗΠΑ συντέλεσε στη μείωση των τιμών και της παραγωγής στη ζώνη του ευρώ. Στη συνέχεια, οι Kang et al. (2014) και Wang et al. (2014), απέδειξαν ότι ο δείκτης μειώνει τις επενδύσεις σε συμφωνία με τους Baker et al. (2016), οι οποίοι απέδειξαν ότι ο EPU αυξάνει την αστάθεια των τιμών των μετοχών και μειώνει την απασχόληση και τις επενδύσεις σε τομείς ευαίσθητους στην πολιτική, όπως η χρηματοδότηση, η άμυνα, η κατασκευή υποδομών και η υγειονομική περίθαλψη. Στη συνέχεια, οι Brogaard και Detzel (2015), οι Gulen και Ion (2016), οι Nguyen και Phan (2017), οι Bonaime et al. (2018), οι Phan et al. (2019), οι Kaviani et al. (2020), οι Duong et al. (2020) και οι Attig et al. (2021), χρησιμοποιώντας τον δείκτη EPU, εστίασαν στις συνέπειες της πολιτικής αβεβαιότητας στην τιμολόγηση περιουσιακών στοιχείων, καθώς και στις διάφορες πολιτικές των επιχειρήσεων, όπως οι κεφαλαιακές επενδύσεις, οι συγχωνεύσεις και εξαγορές και τα ταμειακά διαθέσιμα. Τα αποτελέσματά τους δείχνουν μια σημαντική αρνητική σχέση μεταξύ πολιτικής αβεβαιότητας και των δραστηριοτήτων συγχωνεύσεων και εξαγορών των επιχειρήσεων, η οποία υποδηλώνει σημαντική καθυστέρηση των εταιρικών επενδύσεων και σύμφωνα με τους Floyd, Li και Skinner (2015), οδηγεί σε αύξηση των ταμειακών διαθεσίμων και επομένως θετική συσχέτισή τους με την πολιτική αβεβαιότητα. Οι Caggiano, Castelnuovo και Figueres (2017), δείχνουν τη σημαντική επίδραση της αβεβαιότητας στην ανεργία, ιδίως κατά τη διάρκεια υφέσεων, ενώ οι Caggiano, Castelnuovo και Groshenny (2014), υποστηρίζουν ότι τα σοκ της αβεβαιότητας μπορεί να είναι πιο σημαντικά από τα σοκ της νομισματικής πολιτικής για την κατανόηση της αύξησης της ανεργίας κατά τη διάρκεια των υφέσεων. Οι Iyke και Ho (2019) με τη σειρά τους, δείχνουν ότι ο δείκτης EPU προκαλεί αναστάτωση στις αγορές συναλλάγματος, ενώ οι Belke και Kaas (2004) δείχνουν ότι η μεταβλητότητα στις συναλλαγματικές ισοτιμίες θα μπορούσε να οδηγήσει έμμεσα και σε λιγότερες θέσεις εργασίας. Τέλος, ο Xu (2020) αποδεικνύει τη συμβολή του δείκτη EPU στην αύξηση του κόστους κεφαλαίου των επιχειρήσεων και στη μείωση της καινοτομίας.

Στη βιβλιογραφία γίνεται αναφορά στην συμμετρία που παρουσιάζει ο δείκτης EPU κατά την επίδρασή του σε διάφορους παράγοντες. Συγκεκριμένα, ο Foerster (2014) τόνισε την ασυμμετρία της επίδρασης της αβεβαιότητας στην οικονομική δραστηριότητα και την απασχόληση, αποδεικνύοντας την πολύ μεγαλύτερη και σημαντικότερη επίδραση που έχουν οι αυξήσεις της αβεβαιότητας στην οικονομία από ό,τι οι μειώσεις. Σύμφωνα με τη μελέτη του, σημαντικές αυξήσεις στην αβεβαιότητα επηρεάζουν αρνητικά την οικονομική δραστηριότητα, όπου το χρονικό διάστημα ανάκαμψης μπορεί να είναι μεγάλο, ενώ σημαντικές μειώσεις στην αβεβαιότητα δεν έχουν άμεση επίδραση στην οικονομική δραστηριότητα. Επιπλέον, επισημαίνει ότι μικρές αυξήσεις ή μειώσεις έχουν πολύ μικρή ή καθόλου επίδραση στην οικονομική δραστηριότητα. Επίσης, οι Bahmani-Oskooee και Maki-Nayeri (2019), απέδειξαν ότι η αβεβαιότητα παρουσιάζει σημαντικές ασύμμετρες επιδράσεις στις εγχώριες επενδύσεις και στην προσφορά και ζήτηση χρήματος στις χώρες του G7. Την ίδια χρονική περίοδο, οι Istiak and Alam (2019) απέδειξαν την ασύμμετρη επίδραση της αβεβαιότητας και στις προσδοκίες για τον πληθωρισμό, όπου σημαντικό ρόλο στο βαθμό του αναμενόμενου πληθωρισμού παίζει αν η περίοδος εξέτασης προηγείται μιας χρηματοπιστωτικής κρίσης ή ακολουθεί αυτής.

2.3 ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΠΟΛΙΙΚΗ ΑΒΕΒΑΙΟΤΗΤΑ, ΤΑΜΕΙΑΚΑ ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ ΚΑΙ ΠΡΟΒΛΗΜΑΤΑ ΑΝΤΙΠΡΟΣΩΠΕΥΣΗΣ

Όπως ήδη έχουμε αναφέρει, η οικονομική πολιτική αβεβαιότητα είναι ένας παράγοντας που μπορεί να επιδεινώσει την ασυμμετρία της πληροφόρησης και να επιφέρει αύξηση του κόστους της εξωτερικής χρηματοδότησης (Ashraf και Shen, 2019; Kaviani et al., 2020). Σε αυτή τη περίπτωση τα ταμειακά διαθέσιμα μπορούν να λειτουργήσουν ως δίχτυ ασφαλείας στη δαπανηρή εξωτερική χρηματοδότηση. Σύμφωνα με τους Acharya, Almeida και Campello (2007) και Almeida, Campello και Weisbach (2004), οι επιχειρήσεις διατηρούν μετρητά για να αποφύγουν την άντληση κεφαλαίων όταν το εξωτερικό κεφάλαιο κοστίζει ακριβά. Οπότε το προληπτικό κίνητρο προβλέπει μια θετική σχέση μεταξύ οικονομικής πολιτικής αβεβαιότητας και διακράτησης μετρητών, προκειμένου να διασφαλιστούν οι επενδύσεις. Οι Bates, Kahle και Stulz (2009) αναφέρουν ότι ο μέσος δείκτης μετρητών προς ενεργητικό των βιομηχανικών επιχειρήσεων των ΗΠΑ υπερδιπλασιάστηκε κατά την περίοδο 1980-2006, σημειώνοντας αύξηση από 10,5% σε

23%. Οι Song και Lee (2012), χρησιμοποιώντας δειγματοληπτικά τη περίοδο 1990-2006, εξέτασαν τη μακροπρόθεσμη επίδραση της ασιατικής χρηματοπιστωτικής κρίσης (1997-1998) στις εταιρικές ταμειακές διακρατήσεις για οκτώ χώρες της Ανατολικής Ασίας. Οι ίδιοι διαπίστωσαν ότι οι επιχειρήσεις, μετά την κρίση, διπλασίασαν τις μέσες ταμειακές τους διακρατήσεις, μειώνοντας τις επενδύσεις ως προληπτική κίνηση και οι επιχειρήσεις με χρηματοοικονομικούς περιορισμούς είχαν την τάση να διατηρούν περισσότερα μετρητά από τις επιχειρήσεις χωρίς χρηματοοικονομικούς περιορισμούς. Οι Gao και Grinstein (2014), διαπιστώνουν ότι η αβεβαιότητα όσον αφορά τα επιτόκια, τη μακροοικονομική πολιτική και το ασφάλιστρο κινδύνου της αγοράς, συμβάλλει στην αύξηση των ταμειακών διαθεσίμων. Οι Phan et al. (2019) και Duong et al. (2020), δείχνουν ότι οι αμερικανικές επιχειρήσεις, ακολουθώντας το προληπτικό κίνητρο, αυξάνουν τα ταμειακά τους διαθέσιμα όταν αυξάνεται η πολιτική αβεβαιότητα.

Ωστόσο, σύμφωνα με τη θεωρία της αντιπροσώπευσης, προβλέπεται αρνητική συσχέτιση μεταξύ πολιτικής αβεβαιότητας και ταμειακών διαθεσίμων, καθώς οι μάνατζερς χρησιμοποιούν τα μετρητά για προσωπικό τους όφελος. Σύμφωνα με τους Attig, El Ghoul, Guedhami και Zheng (2021), σε περιόδους υψηλής πολιτικής αβεβαιότητας, ο δείκτης EPU συνδέεται με φθίνουσες μακροοικονομικές δραστηριότητες (Baker et al., 2016) και επενδύσεις εταιρικού κεφαλαίου (Gulen και Ion, 2016), οι οποίες έχουν σαν αποτέλεσμα την αύξηση των ταμειακών διαθεσίμων των επιχειρήσεων, τα οποία όμως μπορούν να χρησιμοποιηθούν από τα διευθυντικά στελέχη για προσωπικό τους όφελος. Οι Attig et al. (2021) διαπίστωσαν μια ισχυρή θετική σχέση πολιτικής αβεβαιότητας και διαφόρων μέτρων πολιτικής πληρωμών των επιχειρήσεων, η οποία έχει σαν συνέπεια μια αρνητική συσχέτιση μεταξύ του δείκτη EPU και της διακράτησης μετρητών, σύμφωνη με τη θεωρία της αντιπροσώπευσης. Στο πλαίσιο των προβλημάτων αντιπροσώπευσης και σε περιόδους υψηλής πολιτικής αβεβαιότητας, η χαμηλή διακράτηση μετρητών καθιστά τους διαχειριστές φειδωλούς στη χρήση των επιχειρηματικών πόρων, γεγονός το οποίο αυξάνει τον εξωτερικό έλεγχο από την αγορά λόγω της προσφυγής στις κεφαλαιαγορές και έχει σαν αποτέλεσμα την άμβλυνση των προβλημάτων αντιπροσώπευσης των ελεύθερων ταμειακών ροών (Easterbrook, 1984; Jensen, 1986; Rozeff, 1982).

2.4 ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ

Οι Baum, Caglayan, Ozkan και Talavera (2004), προκειμένου να εξακριβώσουν τον αντίκτυπο της μακροοικονομικής αβεβαιότητας στο λόγο των μετρητών προς το ενεργητικό των επιχειρήσεων, χρησιμοποίησαν ένα πάνελ 3600 μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων από τη βάση δεδομένων COMPUSTAT για την περίοδο 1957-2000, το οποίο περιλαμβάνει πάνω από 200.000 εταιρικά έτη. Στη μελέτη τους, χρησιμοποίησαν ένα υποκατάστατο για τη μακροοικονομική αβεβαιότητα που προκύπτει από μηνιαίες εκτιμήσεις του πραγματικού ΑΕΠ. Σύμφωνα με τα αποτελέσματά τους, παρατηρήθηκε αρνητική και σημαντική σχέση μεταξύ της διακλαδικής κατανομής των ταμειακών διαθεσίμων των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων προς το ενεργητικό και ενός δείκτη μακροοικονομικής αβεβαιότητας. Συγκεκριμένα, οι μικρές επιχειρήσεις αποδείχτηκε ότι κατέχουν σημαντικά μεγαλύτερα ποσά μετρητών σε σχέση με τις μεγαλύτερες αντίστοιχες επιχειρήσεις, το οποίο αποδίδεται στο γεγονός ότι οι μεγαλύτερες επιχειρήσεις μπορούν να έχουν καλύτερη πρόσβαση στις πιστωτικές αγορές. Επίσης, οι επιχειρήσεις με διαρκή αγαθά παρουσιάζουν μεγαλύτερη ευαισθησία στη μακροοικονομική αβεβαιότητα, σε σχέση με εκείνες που παράγουν μη διαρκή αγαθά, αφού οι παραγωγοί μη διαρκών αγαθών αναμένεται να έχουν λιγότερα αποθέματα σε τελικά αγαθά λόγω μεγαλύτερων χρονικών καθυστερήσεων και περισσότερων αποθεμάτων παραγωγής σε εξέλιξη. Επομένως, οι επιχειρήσεις παραγωγής διαρκών αγαθών αναμένεται να συμπεριφερθούν περισσότερο συντηρητικά αναφορικά με τα ταμειακά διαθέσιμα, προκειμένου να αντιμετωπίσουν τις δυσκολίες που παρουσιάζονται σε ταραχώδεις περιόδους.

Επιπλέον, οι ώριμες επιχειρήσεις που χαρακτηρίζονται από χαμηλή ανάπτυξη, παρουσιάζουν μεγαλύτερη ευαισθησία στη μακροοικονομική αβεβαιότητα συγκριτικά με τις νεότερες και υψηλής ανάπτυξης επιχειρήσεις, οι οποίες θα πρέπει να επιδείξουν μεγαλύτερη προσοχή, λόγω των περιορισμών που αντιμετωπίζουν στην εξωτερική χρηματοδότηση και συνεπώς της ανάγκης συσσώρευσης περισσότερων ταμειακών αποθεμάτων. Συγκεκριμένα, οι επιχειρήσεις υψηλής ανάπτυξης κατέχουν, κατά μέσο όρο, 0,8% περισσότερα μετρητά σε σχέση με το συνολικό ενεργητικό από ό,τι οι επιχειρήσεις χαμηλής ανάπτυξης. Τέλος, οι οικονομικά μη περιορισμένες επιχειρήσεις που καταβάλλουν μερίσματα, κατέχουν κατά μέσο όρο, 1,3% περισσότερα μετρητά σε σχέση

με τις οικονομικά περιορισμένες με μηδενικά μερίσματα. Συνοπτικά, αποδεικνύεται ότι σε περιόδους μακροοικονομικής αβεβαιότητας, οι επιχειρήσεις παρουσιάζουν ομοιογένεια στη συμπεριφορά τους αναφορικά με τη διατήρηση μετρητών, ενώ σε ένα σταθερό μακροοικονομικό περιβάλλον, συμπεριφέρονται περισσότερο ιδιοσυγκρασιακά.

Στη συνέχεια, οι Baum, Schafer και Talavera (2006), θέλοντας να παράσχουν μια εμπειρική διερεύνηση των σημαντικών επιπτώσεων στις αποφάσεις των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων για τη διακράτηση μετρητών, χρησιμοποίησαν ένα πάνελ μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων από την ετήσια βάση δεδομένων ισολογισμών της Deutsche Bundesbank για την περίοδο 1987-2000, το οποίο περιελάμβανε περισσότερες από 13.000 παρατηρήσεις εταιρικών ετών σε τέσσερις επιλεγμένους κλάδους. Ο διαχωρισμός έγινε με βάση το μέγεθος της επιχείρησης, τη συνολική μόχλευση, το λόγο των επενδύσεων προς το σύνολο του ενεργητικού και το αν μια επιχείρηση ανήκει σε όμιλο επιχειρήσεων ή όχι. Το μοντέλο τους βασίστηκε σε μια υπόθεση για τη συσχέτιση μεταξύ του βέλτιστου επιπέδου των ρευστών διαθεσίμων και της αβεβαιότητας σε επίπεδο κλάδου, προβλέποντας ότι όταν αυξάνεται η μεταβλητότητα των τιμών των εισροών, οι επιχειρήσεις οδηγούνται σε αύξηση των διαθεσίμων σε μετρητά. Σύμφωνα με τα αποτελέσματά τους, οι μεταβολές στην αβεβαιότητα σε επίπεδο κλάδου διαφέρουν σημαντικά μεταξύ των διαφόρων κατηγοριών επιχειρήσεων. Έτσι, μεγάλες επιχειρήσεις, επιχειρήσεις εκτός επιχειρηματικών ομίλων, επιχειρήσεις με υψηλές επενδύσεις ή χαμηλή μόχλευση, εμφανίζουν πολύ μεγαλύτερη ευαισθησία του δείκτη ρευστών διαθεσίμων τους στις μεταβολές της αβεβαιότητας σε επίπεδο κλάδου.

Οι Demir και Ersan (2017), εστιάζοντας σε 7000 επιχειρήσεις στις χώρες BRIC για τη χρονική περίοδο 2006-2015 και χρησιμοποιώντας τον δείκτη EPU, υπέθεσαν ότι υπάρχει θετική σχέση μεταξύ της αβεβαιότητας της οικονομικής πολιτικής σε καθεμία από τις χώρες BRIC και των ταμειακών διαθεσίμων των επιχειρήσεων στην αντίστοιχη χώρα. Επίσης, γνωρίζοντας ότι οι διάφοροι παράγοντες στις αναδυόμενες οικονομίες βασίζονται τόσο στην εγχώρια όσο και στην παγκόσμια αβεβαιότητα της οικονομικής πολιτικής, έκαναν χρήση της παγκόσμιας οικονομικής πολιτικής αβεβαιότητας αντί της μεταβλητής σε επίπεδο χώρας, αναμένοντας τα ταμειακά διαθέσιμα των επιχειρήσεων στις χώρες BRIC να επηρεαστούν θετικά από τον παγκόσμιο δείκτη EPU. Οι χώρες BRIC θεωρούνται

βασικοί παράγοντες της παγκόσμιας οικονομίας λόγω του ταχέως αυξανόμενου μεριδίου τους στο παγκόσμιο εμπόριο τις τελευταίες δύο δεκαετίες (Caporale et al., 2017). Η ανάγκη μιας ετήσιας μεταβλητής στις αναλύσεις , τους οδήγησε στη χρήση του μέσου όρου όλων των μηνιαίων τιμών του δείκτη EPU του έτους, δεδομένου ότι ο δείκτης EPU υπολογίζεται σε μηνιαία βάση και υπέθεσαν ότι η θετική σχέση μεταξύ της αβεβαιότητας της οικονομικής πολιτικής και των ταμειακών διαθεσίμων των επιχειρήσεων στις χώρες BRIC θα είναι ισχυρή με τη χρήση 3 εναλλακτικών ετήσιων υπολογισμών EPU. Τέλος, υπέθεσαν ότι ο δείκτης EPU του τρέχοντος έτους θα έχει θετική επίδραση στα ταμειακά διαθέσιμα των επιχειρήσεων στις χώρες BRIC το επόμενο έτος, καθώς οι επιχειρήσεις εμφανίζουν μία καθυστέρηση στην αντίδρασή τους. Προκειμένου να εξετάσουν την επίδραση της οικονομικής πολιτικής αβεβαιότητας στα ταμειακά διαθέσιμα των επιχειρήσεων, χρησιμοποίησαν 3 διαφορετικά υποδείγματα ξεκινώντας από το μονομεταβλητό υπόδειγμα παλινδρόμησης, χωρίς εξέταση των μεταβλητών ελέγχου. Σε ένα δεύτερο υπόδειγμα συμπεριέλαβαν σαν μεταβλητές ελέγχου τη μόχλευση, την απόδοση του ενεργητικού, το καθαρό κεφάλαιο κίνησης και το μέγεθος της επιχείρησης και σε ένα τρίτο υπόδειγμα τις μεταβλητές market to book και το δείκτη διανομής μερισμάτων που σχετίζονται με την αγορά.

Σύμφωνα με τα αποτελέσματά τους, σε όλα τα υποδείγματα, ο συντελεστής του δείκτη EPU, της κύριας ανεξάρτητης μεταβλητής, είναι θετικός και στατιστικά σημαντικός σε επίπεδο σημαντικότητας 1%. Συγκεκριμένα, μια αύξηση κατά 10 μονάδες στο επίπεδο EPU συνεπάγεται αύξηση κατά 0,8% στο δείκτη μετρητών (μετρητά και ισοδύναμα μετρητών προς το καθαρό ενεργητικό) και ο παγκόσμιος EPU έχει θετική επίδραση στα ταμειακά διαθέσιμα των επιχειρήσεων στις χώρες BRIC. Πιο συγκεκριμένα, η αύξηση του παγκόσμιου δείκτη EPU οδηγεί σε μεγαλύτερη αύξηση των ταμειακών διαθεσίμων των επιχειρήσεων των χωρών BRIC συγκριτικά με την αύξηση του EPU κάθε χώρας. Επιπλέον, ο δείκτης market to book, ο ROA, το μέγεθος της επιχείρησης και ο δείκτης μερισματικής διανομής έχουν θετικές επιδράσεις στα ταμειακά διαθέσιμα, σε αντίθεση με τη μόχλευση και το κεφάλαιο κίνησης που εμφανίζουν αρνητικές επιδράσεις. Συνήθως οι επιχειρήσεις που καταβάλλουν υψηλότερα μερίσματα αναμένεται να διατηρούν λιγότερα μετρητά, ωστόσο η καταβολή υψηλών μερισμάτων μπορεί να σχετίζεται με την υψηλή απόδοση της εταιρείας, η οποία μπορεί δυνητικά να οδηγήσει και σε μεγαλύτερο ποσό

διακράτησης μετρητών. Επίσης, οι Pinkowitz και Williamson (2001), απέδειξαν ότι στη Γερμανία και την Ιαπωνία, οι επιχειρήσεις που καταβάλλουν μέρισμα, παρουσιάζουν υψηλούς δείκτες ρευστότητας, αλλά και οι Boubakri et al. (2013) αναφέρουν θετικές επιδράσεις των μερισμάτων στα ταμειακά διαθέσιμα.

Οι Duong et al. (2017), εξετάζουν τη σχέση μεταξύ της πολιτικής αβεβαιότητας και των εταιρικών ταμειακών διαθεσίμων σε αμερικάνικες εταιρείες για το χρονικό διάστημα 1985-2014, χρησιμοποιώντας τον δείκτη EPU. Τα υπόλοιπα μετρητών των αμερικανικών επιχειρήσεων υπερβαίνουν το 1,3 τρισεκατομμύρια δολάρια (Hoberg et al., 2014), αντιπροσωπεύοντας περισσότερο από το 45% των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων (Duchin et al., 2017) και το 23% των συνολικών περιουσιακών στοιχείων των επιχειρήσεων (Bates et al., 2009). Στη μελέτη τους υποθέτουν την ύπαρξη τριών πιθανών καναλιών, μέσω των οποίων η πολιτική αβεβαιότητα μπορεί να επηρεάσει τα εταιρικά ταμειακά διαθέσιμα, αναφερόμενοι στους χρηματοοικονομικούς περιορισμούς, την επίδραση της εταιρικής διακυβέρνησης και την μη αντιστρεψιμότητα των επενδύσεων, η οποία τελευταία υποδηλώνει καθυστέρηση στις επενδύσεις. Σύμφωνα με τα ευρήματά τους, σε μια περίοδο υψηλής οικονομικής πολιτικής αβεβαιότητας, οι επιχειρήσεις έχουν μεγαλύτερο κίνητρο να διατηρούν περισσότερα μετρητά, καθώς οι χρηματοοικονομικοί περιορισμοί αυξάνουν το κόστος χρηματοδότησης και εμποδίζουν την πρόσβαση στη χρηματοδότηση μέσω τραπεζικών δανείων. Επίσης, η πολιτική αβεβαιότητα επηρεάζει θετικά τα ταμειακά διαθέσιμα των επιχειρήσεων με ασθενή εξωτερική και εσωτερική διακυβέρνηση, δεδομένου ότι η εξωτερική διακυβέρνηση είναι πιο ισχυρή σε περιπτώσεις εξαγοράς, οι οποίες όμως μειώνονται σε περιόδους οικονομικής πολιτικής αβεβαιότητας, σύμφωνα με τη βιβλιογραφία. Μάλιστα προχώρησαν στην εκτίμηση της πρόσθετης αξίας των ιδίων κεφαλαίων που προκύπτει από την αύξηση στη διακράτηση μετρητών των επιχειρήσεων, προκειμένου να ελέγξουν αν αυτή οφείλεται στην επιδείνωση των χρηματοοικονομικών περιορισμών ή στην ασθενή εταιρική διακυβέρνηση. Τα αποτελέσματα τους έδειξαν αύξηση στις αποδόσεις των μετοχών των επιχειρήσεων, γεγονός που αναδεικνύει τους χρηματοοικονομικούς περιορισμούς ως τον κυρίαρχο μηχανισμό για την επίδραση της πολιτικής αβεβαιότητας στα ταμειακά διαθέσιμα. Επιπλέον, βρίσκουν στοιχεία ότι οι επιχειρήσεις που εξαρτώνται περισσότερο από την κυβέρνηση είναι πιθανότερο να διατηρούν περισσότερα μετρητά κατά την περίοδο

αυξημένης πολιτικής αβεβαιότητας. Τέλος, αποδεικνύουν ότι η διακράτηση περισσότερων μετρητών όχι μόνο δεν αποτελεί εκδήλωση καθυστέρησης στις επενδύσεις, αλλά έχει θετικό αντίκτυπο στις υπερβάλλουσες αποδόσεις, υποστηρίζοντας έτσι την υπόθεση των χρηματοοικονομικών περιορισμών, σύμφωνα με την οποία όταν οι χρηματοοικονομικοί περιορισμοί αυξάνονται λόγω αύξησης της οικονομικής πολιτικής αβεβαιότητας, οι μεγαλύτερες ταμειακές διακρατήσεις επιτρέπουν στις επιχειρήσεις με περιορισμούς να αναλάβουν έργα που αυξάνουν την αξία τους και τα οποία διαφορετικά θα μπορούσαν να παρακαμφθούν (Almeida et al., 2004; Denis και Sibilkov, 2010).

Επίσης, οι Javadi, Mollagholamali, Nejadmalayeri and Al-Thaqeb (2021) κατέληξαν σε μια ισχυρή αρνητική σχέση μεταξύ της οικονομικής πολιτικής αβεβαιότητας και των ταμειακών διαθεσίμων, η οποία είναι στατιστικά και οικονομικά σημαντική. Στην έρευνά τους, χρησιμοποίησαν τον δείκτη που ανέπτυξαν οι Baker et al. (2016), ο οποίος βασίζεται σε ειδησεογραφικά άρθρα και έχει χρησιμοποιηθεί σε πολλές έρευνες, όπως αναφέραμε παραπάνω. Σύμφωνα με τα αποτελέσματά τους, μία αύξηση της τυπικής απόκλισης της πολιτικής αβεβαιότητας κατά μία μονάδα, συνδέεται με μείωση περίπου 0,54% στα μετρητά και τους εμπορεύσιμους τίτλους στο σύνολο του ενεργητικού. Η διαπίστωσή τους, υποδηλώνει ότι η μείωση των ταμειακών διαθεσίμων, μειώνει τα προβλήματα αντιπροσώπευσης. Συγκεκριμένα, οι επιχειρήσεις του δείγματός τους μειώνουν τα ταμειακά τους διαθέσιμα προκειμένου να βελτιώσουν τα διοικητικά προβλήματα αντιπροσώπευσης και αυτό το πετυχαίνουν με τη πληρωμή μερισμάτων (Attig et al., 2021), γεγονός που εκτιμάται από τους μετόχους των μη αμερικανικών επιχειρήσεων και αυξάνει την αξία των επιχειρήσεων αυτών. Βέβαια, η διαπίστωση αυτή δεν συνεπάγεται αυτόματα την απόρριψη του κινήτρου της προφύλαξης. Τα αποτελέσματά τους δείχνουν ότι στις χώρες εκτός ΗΠΑ, το κίνητρο προφύλαξης λειτουργεί μέσω της εξωτερικής πίστωσης για τη χρηματοδότηση των επενδυτικών ευκαιριών (Lins et al., 2010), παρά με τη συγκέντρωση μετρητών, τα οποία είναι πολύ πιθανό να εξυπηρετήσουν ιδιωτικά οφέλη τελικά. Σε μια πρόσφατη εργασία, οι Kaviani et al. (2020) τεκμηριώνουν μια θετική σχέση μεταξύ της αβεβαιότητας της οικονομικής πολιτικής και του κόστους δανεισμού.

Επίσης, οι Ashraf και Shen (2019) αναφέρουν θετική συσχέτιση μεταξύ του κόστους των τραπεζικών δανείων και του δείκτη EPU. Επιπλέον στη μελέτη τους, έλαβαν σοβαρά

υπόψη την απόδειξη των La Porta et al. (1998), κατά την οποία οι νόμοι που σχετίζονται με την προστασία των επενδυτών διαφέρουν από χώρα σε χώρα και οι διαφορές αυτές έχουν σημαντικές συνέπειες για την εταιρική χρηματοδότηση. Συγκεκριμένα, επιχειρήσεις εκτός των ΗΠΑ, ιδίως εκείνες των αναπτυσσόμενων χωρών, χαρακτηρίζονται από αναποτελεσματικά δικαστικά και νομικά συστήματα, χαμηλή ποιότητα των λογιστικών προτύπων, αδύναμα χρηματοπιστωτικά συστήματα και γενικά διαφθορά. Στις αναδυόμενες οικονομίες περιλαμβάνονται η Βραζιλία, η Κίνα, Ινδία, Κορέα, το Μεξικό και η Ρωσία, όπου η νομική προστασία των μετόχων είναι αδύναμη.

Σύμφωνα με μια μεταγενέστερη μελέτη των La Porta et al. (2000), οι επιχειρήσεις σε χώρες που παρέχουν καλύτερη προστασία στους μετόχους, πληρώνουν σημαντικά περισσότερα μερίσματα σε αυτούς, καθώς οι μέτοχοι στις χώρες αυτές χρησιμοποιούν τη νομική τους δύναμη για να αναγκάσουν τα διευθυντικά στελέχη να αποκαλύψουν μετρητά, γεγονός που έχει σαν αποτέλεσμα τη μείωση των ταμειακών διαθεσίμων.

Επίσης οι μελέτες των Dittmar et al. (2003), Kalcheva και Lins (2007) και Pinkowitz et al. (2006) είναι σύμφωνες με τα παραπάνω αποτελέσματα. Οπότε, στις αναδυόμενες οικονομίες, οι μέτοχοι δυσκολεύονται να αποσπάσουν μετρητά από τη διοίκηση, με αποτέλεσμα η μείωση των ταμειακών διαθεσίμων στις χώρες αυτές να είναι λιγότερο έντονη. Κατά τον ίδιο τρόπο και εξετάζοντας την επίδραση της διαφθοράς των κυβερνήσεων στα ταμειακά διαθέσιμα, παρουσία του δείκτη EPU, διαπιστώθηκε ότι η μείωση των διαθεσίμων σε μετρητά είναι μικρότερη στις επιχειρήσεις διεφθαρμένων χωρών από ότι στις χώρες με καλή διακυβέρνηση, καθώς οι μέτοχοι στις χώρες αυτές δεν είναι σε θέση να αναγκάσουν αποτελεσματικά τη διοίκηση να αποκαλύψει τα μετρητά. Συνοπτικά, με τη μελέτη τους, αποδεικνύουν ότι τα μετρητά αντιμετωπίζονται και χρησιμοποιούνται πολύ διαφορετικά από τις επιχειρήσεις εκτός των Η.Π.Α. και επιπλέον τονίζουν το σημαντικό ρόλο που διαδραματίζουν τα χαρακτηριστικά μιας χώρας στη χρηματοδότηση των επιχειρήσεων.

Οι Feng, Lo και Chan (2019), χρησιμοποιούν ένα δείγμα κινέζικων επιχειρήσεων για τη περίοδο 2003-2015, αντλώντας οικονομικές πληροφορίες από το Χρηματιστήριο της Κίνας και την Accounting Research και χρησιμοποιώντας τριμηνιαία μετρούν τον δείκτη EPU. Επίσης, στηρίχτηκαν σε άρθρα της People's Daily (επίσημη εφημερίδα του

κομμουνιστικού κόμματος της Κίνας) που αφορούν τη χώρα και σχετίζονται με την οικονομική αβεβαιότητα της. Προκειμένου να επανεξετάσουν τον αντίκτυπο του δείκτη EPU στη διακράτηση μετρητών, διατυπώνουν δύο υποθέσεις. Στη πρώτη τους υπόθεση, λαμβάνουν υπόψη αν η επιχείρηση είναι ιδιωτική ή κρατική, αν υπάρχουν χρηματοοικονομικοί περιορισμοί και αν η επιχείρηση βρίσκεται σε επαρχία όπου η εμπορευματοποίηση την καθιστά υποκείμενη σε εξωτερικούς περιορισμούς. Σύμφωνα με τη μελέτη τους, οι ιδιωτικές επιχειρήσεις που στερούνται την κρατική στήριξη, οι ιδιωτικές επιχειρήσεις που υφίστανται οικονομικούς περιορισμούς, αλλά και οι επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται σε αγορές με εξωτερικούς περιορισμούς, δυσκολεύονται να αποκτήσουν πόρους και συνεπώς τείνουν να αυξάνουν τα ταμειακά τους διαθέσιμα όταν ο EPU είναι υψηλός, για προληπτικούς λόγους. Στη δεύτερη υπόθεσή τους, εξετάζουν πώς η αυξημένη διακράτηση μετρητών επηρεάζει την αξία της επιχείρησης, σε περιόδους υψηλού δείκτη EPU.

Ενώ τα αυξημένα ταμειακά διαθέσιμα μπορούν να προσφέρουν οφέλη και να βοηθήσουν την επιχείρηση να αντιμετωπίσει αρνητικές καταστάσεις, η θεωρία της αντιπροσώπευσης προβλέπει ότι οι μάνατζερς χρησιμοποιούν τα μετρητά για προσωπικό τους όφελος (Jensen, 1986). Προκειμένου να διαπιστώσουν αν τα οφέλη από τη κατοχή περισσότερων μετρητών αντισταθμίζουν τα κόστη αντιπροσώπευσης, εξετάζουν την αξία της επιχείρησης και την υπο-επένδυση. Εάν το όφελος από την υψηλή διακράτηση μετρητών υπερβαίνει το κόστος αντιπροσώπευσης όταν ο δείκτης EPU είναι υψηλός, η αξία της επιχείρησης αναμένεται να αυξηθεί και το αντίθετο. Η μελέτη τους, σε αντίθεση με προαναφερθείσες, διαπιστώνει ότι οι επιχειρήσεις που αυξάνουν τα ταμειακά τους διαθέσιμα, πραγματοποιούν στη συνέχεια περισσότερες κεφαλαιακές επενδύσεις και συνεπώς οι αυξημένες ταμειακές διακρατήσεις που δημιουργούνται κατά τη διάρκεια υψηλών τιμών του δείκτη EPU, συμβάλλουν στην ανακούφιση των προβλημάτων υπο-επένδυσης που δημιουργεί ο δείκτης. Έτσι, στις επιχειρήσεις με υψηλότερη αξία επιχείρησης και λιγότερα προβλήματα υπο-επένδυσης, η αύξηση των ταμειακών διαθεσίμων δημιουργεί περισσότερα οφέλη παρά κόστος. Συνοπτικά, τα αποτελέσματά τους αποδεικνύουν ότι ο δείκτης EPU επηρεάζει τη συμπεριφορά και την αξία των επιχειρήσεων, λαμβανομένων υπόψη των παραγόντων της κρατικής ιδιοκτησίας, των χρηματοοικονομικών περιορισμών και της εμπορευματοποίησης. Συγκεκριμένα, οι

κρατικές επιχειρήσεις διατηρούν χαμηλά εταιρικά διαθέσιμα και τείνουν να έχουν χαμηλή εταιρική αξία, γεγονός που υποδηλώνει ότι το κόστος της κρατικής στήριξης και παρέμβασης υπερβαίνει τα οφέλη.

Οι κυβερνήσεις θα πρέπει να επιτρέψουν στις επιχειρήσεις να λειτουργούν πιο ελεύθερα σε μια ανταγωνιστική αγορά, προκειμένου να προαχθεί η αποτελεσματικότητα και η αξία των επιχειρήσεων. Πολύ σημαντικό να ληφθεί υπόψη είναι το γεγονός ότι τα προβλήματα αντιπροσώπευσης και το κόστος είναι πιο σημαντικά στην Κίνα και σε άλλες αναδυόμενες αγορές συγκριτικά με τις ΗΠΑ, όπου οι Duong et al. (2018) διαπιστώνουν ότι η αυξημένη ταμειακή διακράτηση μετρητών παρέχει περισσότερα οφέλη από ό,τι κόστος. Ωστόσο, τα αποτελέσματά μας από το κινεζικό δείγμα δείχνουν επίσης ότι τα οφέλη από την αύξηση των ταμειακών διαθεσίμων υπερτερούν του κόστους των προβλημάτων αντιπροσώπευσης, γεγονός το οποίο απλά εμφανίζεται εντονότερο στις ανεπτυγμένες χώρες όπως οι ΗΠΑ. Η μελέτη τους, αποδεικνύει ότι η οικονομική αβεβαιότητα έχει συντελεστή θετικό και στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο 1% και αποτελεί επέκταση της μελέτης των Demir και Ersan (2017), καθώς τα κινέζικα δεδομένα επιτρέπουν την εστίαση στο μετριαστικό ρόλο των χαρακτηριστικών των αναδυόμενων αγορών.

Οι μεταβλητές ελέγχου που χρησιμοποίησαν στο δείγμα τους είναι το μέγεθος της επιχείρησης, η μόχλευση, οι μελλοντικές επενδυτικές ευκαιρίες, η ROA, οι ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες προς το σύνολο του ενεργητικού, η μεταβολή του NWC προς το σύνολο του ενεργητικού και η επένδυση προς το σύνολο του ενεργητικού. Ο συντελεστής του μεγέθους της επιχείρησης εμφανίζεται αρνητικός και στατιστικά σημαντικός, γεγονός που συμφωνεί με τους Ferreira και Vilela (2004), καθώς οι μεγαλύτερες επιχειρήσεις μπορούν να επωφεληθούν από τις οικονομίες κλίμακας. Επίσης, ο συντελεστής της μόχλευσης είναι αρνητικός και στατιστικά σημαντικός, αφού όταν οι επενδύσεις της επιχείρησης υπερβαίνουν τα παρακρατηθέντα κέρδη, οι εταιρείες αναμένεται να αυξήσουν τη δανειακή χρηματοδότηση και να μειώσουν τα ταμειακά διαθέσιμα (Loncan και Caldeira 2014). Αντίθετα, ο συντελεστής ROA είναι θετικός και στατιστικά σημαντικός σε επίπεδο 1%, το οποίο συμφωνεί με την πρώτη υπόθεση και την υπάρχουσα βιβλιογραφία, αφού η κατοχή επαρκών ταμειακών διαθεσίμων συσχετίζεται θετικά με την απόδοση της επιχείρησης (Feng and Johansson 2017).

Επίσης, οι Phan, Nguyenb , Nguyenc και Hegde (2019), εξέτασαν την επίδραση της κυβερνητικής οικονομικής πολιτικής αβεβαιότητας στις ταμειακές τοποθετήσεις των επιχειρήσεων, χρησιμοποιώντας τον δείκτη EPU σε ένα δείγμα 119.322 παρατηρήσεων από 13.981 μοναδικές επιχειρήσεις για την περίοδο 1986-2015. Σε συνάφεια με προηγούμενες μελέτες, κατέληξαν σε θετική συσχέτιση της οικονομικής πολιτικής αβεβαιότητας με τα εταιρικά ταμειακά διαθέσιμα, αποδεικνύοντας ότι η θετική αυτή σχέση οφείλεται στο προληπτικό κίνητρο και, σε μικρότερο βαθμό, στις καθυστερήσεις επενδύσεων. Προκειμένου να αποκλείσουν το ενδεχόμενο να οφείλεται η θετική αυτή σχέση στην επιχειρηματική κυκλικότητα, πραγματοποίησαν μία πρώτη ανάλυση σε επιχειρήσεις εξαρτημένες από το κράτος και μία δεύτερη ανάλυση σε επιχειρήσεις ταξινομημένες σε προκυκλικούς και αντικυκλικούς κλάδους, με βάση τις αξίες ρευστοποίησης περιουσιακών στοιχείων που εκφράζονται από την κυκλικότητα των πωλήσεων των επιχειρήσεων. Τα αποτελέσματά τους έδειξαν ότι η θετική σχέση μεταξύ της πολιτικής αβεβαιότητας και των ταμειακών διαθεσίμων είναι πιο έντονη για τις επιχειρήσεις που εξαρτώνται από τις κρατικές δαπάνες και επίσης ότι η σχέση αυτή επεκτείνεται πέρα από την επιχειρηματική κυκλικότητα. Τα ευρήματά τους δεν επιδέχονται πιθανές εναλλακτικές εξηγήσεις, όπως τα διοικητικά προβλήματα αντιπροσώπευσης ή η εξωτερική χρηματοδότηση.

Η εξίσωση που χρησιμοποίησαν στη μελέτη τους έχει εξαρτημένη μεταβλητή το λόγο των μετρητών προς το ενεργητικό και μεταβλητές ελέγχου τον δείκτη EPU, το μέγεθος της επιχείρησης, τις ευκαιρίες ανάπτυξης, ταμειακές ροές, καθαρό κεφάλαιο κίνησης, κεφαλαιακές δαπάνες, τη χρηματοοικονομική μόχλευση, τη μεταβλητότητα των ταμειακών ροών του κλάδου, Ε&Α επενδύσεις και τις δραστηριότητες εξαγορών. Σύμφωνα με τις προσδοκίες μας, οι εκτιμώμενοι συντελεστές της πολιτικής αβεβαιότητας είναι θετικοί και στατιστικά σημαντικοί σε επίπεδο 1%. Όσον αφορά τις μεταβλητές ελέγχου, οι συντελεστές των επενδύσεων και των εξαγορών είναι όλοι αρνητικοί και στατιστικά σημαντικοί, γεγονός το οποίο υποδηλώνει την έμμεση θετική επίδραση της πολιτικής αβεβαιότητας στα ταμειακά διαθέσιμα μέσω του διαύλου των επενδύσεων. Η θετική αυτή σχέση μεταξύ αβεβαιότητας πολιτικής και διακράτησης μετρητών μπορεί να προκύψει από τις καθυστερήσεις των επενδύσεων, καθώς σύμφωνα με τους Gulen και Ion (2016) και Nguyen και Phan (2017), οι επιχειρήσεις με μη αναστρέψιμες επενδύσεις είναι

πιο πιθανό να καθυστερήσουν επενδύσεις σε περιόδους υψηλής πολιτικής αβεβαιότητας και έτσι να προκύψουν περισσότερα ταμειακά διαθέσιμα. Από την άλλη πλευρά, η θετική σχέση μεταξύ πολιτικής αβεβαιότητας και ταμειακών διαθεσίμων σε επιχειρήσεις με χαμηλές ή καθόλου μη αναστρέψιμες επενδύσεις, υποδηλώνει την ύπαρξη προληπτικών κινήτρων. Οι εκτιμήσεις δείχνουν ότι το κίνητρο προφύλαξης έχει πολύ μεγαλύτερο οικονομικό αντίκτυπο στα ταμειακά διαθέσιμα σε σύγκριση με τις επενδύσεις.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ

3.1 ΔΕΙΓΜΑ

Στη παρούσα εργασία εξετάζουμε την επίδραση της αβεβαιότητας της οικονομικής πολιτικής (EPU, EURNEWS, GEPUcurr) στις αποφάσεις διακράτησης μετρητών σε 126 ελληνικές επιχειρήσεις, οι οποίες είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Συγκεκριμένα, τα χρηματοοικονομικά στοιχεία αφορούν στοιχεία οικονομικών καταστάσεων τέλους έτους, ενώ τα στοιχεία που αφορούν το δείκτη οικονομικής πολιτικής αβεβαιότητας, αντλήθηκαν από την ιστοσελίδα https://www.policyuncertainty.com, όπου ήταν σε μηνιαία βάση και μετατράπηκαν σε ετήσια. Το σύνολο δεδομένων προέρχεται από τη βάση δεδομένων Refinitiv (Wordscope). Κατ' εξαίρεση, για κάποιες μεταβλητές, η χρονική έκταση αρχίζει από κάποιο έτος αργότερα λόγω έλλειψης δεδομένων για τις μεταβλητές που χρησιμοποιήθηκαν. Επειδή οι περισσότερες μελέτες στη βιβλιογραφία χρησιμοποίησαν ετήσια δεδομένα, μετατρέψαμε τα μηνιαία στοιχεία σε ετήσια παίρνοντας τους μέσους όρους. Στον Πίνακα 1 παρακάτω αποτυπώνονται οι κλάδοι οικονομικής δραστηριότητας, στους οποίους ανήκουν οι επιχειρήσεις που χρησιμοποιήθηκαν στην ανάλυση.

ΠΙΝΑΚΑΣ 1: 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**	

Σύμφωνα με τον πίνακα, οι επιχειρήσεις του δείγματος δραστηριοποιούνται σε διάφορους κλάδους (Basic Materials, Consumer Cyclicals κ.α.). Από την αθροιστική συχνότητα, προκύπτει το ποσοστό δραστηριοποίησης των επιχειρήσεων σε κάθε κλάδο, όπου οι περισσότερες επιχειρήσεις δραστηριοποιούνται στον κλάδο Consumer Cyclicals με ποσοστό (25.32%) και οι λιγότερες στον κλάδο Τηλεπικοινωνιών με ποσοστό 0.82%. Ο δεύτερος μεγαλύτερος κλάδος είναι αυτός των Βιομηχανικών επιχειρήσεων (Industrials) με ποσοστό (19.19%), ενώ ακολουθεί ο κλάδος των Βασικών Υλικών (Basic Materials) με ποσοστό (16.63%). Το σύνολο των κλάδων συμπληρώνουν ο κλάδος Τεχνολογιών, ο κλάδος Καταναλωτικών μη-κυκλικών προϊόντων, ο κλάδος της Ενέργειας, της Υγείας και ο κλάδος των Υπηρεσιών κοινής ωφέλειας.

3.2 ΜΕΤΑΒΛΗΤΕΣ

Ακολουθώντας τη λογική πολλών μελετών (Kim et al., 1998; Opler et al., 1999; Dittmar et al., 2003; Harford et al., 2008; Lian et al., 2011; Boubakri et al., 2013; Cai et al., 2016; Demir and Ersan, 2017), μετράμε το δείκτη ρευστότητας μιας επιχείρησης ως τον λόγο των ταμειακών διαθεσίμων και των ταμειακών ισοδυνάμων προς το καθαρό ενεργητικό. Η μεταβλητή αυτή συμβολίζεται ως CASH. Κατά την εκτίμηση του υποδείγματος, παίρνουμε τον λογάριθμο της εν λόγω μεταβλητής και όχι τις καθαρές τιμές της. Κάποιες άλλες μελέτες στη βιβλιογραφία, αντί για το καθαρό ενεργητικό, χρησιμοποιούν το σύνολο

του ενεργητικού για τον υπολογισμό της μεταβλητής (Ozkan and Ozkan, 2004; Boubakri et al., 2013).

Γίνεται χρήση του δείκτη αβεβαιότητας οικονομικής πολιτικής (EPU), ο οποίος εισήχθη σαν όρος από τους Baker et al. (2016), του ευρωπαϊκού δείκτη αβεβαιότητας οικονομικής πολιτικής (EURNEWS), με βάση στοιχεία από την Ιταλία και του παγκόσμιου δείκτη αβεβαιότητας οικονομικής πολιτικής (GEPUcurr) σε τρέχουσες τιμές, ο οποίος κατασκευάστηκε από τον Davis (2016). Όπως έχει ήδη αναφερθεί, ο δείκτης πολιτικής αβεβαιότητας (EPU) έχει τρεις διαστάσεις, με την πρώτη να αποτυπώνει τη γνώμη των μέσων ενημέρωσης, και συγκεκριμένα των εφημερίδων, για την αβεβαιότητα της οικονομικής πολιτικής στη χώρα που εξετάζεται, τη δεύτερη διάσταση να ποσοτικοποιεί την αβεβαιότητα που επικρατεί στη χώρα εξέτασης, σχετικά με τον αναμενόμενο φορολογικό κώδικα στο μέλλον και κυρίως των διατάξεων του που λήγουν στα επόμενα έτη και την τρίτη διάσταση να αποτελεί ένα μέτρο διασποράς μεταξύ των προβλέψεων των εμπειρογνωμόνων για τα μελλοντικά επίπεδα διαφόρων οικονομικών μεταβλητών. Οι Baker et al. (2016) εξηγούν πως, ο δείκτης EPU προσπαθεί να καταγράψει την αβεβαιότητα σχετικά με το ποιος θα λάβει αποφάσεις για την οικονομική πολιτική της χώρας, ποιες αποφάσεις οικονομικής πολιτικής θα ληφθούν και πότε, καθώς και τις επιπτώσεις που θα έχουν αυτές οι αποφάσεις ή η αδράνεια για την υλοποίηση τους. Το μέτρο των Baker et al. (2016) ως δείκτης που βασίζεται στις ειδήσεις, χρησιμοποιείται ευρέως για την εκτίμηση της αβεβαιότητας της οικονομικής πολιτικής. Οι συγγραφείς ερεύνησαν το αρχείο δέκα αμερικανικών εφημερίδων και επέλεξαν τα άρθρα που περιείχαν τους όρους "αβεβαιότητα" ή "αβέβαιη οικονομία" ή "οικονομική" και ένα σύνολο όρων που μεταφέρουν τη σημασία της χάραξης πολιτικής, όπως για παράδειγμα "νομοθεσία", "Κογκρέσο" και "ρύθμιση". Ο ακατέργαστος αριθμός των άρθρων που πληρούν τους όρους σε κάθε εφημερίδα για κάθε μήνα κανονικοποιείται με τον συνολικό αριθμό των άρθρων στην αντίστοιχη εφημερίδα και μήνα. Οι Baker et al. (2016) υπολόγισαν τον δείκτη αβεβαιότητας οικονομικής πολιτικής (εφεξής δείκτης EPU) για δώδεκα μεγάλες οικονομίες, συμπεριλαμβανομένων των Ηνωμένων Πολιτειών, της Κίνας, της Ρωσίας, της Γερμανίας και της Ιαπωνίας. Χρησιμοποίησαν αγγλικά άρθρα ειδήσεων για να εκτιμήσουν την αβεβαιότητα για τις μη αγγλόφωνες χώρες, γεγονός που αυξάνει τον κίνδυνο υποεκτίμησης.

Ο ευρωπαϊκός δείκτης οικονομικής πολιτικής αβεβαιότητας κατασκευάζεται αντίστοιχα βάσει άρθρων εφημερίδων από πέντε ευρωπαϊκές χώρες και πιο συγκεκριμένα, χρησιμοποιούνται δυο εφημερίδες από τις εν λόγω χώρες (Handelsblatt και Frankfurter Allgemeine Zeitung για τη Γερμανία, Le Monde και Le Figaro για τη Γαλλία, Corriere Della Sera και La Stampa για την Ιταλία, The Times του Λονδίνου και Financial Times για το Ηνωμένο Βασίλειο και El Mundo και El Pais για την Ισπανία). Όπως στον απλό δείκτη EPU των Baker et al. (2016), έτσι και στον ευρωπαϊκό, λαμβάνονται υπόψιν τα άρθρα των εφημερίδων που αναφέρθηκαν και που περιέχουν τους όρους «αβεβαιότητα», «οικονομία», «οικονομική» και έναν ή περισσότερους όρους σχετικούς με την πολιτική. Ο ακατέργαστος αριθμός των άρθρων που πληρούν τους όρους σε κάθε εφημερίδα για κάθε μήνα κανονικοποιείται με τον συνολικό αριθμό των άρθρων στην αντίστοιχη εφημερίδα και μήνα. Για την τυποποίηση κάθε μηνιαίας σειράς εφημερίδων χρησιμοποιούνται οι χρονικές περίοδοι 1987-2018.

Ο παγκόσμιος δείκτης αβεβαιότητας οικονομικής πολιτικής (εφεξής GEPU), κατασκευάστηκε από τον Davis (2016) και είναι ένας σταθμισμένος ως προς το ΑΕΠ μέσος όρος των εθνικών δεικτών EPU για 16 χώρες που αντιπροσωπεύουν τα δύο τρίτα της παγκόσμιας παραγωγής. Κάθε εθνικός δείκτης EPU αντικατοπτρίζει τη σχετική συχνότητα των άρθρων εφημερίδων της χώρας που περιέχουν ένα τρίπτυχο όρων που αφορούν την οικονομία, την αβεβαιότητα και θέματα που σχετίζονται με την πολιτική. Σήμερα, ο μηνιαίος δείκτης GEPU εκφράζει την αβεβαιότητα της παγκόσμιας οικονομικής πολιτικής που διαρκεί από τον Ιανουάριο του 1997 έως σήμερα και είναι ένας σταθμισμένος μέσος όρος τους 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. Κάθε εθνικός δείκτης EPU αντικατοπτρίζει τη σχετική συχνότητα των άρθρων εφημερίδων της χώρας που περιέχουν μια τριάδα όρων που σχετίζονται με την οικονομία (E), την πολιτική (P) και την αβεβαιότητα (U). Με άλλα λόγια, κάθε μηνιαία τιμή του εθνικού δείκτη EPU είναι ανάλογη με το μερίδιο των άρθρων εφημερίδων της χώρας που συζητούν την αβεβαιότητα της οικονομικής πολιτικής σε αυτόν τον μήνα. Κατασκευάζονται δύο εκδόσεις του δείκτη GEPU, μία με βάση τα μέτρα του ΑΕΠ σε τρέχουσες τιμές και μία με βάση το ΑΕΠ προσαρμοσμένο με την ισοδυναμία

αγοραστικής δύναμης (ΙΑΔ). Στην παρούσα ανάλυση χρησιμοποιήθηκε ο δείκτης GEPU με βάση τα μέτρα του ΑΕΠ σε τρέχουσες τιμές.

Στόχος της παρούσας εμπειρικής ανάλυσης είναι να εξετάσει την επίδραση της αβεβαιότητας της οικονομικής πολιτικής, της ευρωπαϊκής αβεβαιότητας της οικονομικής πολιτικής και της παγκόσμιας αβεβαιότητας της οικονομικής πολιτικής, στις αποφάσεις διακράτησης μετρητών των επιχειρήσεων διαφόρων κλάδων οικονομικής δραστηριότητας στην Ελλάδα. Οι δείκτες EPU, EURNEWS και GEPUcurr στοχεύουν να καταγράψουν την αβεβαιότητα σχετικά με τις δράσεις πολιτικής που αναλαμβάνουν οι υπεύθυνοι λήψης αποφάσεων και την αβεβαιότητα σχετικά με τις επιπτώσεις των τρεχουσών και μελλοντικών δράσεων ή/και αδράνειών τους. Η αβεβαιότητα σχετικά με τις μελλοντικές, παγκόσμιες και μη, κυβερνητικές πολιτικές και τα πιθανά αποτελέσματά τους είναι πιθανό να επηρεάσει χρηματοοικονομικές αποφάσεις των επιχειρήσεων. Με βάση τα ανωτέρω, διατυπώνουμε τις εξής υποθέσεις:

H1: Υπάρχει θετική σχέση ανάμεσα στην αβεβαιότητα της οικονομικής πολιτικής και των ταμειακών διαθεσίμων των επιχειρήσεων για την Ελλάδα.
H2: Τα ταμειακά διαθέσιμα των επιχειρήσεων της Ελλάδας, αναμένεται να επηρεαστούν θετικά από τον ευρωπαϊκό δείκτη EPU (EURNEWS).

H3: Τα ταμειακά διαθέσιμα των επιχειρήσεων της Ελλάδας, αναμένεται να επηρεαστούν θετικά από τον παγκόσμιο δείκτη EPU (GEPUcurr).

Έχει γίνει ήδη αναφορά στη χρήση της αβεβαιότητας της παγκόσμιας οικονομικής πολιτικής (GEPU), αντί για τη μεταβλητή σε επίπεδο χώρας (EPU). Ο λόγος είναι πως προσπαθεί να γίνει σύλληψη της πιθανής επίδρασης της συνολικής αβεβαιότητας που επικρατεί παγκοσμίως στις αποφάσεις διακράτησης μετρητών των επιχειρήσεων για την Ελλάδα. Οι έρευνες που έχουν γίνει μέχρι τώρα έχουν δείξει πως η σχέση αβεβαιότητας οικονομικής πολιτικής και διακράτησης μετρητών είναι ισχυρή και πολύπλευρη, με αυτό να συνεπάγεται πως οι διάφοροι παράγοντες επηρεάζονται τόσο από την εγχώρια, όσο και από την παγκόσμια αβεβαιότητα οικονομικής πολιτικής (Demir and Ersan, 2016, 2017). Αντίστοιχα ο Colombo (2013) απέδειξε πως οι επιδράσεις των κλυδωνισμών του EPU των

Ηνωμένων Πολιτειών Αμερικής (ΗΠΑ) στα μακροοικονομικά μεγέθη της ζώνης του ευρώ είναι ακόμη ισχυρότερες από εκείνες των σοκ στα ίδια τα ευρωπαϊκά επίπεδα EPU.

Η ανάλυση που ακολουθείται στην παρούσα εργασία είναι πολυμεταβλητή, δεδομένου ότι χρησιμοποιούνται διάφορες μεταβλητές σε επίπεδο επιχείρησης, όπως ο λόγος των συνολικών υποχρεώσεων προς το σύνολο του ενεργητικού (LEVERAGE), η απόδοση του ενεργητικού που μετριέται από τον λόγο των καθαρών κερδών προς το σύνολο του ενεργητικού (ROA), ο λόγος του κεφαλαίου κίνησης (τρέχον ενεργητικό - τρέχουσες υποχρεώσεις + ρευστά διαθέσιμα) προς το καθαρό ενεργητικό (NWC), ο φυσικός λογάριθμος του συνολικού ενεργητικού (SIZE), η μεταβολή του ΑΕΠ (GDP) και το ποσοστό ανεργίας (UNEMPL). Επιπλέον, ο δείκτης χρηματιστηριακής αξίας προς λογιστική αξία (ενεργητικό – συνολικές υποχρεώσεις) (MtB) και ο δείκτης διανομής μερισμάτων (DIVPAY) χρησιμοποιούνται ως μεταβλητές της αγοράς. Ως έλεγχο αξιοπιστίας, αντικαθιστούμε τον δείκτη market-to-book με τον δείκτη TOBINS'Q. Ο δείκτης Tobin's Q, γνωστός ως δείκτης αποδοτικότητας, είναι η χρηματιστηριακή αξία των ιδίων κεφαλαίων συν το συνολικό ενεργητικό συν τα κεφάλαια της επιχείρησης, διαιρούμενη με το σύνολο του ενεργητικού. Όπως προτείνεται στους Han και Qiu (2007), ο υψηλότερος δείκτης Tobin's Q μπορεί να οδηγήσει σε υψηλότερα ταμειακά διαθέσιμα λόγω του γεγονότος ότι οι εταιρείες με υψηλές ευκαιρίες ανάπτυξης θα διατηρούσαν περισσότερα μετρητά για μελλοντικές ευκαιρίες ανάπτυξης. Παρόλο που οι δύο δείκτες δεν είναι συμπληρωματικοί, καθώς και οι δύο αποτυπώνουν τις ευκαιρίες ανάπτυξης, αναμένεται να σχετίζονται θετικά με τα ταμειακά διαθέσιμα. Για τις ανεξάρτητες μεταβλητές της εγχώριας αβεβαιότητας της οικονομικής πολιτικής (EPU), της αβεβαιότητας της ευρωπαϊκής οικονομικής πολιτικής (EURNEWS) και της αβεβαιότητας της παγκόσμιας οικονομικής πολιτικής (GEPUcurr), χρησιμοποιείται ο φυσικός λογάριθμος τους. Όσον αφορά την εξαρτημένη μεταβλητή της παλινδρόμησης, αυτή είναι ο λογάριθμος των ρευστών διαθεσίμων προς το καθαρό ενεργητικό. Τέλος, λόγω του ότι τα δεδομένα που χρησιμοποιούνται είναι πάνελ, εισάγονται και δύο ακόμη μεταβλητές στο υπόδειγμα, αυτές του year effect και του industry effect, για να γίνει έρευνα κατά πόσο ο κλάδος οικονομικής δραστηριότητας και ο χρόνος, επηρεάζουν τη διακράτηση ρευστών διαθεσίμων. Ο Πίνακας 2 παρακάτω παρουσιάζει τους ορισμούς όλων των μεταβλητών του υποδείγματος.

ΠΙΝΑΚΑΣ 2: Ορισμός μεταβλητών

lnEPU	Λογάριθμος του Ελληνικού δείκτη Οικονομικής Πολιτικής Αβεβαιότητας
lnEURNEWS	European EPU
lnGEPUcurr	Global EPU current prices
lnCASH	Λογάριθμος ρευστών διαθεσίμων/ Καθαρό Ενεργητικό
LEVERAGE	Συνολικές υποχρεώσεις/ Ενεργητικό
TOBINS'Q	(Χρηματιστηριακή αξία + Ενεργητικό+ Κεφάλαια)/ Ενεργητικό
MtB	Χρηματιστηριακή αξία / (Ενεργητικό – Συνολικές υποχρεώσεις)
SIZE	Λογάριθμος ενεργητικού
ROA	Καθαρά κέρδη// Ενεργητικό
NWC	(Τρέχον ενεργητικό - τρέχουσες υποχρεώσεις + ρευστά διαθέσιμα)/ Καθαρό Ενεργητικό
DIVPAY	Dividend payment
GDP	Μεταβολή ΑΕΠ
UNEMPL	Ποσοστό ανεργίας
Industry Effect	Επίδραση κλάδου οικονομικής δραστηριότητας
Year Effect	Επίδραση χρονικής περιόδου

3.3 ΠΕΡΙΓΡΑΦΙΚΑ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΑ

Στον Πίνακα 3 παρουσιάζονται τα περιγραφικά στατιστικά στοιχεία, όπως ο μέσος όρος, η τυπική απόκλιση, η ελάχιστη και η μέγιστη τιμή των μεταβλητών και οι τιμές των τεταρτημορίων, για όλες τις μεταβλητές για όλες τις επιχειρήσεις της Ελλάδας. Το σύνολο του δείγματος για τις 126 επιχειρήσεις είναι 1714 παρατηρήσεις.

EPU

Η μέση EPU των ελληνικών επιχειρήσεων του δείγματος (126), είναι της τάξης των 101.898 μονάδων και η EPU κάθε επιχείρησης αποκλίνει κατά μέσο όρο από τη μέση EPU κατά 18.441 μονάδες. Η τιμή του μέσου EPU (101.898) είναι κοντά στο διάμεσο (101.210), με το 50% του συνόλου των επιχειρήσεων (126) να έχουν EPU που ανέρχεται σε 101.210 μονάδες και το υπόλοιπο 50% πάνω από το ποσό αυτό και μέχρι 130.199 μονάδες. Ο EPU των επιχειρήσεων να κυμαίνεται από 63.364 έως 130.199 μονάδες και η κατανομή του EPU χαρακτηρίζεται από ελαφρώς αρνητική ασυμμετρία (skewness=-0,447).

EURNEWS

Η μέση EURNEWS των επιχειρήσεων του δείγματος είναι της τάξης των 194.264 μονάδων και η EURNEWS κάθε επιχείρησης παρουσιάζει κατά μέσο όρο απόκλιση από τη μέση EURNEWS 45.163 μονάδες. Επίσης , η τιμή του μέσου EURNEWS (194.264) είναι κοντά στο διάμεσο (194.740), με το 50% των επιχειρήσεων να παρουσιάζει EURNEWS μέχρι 194.740 μονάδες και το υπόλοιπο 50% πάνω από τη τιμή αυτή και μέχρι 274.781 μονάδες. Η κατανομή του δείκτη τείνει να είναι σχεδόν συμμετρική γύρω από το μέσο της.

GEPUcur

Η μέση GEPUcur των 126 ελληνικών επιχειρήσεων είναι της τάξης των 166.426 μονάδων, με την GEPUcur καθεμίας να αποκλίνει κατά μέσο όρο από τη μέση GEPUcur κατά 59.322 μονάδες. Το 75% των επιχειρήσεων παρουσιάζουν GEPUcur μέχρι 189.667 μονάδες και το υπόλοιπο 25% αυτών πάνω από τη τιμή αυτή και μέχρι 320.063 μονάδες, με τη κατανομή να παρουσιάζει θετική ασυμμετρία.

CASH

Η μέση τιμή των ρευστών διαθεσίμων των επιχειρήσεων του πίνακα είναι της τάξης των 0.129 μονάδων, με τα ρευστά διαθέσιμα κάθε επιχείρησης να αποκλίνουν κατά μέσο όρο από τη μέση τιμή αυτών κατά 0.182 μονάδες. Παρατηρούμε ότι η τυπική απόκλιση είναι μεγαλύτερη από το μέσο (0.182>0.129), γεγονός που σημαίνει ότι υπάρχει διασπορά στη

μεταβλητή. Γενικά οι τιμές των ρευστών διαθεσίμων κυμαίνονται από 0.000 έως 1.004 μονάδες.

LEVERAGE

Η μέση μόχλευση για τις 126 επιχειρήσεις ανέρχεται στις 0.381 μονάδες και η μόχλευση καθεμίας εξ΄αυτών αποκλίνει από τη μέση μόχλευση κατά μέσο όρο 0.310 μονάδες, με τις τιμές να κυμαίνονται από 0.000 εώς 1.928 μονάδες. Πιο συγκεκριμένα, το 50% των επιχειρήσεων παρουσιάζουν μόχλευση κοντά στο μέσο όρο, ήτοι 33.6%. Η κατανομή είναι σχεδόν συμμετρική σε σχέση με το μέσο της.

ROA

Η μέση κερδοφορία προ φόρων και τόκων των επιχειρήσεων του δείγματος είναι αρνητική (-0.011) και η κερδοφορία της κάθε επιχείρησης αποκλίνει κατά μέσο όρο από τη μέση κερδοφορία κατά 0.077 μονάδες. Το 50% των επιχειρήσεων έχουν roa που ανέρχεται σε 0.001 μονάδες, ενώ το υπόλοιπο 50% πάνω από το ποσό αυτό και μέχρι 0.161 μονάδες. Τέλος, η κατανομή της roa χαρακτηρίζεται από αρνητική ασυμμετρία.

ΠΙΝΑΚΑΣ 3: Περιγραφικά μέτρα

VARIABLES	(1) N	(2) mean	(3) sd	(4) p25	(5) p50	(6) p75	(7) min	(8) max	(9) skewness
divpay	1,714	0.115	0.265	0.000	0.000	0.000	0.000	1.467	1.951
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
GEPUcur	1,714	166.426	59.322	121.359	146.250	189.667	105.997	320.063	1.274
gdp	1,714	-2.020	4.606	-5.479	-0.487	1.092	-10.149	8.300	-0.029
unempl	1,714	18.950	6.008	14.795	19.290	24.440	7.760	27.470	-0.326
cash1	1,714	0.129	0.182	0.020	0.060	0.160	0.000	1.004	2.709
lev	1,714	0.381	0.310	0.186	0.336	0.496	0.000	1.928	0.215
roa	1,714	-0.011	0.077	-0.039	0.001	0.030	-0.335	0.161	-1.263
size	1,714	18.367	1.733	17.199	17.995	19.476	14.579	22.931	0.553
nwc	1,714	0.229	0.553	0.022	0.198	0.441	-2.115	2.028	-0.461
mtb	1,714	0.891	1.221	0.258	0.531	1.206	-2.556	6.362	1.751
tobins	1,714	1.076	0.563	0.754	0.925	1.202	0.374	3.787	1.300
Number of id	126	126	126	126	126	126	126	126	126

Ο Πίνακας 4 παρακάτω παρουσιάζει τους συντελεστές συσχέτισης μεταξύ των μεταβλητών που χρησιμοποιήθηκαν στις εκτιμήσεις των παλινδρομήσεων. Όπως φαίνεται ο λογάριθμος της μεταβλητής CASH σχετίζεται αρνητικά με τον εγχώριο δείκτη αβεβαιότητας της οικονομικής πολιτικής, αλλά θετικά με τον αντίστοιχο ευρωπαϊκό και παγκόσμιο δείκτη. Παρόλα αυτά, η συσχέτιση του ευρωπαϊκού δείκτη EPU με το λογάριθμο της μεταβλητής CASH δεν είναι στατιστικά σημαντική. Σχεδόν όλες οι υπόλοιπες ανεξάρτητες μεταβλητές δείχνουν να έχουν στατιστικά σημαντική θετική συσχέτιση με το λογάριθμο της μεταβλητής CASH. Οι ανεξάρτητες μεταβλητές που παρουσιάζουν αρνητική συσχέτιση με το λογάριθμο της μεταβλητής CASH, είναι η μόχλευση και το ποσοστό ανεργίας (UNEMPL), η οποία συσχέτιση βέβαια δεν είναι στατιστικά σημαντική.

ΠΙΝΑΚΑΣ 4: Συσχέτιση μεταβλητών

	lncash1	**lnEPU**	**lnEURNEWS**	**lnGEPUcur**	**lev**	**tobins**	**mtb**	**roa**	**nwc**	**size**	**divpay**	**gdp**	**unempl**
lncash1	1												
lnEPU	-0.1002*	1											
lnEURNEWS	0.0238	-0.2345*	1										
lnGEPUcur	0.0648*	-0.6512*	0.8119*	1									
lev	-0.2862*	-0.0962*	0.1340*	0.1551*	1								
tobins	0.1802*	-0.2503*	0.1216*	0.2315*	0.3386*	1							
mtb	0.2464*	-0.1527*	0.0156	0.0967*	-0.1890*	0.5522*	1						
roa	0.3847*	-0.1075*	-0.0606*	0.0125	-0.5034*	-0.0349	0.2480*	1					
nwc	0.6078*	-0.0118	-0.0768*	-0.0532*	-0.7281*	-0.1493*	0.2305*	0.5473*	1				
size	0.2371*	-0.0245	-0.0196	-0.0049	-0.0268	-0.1141*	-0.0442	0.2549*	0.0850*	1			
divpay	0.2623*	-0.0772*	-0.0151	0.0547*	-0.2048*	0.0973*	0.1575*	0.3268*	0.2685*	0.2484*	1		
gdp	0.0545*	-0.3422*	-0.0233	0.0585*	0.0393	0.1194*	0.0598*	0.1347*	-0.0041	0.0126	0.0725*	1	
unempl	-0.0373	0.3036*	0.3759*	-0.0602*	0.0337	-0.0678*	-0.0972*	-0.1209*	-0.0746*	-0.0328	-0.1323*	0.0680*	1

Note: Το σύμβολο (*) σημαίνει πως οι συσχετίσεις είναι στατιστικά σημαντικές σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 5%.

3.4 ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ

Για την εξέταση της επίδρασης της αβεβαιότητας της οικονομικής πολιτικής στη διακράτηση ρευστών διαθεσίμων γίνεται χρήση των υποδειγμάτων που θα παρουσιαστούν παρακάτω. Πρώτα γίνεται εκτίμηση της εξίσωσης (1), όπου διερευνάται μια πιθανή επίδραση της εγχώριας αβεβαιότητας της οικονομικής πολιτικής, δεδομένων και των υπολοίπων ανεξάρτητων μεταβλητών που έχουν παρουσιαστεί. Σε ένα δεύτερο υπόδειγμα, αντικαθιστούμε τη μεταβλητή της εγχώριας αβεβαιότητας της οικονομικής πολιτικής, με αυτή της αβεβαιότητας της ευρωπαϊκής οικονομικής πολιτικής και σε ένα τρίτο υπόδειγμα, την αντικαθιστούμε με την αβεβαιότητα της παγκόσμιας οικονομικής πολιτικής σε τρέχουσες τιμές.

$$\begin{aligned}\ln \mathrm{CASH}_{i,t} &= b_0 + b_1 \cdot \ln EPU_{i,t} + b_2 \cdot LEVERAGE_{i,t} + b_3 \cdot TOBIN'SQ_{i,t} + b_4 \cdot MtB_{i,t} + b_5 \cdot ROA_{i,t} \\ &+ b_6 \cdot NWC_{i,t} + b_7 \cdot SIZE_{i,t} + b_8 \cdot DIVPAY_{i,t} + b_9 \cdot GDP_{i,t} + b_{10} \cdot UNEMPL_{i,t} + b_{11} \cdot yeareffect_{i,t} + b_{12} \cdot industryeffect_{i,t} + u_{i,t}\end{aligned} \quad (1)$$

$$\begin{aligned}\ln \mathrm{CASH}_{i,t} &= b_0 + b_1 \cdot \ln EURNEWS_{i,t} + b_2 \cdot LEVERAGE_{i,t} + b_3 \cdot TOBIN'SQ_{i,t} + b_4 \cdot MtB_{i,t} + b_5 \cdot ROA_{i,t} \\ &+ b_6 \cdot NWC_{i,t} + b_7 \cdot SIZE_{i,t} + b_8 \cdot DIVPAY_{i,t} + b_9 \cdot GDP_{i,t} + b_{10} \cdot UNEMPL_{i,t} + b_{11} \cdot yeareffect_{i,t} + b_{12} \cdot industryeffect_{i,t} + u_{i,t}\end{aligned} \quad (2)$$

$$\begin{aligned}\ln \mathrm{CASH}_{i,t} &= b_0 + b_1 \cdot \ln GEPUcur_{i,t} + b_2 \cdot LEVERAGE_{i,t} + b_3 \cdot TOBIN'SQ_{i,t} + b_4 \cdot MtB_{i,t} + b_5 \cdot ROA_{i,t} \\ &+ b_6 \cdot NWC_{i,t} + b_7 \cdot SIZE_{i,t} + b_8 \cdot DIVPAY_{i,t} + b_9 \cdot GDP_{i,t} + b_{10} \cdot UNEMPL_{i,t} + b_{11} \cdot yeareffect_{i,t} + b_{12} \cdot industryeffect_{i,t} + u_{i,t}\end{aligned} \quad (3)$$

Όπου, $\ln \mathrm{CASH}_{i,t}$ είναι ο φυσικός λογάριθμος των ρευστών διαθεσίμων για την εταιρεία i τη χρονική περίοδο t, $\ln EPU_{i,t}$ είναι ο φυσικός λογάριθμος του μέσου όρου των μηνιαίων οικονομικών επιπέδων του δείκτη αβεβαιότητας της εγχώριας οικονομικής πολιτικής για την ελληνική επιχείρηση i, το έτος t, $\ln EURNEWS_{i,t}$ είναι ο φυσικός λογάριθμος του μέσου όρου των μηνιαίων οικονομικών επιπέδων του δείκτη αβεβαιότητας της ευρωπαϊκής οικονομικής πολιτικής για την ελληνική επιχείρηση i, το έτος t και $\ln GEPUcur_{i,t}$ είναι ο φυσικός λογάριθμος του μέσου όρου των μηνιαίων οικονομικών επιπέδων του δείκτη αβεβαιότητας της παγκόσμιας οικονομικής πολιτικής για την ελληνική επιχείρηση i, το έτος t, σε τρέχουσες τιμές. Όλες οι υπόλοιπες μεταβλητές υπολογίζονται όπως έχει διευκρινιστεί στην ενότητα 3.2 του παρόντος κεφαλαίου. Σε κάθε υπόδειγμα που χρησιμοποιείται για την ανάλυση, εισάγονται και ψευδομεταβλητές του έτους και του

κλάδου οικονομικής δραστηριότητας, οι οποίες είναι οι $yeareffect_{i,t}$ και $industryeffect_{i,t}$ αντίστοιχα.

Οι τρεις παραπάνω εξισώσεις εκτιμώνται με δύο τρόπους, με τη μέθοδο ελαχίστων τετραγώνων (OLS) και με ανάλυση δεδομένων πάνελ, κάνοντας χρήση εκτιμητών σταθερών και τυχαίων επιδράσεων (fixed and random effects). Σε όλες τις εκτιμήσεις, χρησιμοποιήθηκαν ισχυρά ως προς την ετεροσκεδαστικότητα τυπικά σφάλματα (robust estimates). Τα μοντέλα σταθερής επίδρασης υποθέτουν ότι η επεξηγηματική μεταβλητή έχει σταθερή σχέση με τη μεταβλητή απόκρισης σε όλες τις παρατηρήσεις, ενώ τα μοντέλα τυχαίων επιδράσεων υποθέτουν ότι οι επεξηγηματικές μεταβλητές έχουν σταθερές σχέσεις με τη μεταβλητή απόκρισης σε όλες τις παρατηρήσεις, αλλά ότι αυτές οι σταθερές επιδράσεις μπορεί να διαφέρουν από τη μία παρατήρηση στην άλλη.

3.5 ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ

Ο Πίνακας 5 αποτυπώνει τα αποτελέσματα της κάθε παλινδρόμησης που διεξήχθη. Στη στήλη 1, γίνεται παλινδρόμηση της εξίσωσης (1) με τη μέθοδο ελαχίστων τετραγώνων, ενώ στη στήλη 2 και στη στήλη 3, παραθέτονται τα αποτελέσματα με βάση τους εκτιμητές σταθερών και τυχαίων επιδράσεων αντίστοιχα. Παρατηρείται ότι η μεταβλητή lnEPU έχει αρνητική και στατιστικά σημαντική ++ επίδραση στη μεταβλητή lnCASH σε επίπεδο σημαντικότητας 5%. Συγκεκριμένα, ο συντελεστής της μεταβλητής είναι ίσος με -0.746, με άλλα λόγια, διατηρώντας τις υπόλοιπες μεταβλητές σταθερές, μία αύξηση κατά 1% του δείκτη EPU, η μεταβλητή lnCASH θα μειωθεί κατά 0.746%. Οι ανεξάρτητες μεταβλητές LEVERAGE, TOBIN’SQ, NWC, SIZE, DIVPAY είναι στατιστικά σημαντικές σε κάθε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας, ενώ οι ανεξάρτητες μεταβλητές ROA, GDP, UNEMPL είναι στατιστικά ασήμαντες, που σημαίνει πως μπορούν να παραληφθούν από το υπόδειγμα, διότι δεν επηρεάζουν τη μεταβλητή lnCASH. Τέλος, η μεταβλητή MtB είναι στατιστικά σημαντική μόνο σε επίπεδο 10%. Ο δείκτης ROA, το μέγεθος της επιχείρησης, η μόχλευση, ο δείκτης TOBIN’SQ και οι δείκτες NWC και DIVPAY, επιδρούν θετικά στα ταμειακά διαθέσιμα, ενώ το εισόδημα της χώρας, το ποσοστό ανεργίας και ο δείκτης MtB τα επηρεάζουν αρνητικά.

ΠΙΝΑΚΑΣ 5: Εκτιμήσεις οικονομετρικών υποδειγμάτων

VARIABLES	(1) EPU OLS	(2) EPU FE	(3) EPU RE	(4) EURNEWS OLS	(5) EURNEWS FE	(6) EURNEWS RE	(7) GEPU OLS	(8) GEPU FE	(9) GEPU RE
lnEPU	**-0.746****	**-1.033*****	**-0.948*****						
	(-2.170)	**(-3.532)**	**(-3.272)**						
lnEURNEWS				**1.869****	**2.586*****	**2.373*****			
				(2.170)	**(3.532)**	**(3.272)**			
lnGEPUcur							**1.323****	**1.830*****	**1.680*****
							(2.170)	**(3.532)**	**(3.272)**
lev	1.750***	1.828***	1.837***	1.750***	1.828***	1.837***	1.750***	1.828***	1.837***
	(7.907)	(6.637)	(6.779)	(7.907)	(6.637)	(6.779)	(7.907)	(6.637)	(6.779)
tobins	0.595***	0.173*	0.285***	0.595***	0.173*	0.285***	0.595***	0.173*	0.285***
	(7.733)	(1.818)	(2.820)	(7.733)	(1.818)	(2.820)	(7.733)	(1.818)	(2.820)
mtb	-0.046*	-0.016	-0.027	-0.046*	-0.016	-0.027	-0.046*	-0.016	-0.027
	(-1.679)	(-0.474)	(-0.781)	(-1.679)	(-0.474)	(-0.781)	(-1.679)	(-0.474)	(-0.781)
roa	0.598	0.295	0.341	0.598	0.295	0.341	0.598	0.295	0.341
	(1.213)	(0.519)	(0.587)	(1.213)	(0.519)	(0.587)	(1.213)	(0.519)	(0.587)
nwc	2.122***	1.749***	1.801***	2.122***	1.749***	1.801***	2.122***	1.749***	1.801***
	(23.644)	(11.833)	(11.823)	(23.644)	(11.833)	(11.823)	(23.644)	(11.833)	(11.823)
size	0.182***	-0.107	0.057	0.182***	-0.107	0.057	0.182***	-0.107	0.057
	(7.143)	(-0.889)	(0.948)	(7.143)	(-0.889)	(0.948)	(7.143)	(-0.889)	(0.948)
divpay	0.267***	0.135	0.158*	0.267***	0.135	0.158*	0.267***	0.135	0.158*
	(3.610)	(1.548)	(1.778)	(3.610)	(1.548)	(1.778)	(3.610)	(1.548)	(1.778)
gdp	-0.005	-0.006	-0.006	0.020*	0.029***	0.026***	0.023*	0.033***	0.030***
	(-0.828)	(-1.608)	(-1.626)	(1.777)	(3.041)	(2.752)	(1.852)	(3.118)	(2.832)
unempl	-0.009	-0.021	-0.018	-0.108*	-0.159***	-0.144***	-0.098*	-0.145***	-0.132***
	(-0.547)	(-1.614)	(-1.313)	(-1.851)	(-3.428)	(-3.109)	(-1.822)	(-3.407)	(-3.085)
Year effect	-	YES	YES	-	YES	YES	-	YES	YES
Industry effect	-	YES	YES	-	YES	YES	-	YES	YES
Constant	-5.354***	2.593	-1.889	-17.123***	-13.693***	-16.836***	-14.454***	-10.001***	-13.447***
	(-2.984)	(0.852)	(-0.970)	(-4.562)	(-4.372)	(-5.371)	(-5.684)	(-4.097)	(-6.138)
Observations	1,706	1,706	1,706	1,706	1,706	1,706	1,706	1,706	1,706
R-squared	0.700	0.296		0.700	0.296		0.700	0.296	
Number of id	126	126	126	126	126	126	126	126	126
Hausman test	chi2(20) =15.68; Prob>chi2 =		0.7365	chi2(20) =15.68; Prob>chi2 =		0.7365	chi2(20) =15.68; Prob>chi2 =		0.7365

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

Οι επιχειρήσεις που έχουν υψηλό δείκτη MtB αναμένεται να έχουν μεγαλύτερες ευκαιρίες ανάπτυξης, γεγονός που έρχεται σε αντίθεση με τον αρνητικό συντελεστή της μεταβλητής MtB. Επομένως, η επίδραση του δείκτη είναι αντίθετη με αυτή που αποτυπώνεται στη θεωρία και τη διεθνή βιβλιογραφία (Opler et al., 1999; Dittmar et al., 2003). Οι θετικοί και στατιστικά σημαντικοί συντελεστές των μεταβλητών LEVERAGE και NWC, έρχονται σε πλήρη αντίθεση με τις προσδοκίες. Η μόχλευση (leverage) αντιπροσωπεύει την ευκολία έκδοσης χρέους, οπότε αναμένεται να έχει αρνητική επίδραση στα ταμειακά διαθέσιμα, διότι οι επιχειρήσεις με υψηλούς δείκτες μόχλευσης μπορούν να αλλάξουν ευκολότερα την πηγή χρηματοδότησης τους σε δανεισμό, με αποτέλεσμα να κρατούν λιγότερα μετρητά (Ozkan and Ozkan, 2004). Ομοίως, το καθαρό κεφάλαιο κίνησης (Net Working Capital – NWC**),** ως βραχυπρόθεσμο περιουσιακό στοιχείο, είναι ένα στενό υποκατάστατο των ταμειακών διαθεσίμων, οπότε δεν δικαιολογείται η θετική τους επίδραση. Η θετική επίδραση της κερδοφορίας, μετρούμενη με τον δείκτη ROA, συμφωνεί με τις προσδοκίες, δεδομένου ότι οι επιχειρήσεις με υψηλή κερδοφορία έχουν δυνητικά πιο κερδοφόρες επενδυτικές ευκαιρίες, καθώς και εισροή μετρητών με αποτέλεσμα την υπέρβαση των ταμειακών διαθεσίμων.

Η μεταβλητή DIVPAY, η οποία αφορά τα μερίσματα, είναι ψευδομεταβλητή και παίρνει την τιμή 1 αν η επιχείρηση δίνει μέρισμα και την τιμή 0, αν η επιχείρηση δεν δίνει μέρισμα. Όπως φαίνεται από τα αποτελέσματα του Πίνακα 5, η καταβολή μερισμάτων αναμένεται να επηρεάσει αρνητικά τη διακράτηση ρευστών διαθεσίμων, διότι αποτελεί εναλλακτική λύση αντί της διακράτησης μετρητών. Αν μία επιχείρηση έχει την ανάγκη για μετρητά, μπορεί να μειώσει τα μερίσματα που δίνει (Opler et al., 1999; Ozkan and Ozkan, 2004). Από την άλλη πλευρά, το γεγονός ότι μια επιχείρηση καταβάλλει υψηλά μερίσματα μπορεί να σχετίζεται με την υψηλή απόδοση της εταιρείας, η οποία μπορεί δυνητικά να οδηγήσει και σε μεγαλύτερο ποσό διακράτησης μετρητών. Σύμφωνα με τους Boubakri et al. (2013) τα μερίσματα επιδρούν θετικά στα ταμειακά διαθέσιμα, όπως το ίδιο αποδεικνύουν και οι Opler et al. (1999) στην παλινδρόμηση σταθερών επιδράσεων που κάνουν. Η θετική τιμή του συντελεστή της μεταβλητής DIVPAY έρχεται σε συμφωνία με τις παραπάνω έρευνες. Το εισόδημα της Ελλάδας (GDP) και το ποσοστό ανεργίας παρατηρείται ότι επιδρούν αρνητικά στη διακράτηση ρευστών διαθεσίμων.

Ένα ενδιαφέρον στοιχείο αφορά τον συντελεστή της μεταβλητής μεγέθους (SIZE). Με τη χρήση οποιουδήποτε δείκτη EPU (εγχώριο, ευρωπαϊκό ή παγκόσμιο), ο συντελεστής έχει θετικό πρόσημο κατά την εκτίμηση με μέθοδο ελαχίστων τετραγώνων και τυχαίων επιδράσεων, αλλά αρνητικό πρόσημο κατά την εκτίμηση σταθερών επιδράσεων. Η επίδραση του μεγέθους της επιχείρησης στη διακράτηση ρευστών διαθεσίμων είναι πολύπλευρη σύμφωνα με τη διεθνή βιβλιογραφία. Από τη μία οι Opler et al. (1999) υποστηρίζουν πως οι επιχειρήσεις με μικρότερο μέγεθος αναμένεται να διατηρούν περισσότερα μετρητά λόγω υψηλότερου κόστους άντλησης μετρητών σε περίπτωση ανάγκης, καθώς και λόγω των περισσότερων και ριψοκίνδυνων επενδύσεων που αναλαμβάνουν. Από την άλλη πλευρά, οι συγγραφείς προτείνουν πως οι επιχειρήσεις με πλεονάζοντα ταμειακά διαθέσιμα τείνουν να είναι επιχειρήσεις με χαμηλό δείκτη Market-to-Book (MtB), οι οποίες είναι μεγάλες σε μέγεθος. Αναφερόμενος ως «αποτρεπτικός παράγοντας εξαγοράς» από τους συγγραφείς, το μεγάλο μέγεθος της επιχείρησης υποστηρίζεται ότι επιτρέπει στις επιχειρήσεις να χρησιμοποιούν εύκολα την πολιτική δύναμη. Οι Ozkan και Ozkan (2004) αναφέρουν θετικούς και ασήμαντους συντελεστές μεγέθους επιχείρησης στις εκτιμήσεις παλινδρόμησης. Καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι οι μεγάλες επιχειρήσεις μπορεί να δημιουργούν μεγάλες ταμειακές ροές και κέρδη με περισσότερες δυνατότητες για τη διακράτηση μετρητών. Από την άλλη, οι Dittmar et al. (2003) αναφέρουν αρνητικούς συντελεστές της μεταβλητής μεγέθους για διακρατικές παλινδρομήσεις. Ωστόσο, στις παλινδρομήσεις με μεταβλητές από τους μέσους όρους των χωρών που εξετάζουν, ο συντελεστής της μεταβλητής του μεγέθους είναι αρνητικός ή θετικός και ασήμαντος όταν χρησιμοποιούνται ακατέργαστα (προσαρμοσμένα στον κλάδο) στοιχεία.

Οι στήλες (4), (5) και (6) δείχνουν τις εκτιμήσεις της εξίσωσης (2) χρησιμοποιώντας τη μέθοδο ελαχίστων τετραγώνων, τη μέθοδο σταθερών επιδράσεων και τη μέθοδο τυχαίων επιδράσεων αντίστοιχα. Τα αποτελέσματα για τους συντελεστές των ανεξάρτητων μεταβλητών, χρησιμοποιώντας την αβεβαιότητα της ευρωπαϊκής οικονομικής πολιτικής, ως μία εκ των ανεξάρτητων μεταβλητών, είναι ακριβώς τα ίδια με τα αποτελέσματα που μας έδωσε η εκτίμηση της πρώτης εξίσωσης, στην οποία χρησιμοποιήθηκε η αβεβαιότητα της εγχώριας οικονομικής πολιτικής ως μία εκ των ανεξάρτητων μεταβλητών. Αλλάζει μόνο η επίδραση του συντελεστή του εισοδήματος της χώρας (GDP), όπου στην πρώτη

εξίσωση είχε αρνητικό συντελεστή, ενώ στη δεύτερη εξίσωση έχει θετικό συντελεστή. Μία ακόμα αλλαγή είναι πως, στην περίπτωση της χρήσης της αβεβαιότητας της ευρωπαϊκής οικονομικής πολιτικής (lnEURNEWS), ο συντελεστής της μεταβλητής είναι θετικός και ίσος με 1.869, που σημαίνει ότι όταν ο ευρωπαϊκός δείκτης EPU αυξάνεται κατά 1%, ο λογάριθμος lnCASH αυξάνεται κατά 1.869%. Το εύρημα αυτό συνάδει με τους Gulen and Ion (2016), οι οποίοι υποστηρίζουν πως όταν οι επιχειρήσεις βιώνουν μια αύξηση της αβεβαιότητας της οικονομικής πολιτικής, οι εκτιμήσεις για τις πραγματικές επιλογές καθιστούν πιο επικερδή την αναβολή της επεκτατικής τους δραστηριότητας σε μια πιο ασφαλή περίοδο.

Έπειτα, στις στήλες (7), (8) και (9) αποτυπώνονται οι εκτιμήσεις της εξίσωσης (3), κάνοντας χρήση της μεθόδου ελαχίστων τετραγώνων, της μεθόδου σταθερών επιδράσεων και της μεθόδου τυχαίων επιδράσεων αντίστοιχα. Όπως και στην προηγούμενη περίπτωση, τα αποτελέσματα για τους συντελεστές των ανεξάρτητων μεταβλητών, χρησιμοποιώντας την αβεβαιότητα της παγκόσμιας οικονομικής πολιτικής, ως μία εκ των ανεξάρτητων μεταβλητών, είναι ακριβώς τα ίδια με τα αποτελέσματα που μας έδωσε η εκτίμηση της δεύτερης εξίσωσης, στην οποία χρησιμοποιήθηκε η αβεβαιότητα της ευρωπαϊκής οικονομικής πολιτικής ως μία εκ των ανεξάρτητων μεταβλητών, για κάθε μεταβλητή. Πιο συγκεκριμένα, ο συντελεστής της αβεβαιότητας της παγκόσμιας οικονομικής πολιτικής, που είναι η κύρια ανεξάρτητη μεταβλητή, είναι θετικός σε κάθε μέθοδο εκτίμησης, ακολουθώντας την ερμηνεία που δόθηκε για τον συντελεστή της αβεβαιότητας της ευρωπαϊκής οικονομικής πολιτικής.

Αξίζει να σημειωθεί πως τόσο η χρονική περίοδος, όσο και ο κλάδος οικονομικής δραστηριότητας επιδρούν στα ρευστά διαθέσιμα των επιχειρήσεων, είτε με τη χρήση σταθερών, είτε με τη χρήση τυχαίων επιδράσεων για κάθε υπόδειγμα που χρησιμοποιήθηκε. Ακόμα, τα αποτελέσματα για κάθε εκδοχή της μεταβλητής της αβεβαιότητας της οικονομικής πολιτικής (lnEPU, lnEURNEWS, lnGEPUcurr), είναι στατιστικά σημαντικά, όμως η κάθε εκδοχή έχει διαφορετικής επίδραση στη διακράτηση ρευστών διαθεσίμων των ελληνικών επιχειρήσεων.

Με βάση τον έλεγχο Hausmann, δίνεται έμφαση στους εκτιμητές τυχαίων επιδράσεων (random effects), αφού η πιθανότητα $p=0.7365>0.05$, γεγονός που υποδεικνύει τη

συγκεκριμένη μέθοδο ως καταλληλότερη για όλες τις εκδοχές της μεταβλητής της αβεβαιότητας της οικονομικής πολιτικής.

Καταλήγοντας, με βάση τις τρεις υποθέσεις που έγιναν κατά την εκτίμηση των εξισώσεων (1), (2) και (3), με κάθε μέθοδο εκτίμησης, προκύπτει το συμπέρασμα πως η πρώτη υπόθεση, δηλαδή η θετική επίδραση της αβεβαιότητας της εγχώριας οικονομικής πολιτικής στα ρευστά διαθέσιμα των ελληνικών επιχειρήσεων, δεν ισχύει, ενώ η δεύτερη και τρίτη υπόθεση, που αναφέρουν πως η αβεβαιότητας της ευρωπαϊκής και παγκόσμιας οικονομικής πολιτικής επιδρούν θετικά στη διακράτηση ρευστών διαθεσίμων των ελληνικών επιχειρήσεων, είναι απολύτως σωστές.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Πολλές μελέτες στη διεθνή βιβλιογραφία έχουν προσπαθήσει να μελετήσουν τους προσδιοριστικούς παράγοντες των ρευστών διαθεσίμων. Τα μετρητά αποτελούν το πιο ρευστό περιουσιακό στοιχείο για τις επιχειρήσεις. Οι επιχειρήσεις, προκειμένου να διαφυλάξουν τη ρευστότητα τους και για προληπτικούς λόγους, προβαίνουν σε διακράτηση ρευστών διαθεσίμων. Παρόλα αυτά, η υπερβολική ποσότητα μετρητών σημαίνει ότι οι επιχειρήσεις παραιτούνται από υψηλότερες αποδόσεις σε άλλες μορφές περιουσιακών στοιχείων (Opler et al. 1999). Είναι ενδιαφέρον πως πολλές μελέτες τεκμηριώνουν ότι από το 2002 και μετά, οι επιχειρήσεις έχουν αυξήσει σημαντικά τις ταμειακές τους διακρατήσεις, ενώ μείωσαν τις κεφαλαιακές τους δαπάνες (Bargeron, Lehn, και Zutter 2010).

Στην παρούσα μελέτη, χρησιμοποιήθηκαν οι δείκτες εγχώριας, ευρωπαϊκής και παγκόσμιας αβεβαιότητας της οικονομικής πολιτικής (EPU, EURNEWS, GEPUcurr), για να διερευνηθεί αν η αβεβαιότητα της οικονομικής πολιτικής επιδρά στο επίπεδο των εταιρικών ταμειακών διαθεσίμων. Η ανάλυση που έγινε εστίασε σε 126 ελληνικές επιχειρήσεις από διάφορους κλάδους οικονομικής δραστηριότητας, για τη χρονική περίοδο 2008-2021. Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι ο δείκτης EPU (αβεβαιότητα για την εγχώρια οικονομική πολιτική) έχει αρνητική επίδραση στα ταμειακά διαθέσιμα μετά τον έλεγχο άλλων πιθανών παραγόντων στα ταμειακά διαθέσιμα και των επιδράσεων του κλάδου και του χρόνου. Μία αύξηση κατά 1% στον δείκτη EPU συνεπάγεται μείωση κατά 0.7% στον δείκτη μετρητών (μετρητά προς το καθαρό ενεργητικό). Αυτό έρχεται σε αντίθεση με τη θεωρία, η οποία εξηγεί πως οι επιχειρήσεις τείνουν να διατηρούν περισσότερα μετρητά όταν η αβεβαιότητα της οικονομικής πολιτικής στη χώρα αυξάνεται και άρα η επίδραση θα έπρεπε να είναι θετική. Βέβαια η υπερβολική διακράτηση ρευστών διαθεσίμων αποτελεί κόστος υπό την έννοια ότι λιγότερα από τα περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησης μπορούν να χρησιμοποιηθούν σε κερδοφόρες δραστηριότητες. Από την άλλη μεριά, τα αποτελέσματα για τον ευρωπαϊκό δείκτη (EURNEWS) και για τον παγκόσμιο (GEPUcurr) δείχνουν πως οι δείκτες επιδρούν θετικά στα ρευστά διαθέσιμα. Η αύξηση του πρώτου κατά 1%, αυξάνει τον δείκτη μετρητών κατά 1.8%, ενώ μια αύξηση του δεύτερου κατά 1%, αυξάνει τον δείκτη μετρητών κατά 1.3%.

Η έρευνα που πραγματοποιήθηκε περιορίστηκε στην εξέταση συνολικά των ετών 2008-2021 και δεν εξετάστηκαν ξεχωριστά τα έτη 2008-2012 (περίοδος χρηματοπιστωτικής κρίσης για την Ελλάδα), τα έτη 2013-2019 (περίοδος ανάκαμψης από την κρίση), καθώς και τα έτη 2020-2021 (περίοδος εμφάνισης υγειονομικής κρίσης (COVID-19).

Δεδομένων των αντίθετων ευρημάτων για την επίδραση του δείκτη EPU στο δείκτη μετρητών, η παρούσα εργασία προφέρει χρήσιμες πληροφορίες για τις ελληνικές επιχειρήσεις και πως αυτές μπορούν να αντιμετωπίσουν την αβεβαιότητα, είτε σε εγχώριο επίπεδο, είτε σε παγκόσμιο. Θα ήταν πραγματικά πολύ ενδιαφέρουσα, η διεξαγωγή παρόμοιας έρευνας και για ακόμα περισσότερες εταιρείες ή εταιρείες μη εισηγμένες στο Χρηματιστήριο, καθώς επίσης και σε σύγκριση με άλλες μεσογειακές ή ευρωπαϊκές χώρες για τη περίοδο προ και μετά κρίσης. Ωστόσο, υπάρχουν ακόμη πολλά αναπάντητα ερωτήματα, που οδηγούν σε πολλούς δρόμους για μελλοντική έρευνα. Πρώτον, δεδομένου ότι υπάρχουν πολλά μέτρα αβεβαιότητας, ποιες άλλες οικονομετρικές μέθοδοι μπορούν να χρησιμοποιηθούν για τη μέτρηση του δείκτη EPU και δεύτερον, ποιοι παράγοντες επηρεάζουν περισσότερο τον δείκτη EPU και πώς μπορεί να βελτιωθεί ο εν λόγω δείκτης στο μέλλον. Είναι ζωτικής σημασίας να βρεθούν οι βασικοί προσδιοριστικοί παράγοντες της αβεβαιότητας της οικονομικής πολιτικής, για να αποκαλυφθεί πώς να μειωθεί ο αντίκτυπός τους. Με άλλα λόγια, ποιος είναι ο ρόλος των επιτοκίων και των άλλων εργαλείων της νομισματικής και δημοσιονομικής πολιτικής στην απόδοση της οικονομίας και στη μείωση της αβεβαιότητας. Πλέον, οι μεθοδολογίες σε αυτόν τον τομέα (αυτές που χρησιμοποιούνται συνήθως στην έρευνα του EPU) είναι ως επί το πλείστων εμπειρικές. Ως εκ τούτου, υπάρχει ανάγκη να συνδεθούν αυτά τα αποτελέσματα και να υποστηριχθούν με θεωρητικά υποδείγματα.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5 : ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Αρβανίτης, Σ., (2011): Οικονομετρικά υποδείγματα διαστρωματικών και εξατομικευμένων δεδομένων (panel data), ΤΕΙ Κρήτης.

Acharya, V., Almeida, H., & Campello, M. (2007). Is cash negative debt? A hedging perspective on corporate financial policies. Journal of Financial Intermediation, 16, 515–554.

Allen, F., Gale, D., (2004): Competition and economic stability, J. Money Credit Bank. , 36 , σελ. 453 – 480.

Almeida, H., Campello, M., & Weisbach, M. S. (2004). The cash flow sensitivity of cash. The Journal of Finance, 59, 1777–1804.

Al-Najjar, B., (2013). The financial determinants of corporate cash holdings: evidence from some emerging markets. Int. Bus. Rev. 22, 77–88.

Alpert D., (2020): Financial System Definition. Investopedia. Available at: https://www.investopedia.com/terms/f/financial-system.asp [Accessed November 23, 2020].

Ang, J. (1992). On the theory of finance for privately held firms. The Journal of Small Business Finance, 1(3), 185-203.

Arbatli, Elif C., Steven J. Davis, Arata Ito, Naoko Mlake and Ikuo Salto, (2017). “Policy Uncertainty in Japan.” IMF Working Paper 17/128.

Ashraf, B. N., & Shen, Y. (2019). Economic policy uncertainty and banks’ loan pricing. Journal of Financial Stability, 44, 100695.

Attig, N., El Ghoul, S., Guedhami, O., & Zheng, X. (2021). Dividends and economic policy uncertainty: International evidence. Journal of Corporate Finance, 66, 101785.

Avery, C., & Zemsky, P., (1998): Multidimensional uncertainty and herd behaviour in financial markets, Rev. 88 (1998) , σελ . 724-748.

Aye, G. C., Balcilar, M., & Demirer, R., & Gupta, R. (2018). Firm level political risk and assymetric volatility. The Journal of Economic Asymmetries, 18, e00110.

Bahmani-Oskooee, M., & Maki-Nayeri, M. (2019a). Asymmetric effects of policy uncertainty on domestic investment in G7 countries. Open Economies Review, 1–19.

Baker, S. R., Bloom, N., & Davis, S. J. (2016). Measuring economic policy uncertainty. Quarterly Journal of Economics, 131(4), 1593–1636.

Balcilar, M., Gupta, R., & Pierdzioch, C. (2016a). Does uncertainty move the gold price? New evidence of a nonparametric causality-in-quantiles test. Resources Policy, 49, 74-80.

Barrero, J. M., Bloom, N., & Wright, I. (2017). Short and long run uncertainty (No. w23676). Washington DC: National Bureau of Economic Research.

Baskin, J. (1987), 'Corporate Liquidity in Games of Monopoly Power', Review of Economics and Statistics, Vol. 69, pp. 312–19.

Bates, T. W., Kahle, K. M., & Stulz, R. M. (2009). Why do U.S. firms hold so much more cash than they used to? Journal of Finance, 64, 1985–2021.

Baum, C F., Schäfer, D., Talavera, O., (2006): The effects of industry-Level Uncertainty on Cash Holdings: The case of Germany, DIW Discussion Papers, No. 638.

Baum, C. F., Caglayan, M., Ozkan, N. and O. Talavera (2004). "The Impact of Macroeconomic Uncertainty on Cash Holdings for Non-Financial firms, Discussion Paper No. 04-10.

Belke, A., & Kaas, L. (2004). The impact of exchange rate volatility on the european and US labor markets. The Journal of Economic Asymmetries, 1(2), 21–50.

Bigelli, M. and J. Vidal (2009). "Cash Holdings in Private Firms". Working Paper.

Bloom, N., Bond, S., & Van Reenen, J. (2007). Uncertainty and investment dynamics. The Review of Economic Studies, 74(2), 391–415.

Bloom, N. (2009): The impact of uncertainty shocks. Econometrica, 77(3), 623–685.

-(2014): Fluctuations in uncertainty. The Journal of Economic Perspectives, 28(2), 153–175.

Bonaime, A. A., Gulen, H., & Ion, M. (2018). Does policy uncertainty affect mergers and acquisitions? Journal of Financial Economics, 129(3), 531–558.

Bordo, M. D., Duca, J. V., & Koch, C. (2016). Economic policy uncertainty and the credit channel: Aggregate and bank level U.S. evidence over several decades. Journal of Financial Stability, 26, 90–106.

Boubakri, B., El Ghoul, S., Saffar, W., (2013) Boubakri, B., El Ghoul, S., Saffar, W., 2013. Cash holdings of politically connected firms. J. Multinatl. Financ. Manag. 23, 338–355.Cash holdings of politically connected firms. J. Multinatl. Financ. Manag. 23, 338–355.

Boutchkova, M., Doshi, H Durnev, A., & Molchanov, A. (2011). Precarious politics and return volatility. Review of Financial Studies, 25, 1111 -1154.

Brogaard, J., & Detzel, A (2015). The asset pricing implications of government economic policy uncertainty. Management Science, 61, 3-18.

Caggiano, G., Castelnuovo, E., & Groshenny, N. (2014). Uncertainty shocks and unemployment dynamics in US recessions. Journal of Monetary Economics, 67, 78–92

Caggiano, G., Castelnuovo, E., Figueres, J.M., 2017. Economic policy uncertainty spillovers in booms and busts. Melbourne Institute Working Paper, 13/17.

Caglayan-Ozkan, N. and A. Ozkan (2002). “Corporate Cash Holdings: An Investigation of U.K. companies”. Working Paper.

W. Cao, X. Duan, VB Uysal Does political uncertainty affect capital structure choices? Working paper, University of Oklahoma (2013).

L. Cohen, J.D. Coval, C. Malloy (2010): Do Powerful Politicians Cause Corporate Downsizing? Working Paper, No. w15839. National Bureau of Economic Research.

Colombo, V. (2013). Economic policy uncertainty in the US: Does it matter for the Euro area? Economics Letters, 121(1), 39–42.

Cooper, MJ, Gulen, H, Ovtchinnikov AV, (2010): Corporate policies contributions and share returns, J. Finance, 65 (2), σελ . 687-724.

Cremers, M., Yan, H., (2010): Uncertainty and valuations. Working paper, Πανεπιστήμιο Yale.

Daher, M., (2010). “The determinants of cash holding in UK public and private firms”, Working paper, Lancaster University Management School, Department of accounting and finance, September 2010.

Davis, S. J. (2016). An index of global economic policy uncertainty (No. w22740). Washington DC: National Bureau of Economic Research.

Demir, E., & Ersan, O. (2017). Economic policy uncertainty and cash holdings: Evidence from BRIC countries. Emerging Markets Review, 33, 189–200.

Dejuán, D., Ghirelli, C., (2018) Policy uncertainty and investment in Spain, Banco de España (2018) Working Paper, 1848.

Dittmar, A., Mahrt-Smith, J. and H. Servaes (2003). "International Corporate Governance and Corporate Cash Holdings". Journal of Financial and Quantitative Analysis 38, 111-133.

Donaldson, G, (1961), Corporate Debt Capacity: A study of Corporate Debt Policy and the determination of Corporate Debt Capacity, Harvard Graduate School of Business Administration, Boston.

Duchin, R.A.N., Gilbert, T., Harford, J., Hrdlicka, C., 2017. Precautionary savings with risky assets: when cash is not cash. J. Financ. 72 (2), 793–852.

Duong, H. N., J. H. Nguyen, M. Nguyen, and S. G. Rhee 2018. "Navigating through economic policy uncertainty: The role of corporate cash holdings" Asian Finance Association (AsianFA) 2017 Conference, Accessed February 1 2018. doi: 10.2139/ssrn.2907519.

- (2020). Navigating through economic policy uncertainty: The role of corporate cash holdings. Journal of Corporate Finance, 62, 101607.

Easterbrook, F. H. (1984). Two agency cost-explanations of dividends. American Economic Review, 74(4), 650-659.

Faccio, M., Masulis, R. W., & McConnell, J. J. (2006). Political connections and corporate bailouts. Journal of Finance, 61, 2597–2635.

Fazzari, S.M., Petersen, B. C., (1993): Working capital and fixed investment: new evidence on financing constraints. Rand Journal of Economics 24 (3), 328–342.

Fang, L., Chen, B., Yu, H., & Qian, Y. (2018). The importance of global economic policy uncertainty in predicting gold futures market volatility: A GARCH-MIDAS approach. Journal of Futures Markets, 38(3), 413-422.

Feng, X., Ling Lo, Y., & Kam C. Chan (2019): Impact of economic policy uncertainty on cash holdings: firm-level evidence from an emerging market, Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics, DOI: 10.1080/16081625.2019.1694954.

Feng, X., and A. C. Johansson (2017): "Political uncertainty and innovation in China." Stockholm School of Economics Asia Working Paper Series No. 44, Stockholm School of Economics, Stockholm China Economic Research Institute.

Ferreira, M., & Vilela, A. (2004). Why do Firms Hold Cash? Evidence from EMU Countries. European Financial Management, 10, 295-319.

Floyd, E., Li, N., & Skinner, D. J. (2015). Payout policy through the financial crisis: The growth of repurchases and the resilience of dividends. Journal of Financial Economics, 118(2), 299–316.

Foerster, A. (2014). The asymmetric effects of uncertainty. Economic Review, 5–26 (Q III).

Foley, C., Hartzell, J., Titman, S. and G. J. Twite (2007). "Why Do Firms Hold So Much Cash? A Tax-Based Explanation". Journal of Financial Economics 86, 579–607.

Foote, C., Hurst, E., & Leahy, J. (2000). Testing the (S, s) model. The American Economic Review, 90(2), 116–119.

Gao, R., and Y. Grinstein 2014. "Firms' cash holdings and uncertainty." Working paper.

Giglio, S., Kelly, B., & Pruitt, S. (2016). Systemic risk and the macroeconomy: An empirical evaluation. Journal of Financial Economics, 9(3), 457–471, 11.

Gilchrist, S., Sim, J., & Zakrajˇsek, E. (2014). Uncertainty, financial frictions, and investment dynamics. In National Bureau of Economic Research, No. w20038.

Goldman, E., Rocholl, J. So (2009): Do politically connected boards affect the value of the company? Απ. Οικονομικών. , 22 (6), σελ. 2331 – 2360.

Gulen, H., & Ion, M. (2015). Policy uncertainty and corporate investment. Review of Financial Studies, 29(3), 523–564.

-2016. Policy Uncertainty and Corporate Investment. Rev. Financ. Stud. 29 (3), 523–564.Han, S., Qiu, J., (2007). Corporate precautionary cash holdings. J. Corp. Finan. 13 (1), 43–57.

Handley, K., & Limao, N. (2015). Trade and investment under policy uncertainty: Theory and firm evidence. American Economic Journal: Economic Policy, 7(4), 189–222.

Hardin, W.G., Highfield, M.J., Hill, M.D., Kelly, W., (2009): The determinants of REIT cash holdings. Journal of Real Estate Financial Economics 39 (1), 39–57.

Harford, J., Mansi, S. and W. Maxwell (2008). "Corporate Governance and a Firm's Cash Holdings". Journal of Financial Economics 87, 535–555.

Holmes, M. J., & Maghrebi, N. (2016). Financial market impact on the real economy: An assessment of asymmetries and volatility linkages between the stock market and unemployment rate. The Journal of Economic Asymmetries, 13, 1-7.

Istiak, K., & Alam, M. R. (2019). Oil prices, policy uncertainty and asymmetries in inflation expectations. Journal of Economics Studies, 46(2), 324–334.

Istrefi, K., Piloiu, A., 2014. Economic policy uncertainty and inflation expectations. Banque de France Working Paper, p. 511.

Javadi, S., Mollagholamali, M., Nejadmalayeri, A., and Al-Thaqeb, S., (2021): Corporate cash holdings, agency problems, and economic policy uncertainty.

Jens, C. E. (2017). Political uncertainty and investment: Causal evidence from US gubernatorial elections. Journal of Financial Economics, 124(3), 563–579.

Jensen, M. C. (1986). A gency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. American Economic Review, 76, 323-339.

Julio, B., and Yook, Y. (2011): Policy Uncertainty and Cross-border Capital Flows. Working Paper, London Business School.

-(2012): Political uncertainty and corporate investment cycles. Journal of Finance, 67, 45–84.

Kang, W., Lee, K., Ratti, R.A., (2014). Economic policy uncertainty and firm-level investment. J. Macroecon. 39, 42–53.

Karnizova, L., & Li, J. C. (2014). Economic policy uncertainty, financial markets and probability of US recessions. Economic Letters, 125(2), 261-265.

Kaviani, S., Kryzanowski, L., Maleki, H., & Savor, P. (2020). Policy uncertainty and corporate credit spreads. Journal of Financial Economics, 138(3), 838–865.

Keynes, J.M. (1936). “The General Theory of Employment, Interest and Money”. In the 1973 edition of the Collected Writings of John Maynard Keynes, Vol. 7. edited by Donald Moggridge, London: Macmillan for the Royal Economic Society.

Kim, C. S., D. Mauer and A. E. Sherman, (1998): The Determinants of Corporate Liquidity, Theory and Evidence, Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 33, pp. 335-59.

Klomp, J., Haan, J. De, (2009): Central bank independence and financial instability J. Financ. Stabil, 5, σελ. 321 – 338.

La Porta, R., F. L. Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny. (1998). “Law and Finance.” Journal of Political Economy 106: 1113–1155. doi: 10.1086/250042.

Leduc, S., & Liu, Z. (2016). Uncertainty shocks are aggregate demand shocks. Journal of Monetary Economics, 82, 20–35.

Lee, Y. and K. Song (2007). “Why have East Asian Firms Increased Cash Holdings so much after the Asian Financial Crisis?” Paper presented at the 20th Australian Finance & Banking Conference 2007.

Lian, Y., Sepehri, M., Foley, M., (2011): Corporate Cash Holdings and Financial Crisis: An Empirical Study of Chinese Companies. Eurasian Bus. Rev. 1 (2), 112–124 (2011).

Lins, K., Servaes, H. and P. Tufano (2010): What Drives Corporate Liquidity? An International Survey of Cash Holdings and Lines of Credit”. Journal of Financial Economics, forthcoming.

Loncan, R.T., and J.F. Caldeira. 2014. “CapitalStructure, Cash Holdings and Firm Value.” A Study of Brazilian Listed Firms.” Revista Contabilidade & Finanças 25: 46-59. doi: 10.1590/S1519-70772014000100005.

Iyke BN, Ho SY (2019): Global uncertainty, exchange rate depreciation and instability in Africa**.**

Manela, A., & Moreira, A. (2017). News implied volatility and disaster concerns. Journal of Financial Economics, 123(1), 137-162.

Michael D. Bordo, John V.Duca and Christoffer Koch, (2016): Journal of Financial Stability, Τόμος 26 , Οκτώβριος 2016.

Mikkelson, W. and M. Partch (2003). “Do Persistent Large Cash Reserves Hinder Performance?” Journal of Financial and Quantitative Analysis 38, 275-294.

Mishkin, FS (1999): Global financial instability: context, facts, issues. J. Econ. Προοπτική, 13, σελ. 3 – 20.

Mueller, P., Tahbaz-Salehi, A., & Vedolin, A. (2017). Exchange rates and monetary policy uncertainty. The Journal of Finance, 72(3), 1213–1252.

Mulligan, C. B. (1997), ‘Scale Economies, the Value of Time, and the Demand for Money: Longitudinal Evidence for Firms’, Journal of Political Economy, Vol. 105, pp. 1061–79.

Myers, SC και NS Majluf, (1984) «Corporate finance and investment decisions when

companies have information that investors do not have». *Journal of Financial Economics* 13 (2), 187–221.

Nguyen. N. H., & Phan, H. V. (2017). Policy uncertainty and mergers and acquisitions. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 52(2), 613-644.

Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R., Wlliamson, R., (1999): The determinants of implications of corporate cash holdings. Journal of Financial Economics 52 (1), 3–46.

Ozkan, A., Ozkan, N., (2004): Corporate cash holdings: an empirical investigation of UK companies. Journal of Banking and Finance 28 (9), 2103–2134.

Pastor, E., Veronesi, P., 2012. Uncertainty about government policy and stock prices. J. Financ. 67 (4), 1219-1264.

Pastor, L., & and Veronesi, P. (2013). Political uncertainty and risk premia. Journal of Financial Economics, 110(3), 520-545.

Phan, H. V., Nguyen, N. H., Nguyen, H. T., & Hegde, S. (2019). Policy uncertainty and firm cash holdings. Journal of Business Research, 95, 71–82.

Pinkowitz, L., Stulz, R. and R. Williamson (2003). "Do Firms in Countries with Poor Protection of Investor Rights Hold More Cash?". National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.

Prenker, T., Kuck, J., (2009): "The determinants of corporate cash holdings", Master Thesis in Finance, Lund University, School of Economics and Management.

Rigotti, L., Shannon, C., (2005): Uncertainty and risk in financial markets Econometrica, 73 (2005), σελ. 203 – 243.

Riddick, L.A., Whited, T.M., (2009): The corporate propensity to save. The Journal of Finance 64 (4), 1729–1766.

Ross, S., (1973): The economic theory of agency: "the principal's problem", American Economic Association, Vol.63, No 2, 1973.

Rozeff, M. S. (1982). Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios. Journal of Financial Research, 5(3), 249-259.

Santa-Clara, P., & Valkanov, R. (2003). The presidential puzzle: Political cycles and the stock market. The Journal of Finance, 58(5), 1841-1872.

Segal, G., Shaliastovich, I., Yaron, A., (2015): Good and bad uncertainty: implications for macroeconomic and financial markets, J. Financ. Οικον. 117 (2015), σελ. 369 – 397.

Song, K., and Y. Lee. (2012). “Long-term effects of a financial crisis: Evidence from cash holdings or East Asian firms.” Journal of Financial and Quantitative Analysis 47: 617–641. doi: 10.1017/S0022109012000142.

Stock, J., & Watson, M. (2012). Disentangling the channels of the 2007-2009 recession. In Brookings Papers on Economic Activity (pp.81-156).

Tong, Z. (2006). Risk Reduction as a CEO’s Motive for Corporate Cash Holdings”. Xfi Centre for Finance and Investment, University of Exeter.

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.

Xu, Z., (2020): Economic policy uncertainty, cost of capital and corporate innovation, J. Bank. Οικονομικών , 111 (2020) , Άρθρο 105698.